

2023 年 09 月 26 日

赵旭东

H70556@capital.com.tw

目标价(元)

7.5

公司基本信息

产业别	轻工制造
A 股价(2023/9/26)	6.50
上证指数(2023/9/26)	3102.27
股价 12 个月高/低	9.19/5.62
总发行股数(百万)	1336.84
A 股数(百万)	1336.84
A 市值(亿元)	86.89
主要股东	山东博汇集团有限公司 (28.84%)
每股净值(元)	4.58
股价/账面净值	1.42
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	1.6 8.9 -6.7

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2023-7-28	6.7	买进

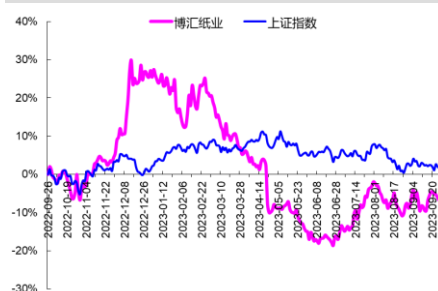
产品组合

白纸板	71.4%
箱板纸	11.2%
文化纸	11.2%
石膏护面纸	2.8%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	12.3%
一般法人	48.8%

股价相对大盘走势



博汇纸业(600966.SH)

买进 (Buy)

白卡纸价格回升，下半年公司业绩有望修复

结论与建议：

公司是国内白卡纸龙头企业，产品涵盖白卡纸、文化纸、箱板纸等多种纸品。“金九银十”旺季来临，白卡纸、文化纸涨价逐步落地。此外，公司仍在前期低价浆，利润有望增厚，给予“买进”评级。

- **9 月白卡纸价格回升，公司营收有望修复：**1H23 白卡纸受下游需求不佳、出口市场受阻的影响，白卡纸均价较上年同期下跌 23.3%。但随着经济不断恢复，7 月白卡纸价格触底回升，截止 9 月 21 日，白卡纸均价 4600 元/吨，较 7 月低点增长 10.5%。展望白卡纸后续价格情况，随着传统旺季到来，白卡纸需求阶段性回升，我们认为纸价有望稳步提升。此外，当前纸浆价格已呈低位上涨态势，对白卡纸挺价有一定支撑作用。公司作为国内白卡纸龙头企业，议价能力较强，预计 2H23 营收将受益于本轮白卡纸价上涨行情。
- **中期看，成本端改善逻辑不变：**从盈利能力来看，1Q23、2Q23 公司毛利率分别为-4.6%、12.6%，毛利率呈逐季改善趋势，主要是因为年初以来纸浆价格持续回落。此外，公司成本改善滞后于浆价回落，主要受前期高价浆库存、运浆船期等因素影响。从目前的纸浆价格来看，截止 9 月 25 日，智利“明星”牌阔叶木浆、“银星”牌针叶木浆外盘报价较 5 月低点分别上涨 22.1%、10.6%，但是价格仍处在近四年的 50%分位数以下。展望未来纸浆价格趋势，我们认为全球纸浆供过于求的情况仍将维持，纸浆价格回到去年高点的可能性较低。预计后续随着低价浆逐步入库，2H23 公司将持续受益于原料成本下降，业绩有望修复。
- **长期看，公司布局行业政策性新产能，发展路径清晰：**公司积极响应国家政策，坚持绿色低碳转型以践行 ESG 发展路径，目前规划产能包括 80 万吨高档特种纸板扩建项目，产品覆盖全木浆零塑纸杯原纸等“零塑”纸品，有望充分受益于限塑令的推进。
- **盈利预测及投资建议：**短期来看，白卡纸价、浆价均有所上行，公司吨盈利能力将稳步修复。中长期看，公司作为白卡纸龙头企业，有望充分受益于限塑令的推进。预计 2023、2024、2025 年公司实现净利润 2.19 亿元、8.63 亿元、10.22 亿元，yoy 分别为-4.06%、+294.40%、18.39%，EPS 为 0.16 元、0.65 元、0.76 元，当前 A 股价对应 PE 分别为 39.71 倍、10.07 倍、8.51 倍，我们看好公司下半年业绩修复，对此给予“买进”的投资建议。
- **风险提示：**价格竞争激烈，终端需求疲软，原料超预期上涨

年度截止 12 月 31 日		2021	2022	2023E	2024E	2025E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1706	228	219	863	1022
同比增减	%	104.50	-86.63	-4.06	294.40	18.39
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.29	0.18	0.16	0.65	0.76
同比增减	%	106.15	-86.26	-7.37	294.40	18.39
A 股市盈率(P/E)	X	5.09	37.07	39.71	10.07	8.51
股利 (DPS)	RMB 元	0.27	0.02	0.02	0.19	0.23
股息率 (Yield)	%	0.41	0.03	0.04	0.30	0.35

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq$ 35%
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2021	2022	2023F	2024F	2025F
营业收入	16276	18362	18488	21131	23726
经营成本	12544	16223	16634	18133	20161
营业税金及附加	78	86	71	82	92
销售费用	64	125	165	242	279
管理费用	539	556	526	583	712
财务费用	169	321	388	336	377
资产减值损失	-17	-28	-9	-6	-8
投资收益	-60	-54	-16	-55	-42
营业利润	2254	229	182	1129	1382
营业外收入	3	23	37	21	27
营业外支出	15	26	40	47	47
利润总额	2242	225	179	1103	1362
所得税	536	-3	11	240	341
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	1706	228	219	863	1022

附二：合并资产负债表

百万元	2021	2022	2023F	2024F	2025F
货币资金	3302	2456	2374	3054	4016
应收帐款	642	849	977	1026	1180
存货	2095	3728	3355	3624	3914
流动资产合计	7310	8635	7771	8704	9400
长期投资净额	0	0	0	0	0
固定资产合计	10292	10059	10562	10879	11097
在建工程	936	3001	3601	3241	2917
无形资产	12604	14144	15134	15437	15668
资产总计	19914	22779	22905	24140	25068
流动负债合计	10202	13136	13399	13801	13663
长期负债合计	2445	3124	3093	3155	3218
负债合计	12647	16261	16492	16956	16881
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	7267	6518	6413	7185	8187
负债和股东权益总计	19914	22779	22905	24140	25068

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2021	2022	2023F	2024F	2025F
经营活动产生的现金流量净额	3645	180	1402	1975	2196
投资活动产生的现金流量净额	-307	-1458	-1603	-1450	-893
筹资活动产生的现金流量净额	-3092	1189	119	155	-340
现金及现金等价物净增加额	244	-65	-82	680	963

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证①持意见或立场，或会买进，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户②口，或代他人之户②口买卖此份报告内描述之证①。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。