

供需压力尚存，旺季来临盈利有望改善

2024 年 09 月 02 日

➤ **事件。**博汇纸业发布 2024 年中报，2024H1 实现营收/归母净利润/扣非净利润 92.62/1.31/1.09 亿元，同比+6.99%/+137.84%/+124.07%；24Q2 实现营收/归母净利润/扣非净利润 48.64/0.31/0.14 亿元，同比+8.19%/-79.76%/-84.87%。

➤ **量增实现收入稳定增长。**量：24H1 公司共生产/销售机制纸 216.39/216.05 万吨，同增 9%/11%，实现营业收入 92.62 亿元，同比+7%。价：24H1 白卡纸/箱板纸/双胶纸价格同比分别变动-3.79%/-12.87%/-5.17%，各纸种供需关系不平衡，同时箱板纸进口压力影响，导致各纸种价格均有所下降。公司提升纸机效率，在纸价下行压力背景下，通过量增实现收入稳定增长。

➤ **供需压力尚存，盈利水平承压。**24Q2 单季度实现归母净利润/扣非后归母净利润 0.31/0.14 亿元，同比-79.76%/-84.87%，Q2 单季度毛利率/净利率为 9.3%/0.63%，同降 3.28/2.72pct，环比降低 4/1.66pct。分产品来看：分产品来看：24H1 白纸板/文化纸/石膏护面纸/箱板纸毛利率分别为 10.63%/16.56%/7.35%/-0.65%。毛利率下降主因 24Q2 浆价处于上行周期，然纸价未能良好传导成本上行影响导致整体利润下降。24Q2 公司销售/管理/研发/财务费用率为 0.96%/3.23%/2.88%/1.68%，同比+0.14/+0.51/-1.11/-1.3pct，研发费用率下降我们判断主要是季节性波动，财务费用率下降主因汇兑损失减少所致。现金流方面，公司 2024Q2 经营性现金流量净额-3.46 亿元，同比-205.82%，主因公司购买原材料所致（2024H1 原材料存货为 20.9 亿元，较年初增加 4 亿元，同比+23.62%）。

➤ **中期看，白卡依然是顺周期中纸品最大弹性品种：**公司发力烟卡产品，充分受益烟卡新标准；另外公司改造山东基地 PM1 开发无菌液包产品，各项指标均获得核心客户认可；同时公司产能稳步提升进一步提高公司竞争优势（江苏基地 PM1、PM2 机台升级改造提升产能），我们预计 2024 年后增加 80 万吨高档特种纸产能。随着中小产能出清，市场集中度进一步提高，头部企业持续受益。

➤ **投资建议：**公司作为白卡纸行业龙头，将充分受益于新版“限塑令”政策，随着下游需求进一步恢复，叠加公司各类降本增效措施（员工数量精简以及碱回收系统建设），我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 4.8/9.6/12.0 亿元，对应 PE 为 11X/6X/5X 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**白卡纸下游需求不及预期，原材料成本大幅上涨。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	18693	21199	23840	26641
增长率 (%)	1.8	13.4	12.5	11.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	182	484	963	1203
增长率 (%)	-20.3	166.3	98.8	25.0
每股收益 (元)	0.14	0.36	0.72	0.90
PE	31	11	6	5
PB	0.8	0.8	0.7	0.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 8 月 30 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

4.16 元



分析师 徐皓亮

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

相关研究

- 1.博汇纸业 (600966.SH) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：全年盈利逐季改善，静待产能消化显现行业弹性-2024/04/30
- 2.博汇纸业 (600966.SH) 2023 年三季报点评：产品升级战略效果逐步凸显，公司盈利逐季改善-2023/10/30
- 3.博汇纸业 (600966.SH) 2023 年半年报点评：纸价企稳成本下行盈利逐季改善，产品升级产能扩张带来新增量-2023/08/31
- 4.博汇纸业 (600966.SH) 2023H1 业绩预告点评：成本快速下行，23Q2 盈利优于预期-2023/07/16
- 5.博汇纸业 (600966.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：不破不立，23Q1 盈利见底-2023/04/22

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	18693	21199	23840	26641
营业成本	16668	18655	20519	22778
营业税金及附加	68	85	95	107
销售费用	180	212	238	266
管理费用	558	636	715	799
研发费用	718	721	858	986
EBIT	688	913	1439	1734
财务费用	447	277	268	272
资产减值损失	-6	-34	-38	-42
投资收益	-29	-21	24	27
营业利润	255	580	1157	1447
营业外收支	-36	3	3	3
利润总额	219	583	1160	1450
所得税	37	99	197	246
净利润	182	484	963	1203
归属于母公司净利润	182	484	963	1203
EBITDA	1420	1650	2262	2623

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3427	4106	3755	5060
应收账款及票据	1047	815	916	1024
预付款项	268	541	595	661
存货	2496	4259	4685	5200
其他流动资产	1047	1287	1405	1529
流动资产合计	8284	11008	11355	13474
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	10875	11873	12816	12752
无形资产	324	326	326	325
非流动资产合计	13891	13798	13710	13644
资产合计	22176	24807	25065	27117
短期借款	4829	4829	4829	4829
应付账款及票据	5498	7206	7927	8799
其他流动负债	2388	2896	1569	1740
流动负债合计	12716	14931	14325	15368
长期借款	1754	1701	1701	1701
其他长期负债	1037	1060	1059	1058
非流动负债合计	2791	2762	2761	2759
负债合计	15507	17693	17085	18127
股本	1337	1337	1337	1337
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	6669	7114	7980	8990
负债和股东权益合计	22176	24807	25065	27117

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	1.80	13.41	12.46	11.75
EBIT 增长率	15.27	32.66	57.51	20.55
净利润增长率	-20.27	166.26	98.82	25.02
盈利能力 (%)				
毛利率	10.83	12.00	13.93	14.50
净利润率	0.97	2.28	4.04	4.52
总资产收益率 ROA	0.82	1.95	3.84	4.44
净资产收益率 ROE	2.73	6.81	12.06	13.39
偿债能力				
流动比率	0.65	0.74	0.79	0.88
速动比率	0.41	0.40	0.40	0.48
现金比率	0.27	0.28	0.26	0.33
资产负债率 (%)	69.93	71.32	68.16	66.85
经营效率				
应收账款周转天数	20.44	14.00	14.00	14.00
存货周转天数	54.65	84.00	84.00	84.00
总资产周转率	0.83	0.90	0.96	1.02
每股指标 (元)				
每股收益	0.14	0.36	0.72	0.90
每股净资产	4.99	5.32	5.97	6.73
每股经营现金流	1.58	1.35	1.68	1.95
每股股利	0.03	0.07	0.14	0.18
估值分析				
PE	31	11	6	5
PB	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	8.55	7.36	5.36	4.63
股息收益率 (%)	0.71	1.74	3.46	4.33

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	182	484	963	1203
折旧和摊销	732	736	824	889
营运资金变动	751	174	136	190
经营活动现金流	2119	1810	2249	2609
资本开支	-275	-731	-732	-820
投资	3	0	0	0
投资活动现金流	-272	-703	-708	-793
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-395	-72	-1479	-1
筹资活动现金流	-1280	-427	-1893	-511
现金净流量	561	679	-352	1305

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026