

博汇纸业(600966)

报告日期: 2024年11月01日

Q3 盈利承压, 静待需求修复

——博汇纸业点评报告

投资要点

基本事件

2024Q1-Q3 公司营收 139.67 亿元 (同比+2.12%), 归母净利润 1.49 亿元, 扣非归母净利润 1.19 亿元, 同比扭亏; 24Q3 营收 47.05 亿元 (同比-6.29%), 归母净利润 1813 万元 (同比-92.85%), 扣非归母净利润 1019 万元 (同比-95.78%)。

24Q3 盈利承压, 期待需求修复

24Q3 为包装需求淡季&浆价震荡走弱, Q3 白卡纸市场均价 4391 元/吨 (同比+0.25%、环比-0.59%); 24Q2 阔叶浆外盘 742 美金/吨 (环比+14.22%), 考虑原材料库存周期, Q3 实际入库用浆成本环比走高, 纸品盈利能力环比下滑, 公司凭借出口高毛利产品&山东差异化产品拉高盈利水平, 行业盈利底部承压背景下实现正向盈利。展望 24Q4, 白卡纸头部厂家计划 11 月联合挺价, 且入库成本有望环比下降, 期待 Q4 盈利环比修复。

盈利能力同比下降, 期间费用控制良好

(1) 利润率: 2024Q3 公司销售毛利率 9.79% (同比-6.03pct, 环比+0.49%), 归母净利率 0.39% (同比-4.66pct, 环比-0.24pct), 主要系原材料价格上涨而产品价格承压下行。

(2) 期间费用率: 2024Q3 期间费用率 9.38% (同比+0.08pct), 销售费用率 1.00% (同比+0.03pct)、管理+研发费用率 6.02% (同比-0.76pct)、财务费用率 2.37% (同比+0.81pct)。

(3) 营运效率与现金流: 2024Q3 应收账款 11.78 亿元 (同比+1.98 亿元), 应收账款周转天数 21.51 天 (同比+3.44 天), 应付账款及票据 38.55 亿元 (同比-11.90 亿元), 存货 25.32 亿元 (同比+2.91 亿元), 存货周转天数 54.44 天 (同比-9.98 天), 经营性现金流净额 0.35 亿元 (同比-4.27 亿元)。

白卡龙头差异化产品提升, 格局中长期有望优化

公司为白卡纸龙头, 产品结构升级, 山东基地推动无菌液包、烟包、食品卡、铜卡、办公用纸、淋膜纸等差异化产品持续产量爬坡, 市场份额有望不断提升; 江苏基地努力提高自制浆的品质并优化成本结构, 通过废液的高效治理和资源回收利用, 提升经济效益与成本效率, 公司将持续推进江苏基地年产 80 万吨高档特种纸板扩建项目, 看好中长期公司龙头格局优化、盈利能力提升。

投资建议

由于白卡纸价格供需压力较大, 市场价格弱运行。我们下调公司盈利预测, 预计公司 24-26 年分别实现营收 187.30/202.71/208.42 亿元, 同比

+0.20%/+8.23%/+2.82%; 对应归母净利润分别 2.03/3.25/5.72 亿元, 同比分别 +11.48%/+60.41%/+76.01%; 对应 PE 分别为 30X/19X/11X, 维持“买入”评级。

风险提示

需求复苏低于预期, 新增产能供给过多, 产品价格下跌, 原材料大幅波动。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 史凡可

执业证书号: S1230520080008
shifanke@stocke.com.cn

分析师: 洪百慧

执业证书号: S1230524090012
hongbaihui@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 4.61
总市值(百万元)	6,162.85
总股本(百万股)	1,336.84

股票走势图



相关报告

- 《24Q2 产销增长靓丽, 静待 H2 旺季景气修复》2024.08.31
- 《23Q4 环比改善, 24 年静待需求修复》2024.05.09
- 《Q3 利润加速修复, Q4 持续改善可期》2023.11.02

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	18,693	18,730	20,271	20,842
(+/-) (%)	1.80%	0.20%	8.23%	2.82%
归母净利润	182	203	325	572
(+/-) (%)	-20.27%	11.48%	60.41%	76.01%
每股收益(元)	0.14	0.15	0.24	0.43
P/E	33.89	30.40	18.95	10.77

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	8,284	10,767	11,213	13,248
现金	3,427	5,959	5,455	7,951
交易性金融资产	37	37	37	37
应收账款	1,047	1,065	1,758	1,250
其它应收款	143	257	230	246
预付账款	268	333	300	322
存货	2,496	2,798	3,116	3,125
其他	867	317	317	317
非流动资产	13,891	13,767	13,880	13,775
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	10,875	10,470	10,313	10,366
无形资产	324	357	386	410
在建工程	2,059	2,302	2,677	2,533
其他	633	639	504	465
资产总计	22,176	24,535	25,093	27,023
流动负债	12,716	14,872	15,105	16,463
短期借款	4,829	5,623	6,418	6,924
应付款项	5,498	6,613	6,139	6,945
预收账款	0	0	0	0
其他	2,388	2,635	2,548	2,594
非流动负债	2,791	2,791	2,791	2,791
长期借款	1,754	1,754	1,754	1,754
其他	1,037	1,037	1,037	1,037
负债合计	15,507	17,663	17,896	19,255
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	6,669	6,871	7,197	7,769
负债和股东权益	22,176	24,535	25,093	27,023

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,119	2,625	(101)	2,812
净利润	182	203	325	572
折旧摊销	732	819	883	712
财务费用	362	157	181	200
投资损失	29	51	49	46
营运资金变动	751	1,411	(1,511)	1,313
其它	63	(15)	(27)	(31)
投资活动现金流	(272)	(731)	(1,017)	(622)
资本支出	(275)	(641)	(896)	(521)
长期投资	3	(39)	(73)	(54)
其他	0	(51)	(49)	(46)
筹资活动现金流	(1,280)	637	614	306
短期借款	(70)	794	794	506
长期借款	(460)	0	0	0
其他	(750)	(157)	(181)	(200)
现金净增加额	561	2,532	(504)	2,497

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	18,693	18,730	20,271	20,842
营业成本	16,668	17,017	18,356	18,598
营业税金及附加	68	82	86	85
营业费用	180	94	145	151
管理费用	558	582	616	634
研发费用	718	706	788	799
财务费用	447	54	2	36
资产减值损失	(6)	0	0	0
公允价值变动损益	(1)	0	0	0
投资净收益	(29)	(51)	(49)	(46)
其他经营收益	201	74	102	137
营业利润	255	234	360	660
营业外收支	(36)	0	0	0
利润总额	219	234	360	660
所得税	37	31	35	88
净利润	182	203	325	572
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	182	203	325	572
EBITDA	1,420	1,142	1,266	1,424
EPS (最新摊薄)	0.14	0.15	0.24	0.43

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	1.80%	0.20%	8.23%	2.82%
营业利润	11.41%	-8.50%	54.10%	83.39%
归属母公司净利润	-20.27%	11.48%	60.41%	76.01%
获利能力				
毛利率	10.83%	9.14%	9.45%	10.77%
净利率	0.97%	1.08%	1.60%	2.75%
ROE	2.73%	2.95%	4.52%	7.37%
ROIC	3.86%	1.78%	2.05%	3.43%
偿债能力				
资产负债率	69.93%	71.99%	71.32%	71.25%
净负债比率	70.18%	42.82%	58.93%	28.97%
流动比率	0.65	0.72	0.74	0.80
速动比率	0.41	0.49	0.50	0.58
营运能力				
总资产周转率	0.83	0.80	0.82	0.80
应收账款周转率	19.72	23.07	22.28	21.59
应付账款周转率	5.07	5.46	5.35	5.29
每股指标(元)				
每股收益	0.14	0.15	0.24	0.43
每股经营现金	1.58	1.96	-0.08	2.10
每股净资产	4.99	5.14	5.38	5.81
估值比率				
P/E	33.89	30.40	18.95	10.77
P/B	0.92	0.90	0.86	0.79
EV/EBITDA	9.14	7.97	8.22	5.91

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>