



分析师：徐皓亮

执业证号：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

➤ **事件。**博汇纸业发布 2023 年中报，2023H1 实现营收/归母净利润/扣非净利润 86.57/-3.46/-4.53 亿元，同比减少 2.38%/180.07%/204.09%；23Q2 实现营收/归母净利润/扣非净利润 44.96/1.51/0.95 亿元，同比减少 4.93%/40.15%/63.57%。

➤ **产量持续增长，纸价下行收入同比略降。**23H1 公司共生产机制纸 198.57 万吨，同比增长 13%，销售机制纸 194.99 万吨，同比增长 19%，实现营业收入 86.57 亿元，同比减少 2.38%，主因 23H1 消费需求恢复不及预期叠加纸浆价格下行（23H1 阔叶浆/针叶浆价格同比分别下降 15.91%/14.50%）无法有效支撑纸价，导致白卡/箱板纸有不同幅度下行，其中 23H1 白卡纸/箱板纸/双胶纸价格同比分别变动-25.01%/-22.27%/+4.70%。

➤ **白卡纸价格逐步企稳，低价浆入库盈利环比大幅改善。**2023 上半年公司归母净利润/扣非后归母净利润-3.46/-4.53 亿元，同比降低 180.07%/204.09%，毛利率/净利率为 4.32%/-4.00%，同比降低 12.68/8.88pct，主因上半年纸价下行叠加高价浆仍处消化周期导致盈利承压。23Q2 单季度实现归母净利润/扣非后归母净利润 1.51/0.95 亿元，同比降低 40.15%/63.57%，Q2 单季度毛利率/净利率为 12.58%/3.35%，同比-6.24/-1.98pct，环比提升 17.18/15.29pct，主因伴随纸浆价格在 5 月探底，低价浆陆续入库且公司采取提高机台设备综合效率、提升运营水平等措施使得公司吨纸成本得到改善。23H1 公司销售/管理/研发/财务费用率为 0.97%/3.24%/3.33%/3.17%，同比 +0.33/-0.40/-0.05/+1.61pct，财务费用率增加主因汇损及利息支出增加所致。现金流方面，公司 2023 上半年经营性现金流量净额 4.84 亿元，同比下降 25.70%，主因公司销量增长原材料需求提升导致购买商品、接受劳务支付的现金提升。

➤ **产品升级叠加需求转好，看好公司下半年盈利逐季转好。**23Q2 白卡纸价格环比下降 9.67%，但自 2023 年 7 月 28 日持续上行，截至 8 月，均价已上涨 220 元至 4380 元/吨，白卡纸价格止住下行趋势。同时公司用高毛利、差异化产品（例如液包产品）部分抵消市场环境对纸价下跌带来的不利影响；烟包行业上半年因客户设备升级改造，抑制部分用纸需求，但烟卡全年需求相对稳定，改版后下半年需求有望明显恢复；箱板纸上半年受行业新增产能影响，叠加关税下调为 0，进口提升（23H1 箱板纸累计进口 172.8 万吨，同比增长 63%。）纸价下行，进入下半年，随着政府发布《关于恢复和扩大消费的措施》等刺激扩大消费的政策落地，箱板纸需求特别是中高端箱板纸需求有望在传统旺季到来时有所恢复；文化纸方面国内需求较为稳定，国内纸价较欧洲地区有较强竞争优势，23H1 文化纸出口量为 55.23 万吨，同比提升 62.49%，下半年国内纸厂仍具出口竞争优势，需求端教辅教材招标订单刚需托底，且社会渠道库存相对低位（截至 2023

推荐

维持评级

当前价格：

6.40 元

相关研究

1.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-2
023/07/16

2.博汇纸业 (600966.SH) 2022 年年报及 2
023 年一季报点评：不破不立，23Q1 盈利见
底-2023/04/22

3.博汇纸业 (600966.SH) 2022 年业绩预告
点评：受疫情拖累 22Q4 不及预期，2023 年
顺周期下业绩弹性可期-2023/01/31

年 8 月 25 号双胶纸库存为 37.68 万吨，三年百分位为 18.7%，看好文化纸方面稳定贡献利润。

➤ **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（例如增加二维码）；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液包客户认可；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 机台升级改造持续提升产能），我们预计 2023 年增加 45 万吨文化纸产能，2024 年增加 80 万吨特种纸产能。市场中小产能开工率普遍偏低，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以及原材料价格见底，我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 2.02/9.60/12.68 亿元，对应 PE 为 42X/9X/7X，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	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	18,362	19,999	22,979	25,690
增长率（%）	12.8	8.9	14.9	11.8
归属母公司股东净利润（百万元）	228	202	960	1,268
增长率（%）	-86.6	-11.2	374.4	32.1
每股收益（元）	0.17	0.15	0.72	0.95
PE	38	42	9	7
PB	1.3	1.3	1.1	1.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 31 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	18,362	19,999	22,979	25,690
营业成本	16,223	17,914	19,736	21,840
营业税金及附加	86	80	92	103
销售费用	125	200	230	257
管理费用	556	600	689	771
研发费用	743	600	689	771
EBIT	597	627	1,567	1,976
财务费用	321	311	295	298
资产减值损失	-28	-33	-36	-40
投资收益	-54	-20	23	26
营业利润	229	263	1,259	1,664
营业外收支	-4	3	3	3
利润总额	225	266	1,262	1,667
所得税	-3	64	302	398
净利润	228	202	960	1,268
归属于母公司净利润	228	202	960	1,268
EBITDA	1,408	1,468	2,524	3,015

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,456	3,296	3,032	4,495
应收账款及票据	849	769	883	987
预付款项	216	520	572	633
存货	3,728	4,090	4,506	4,986
其他流动资产	1,385	1,274	1,406	1,527
流动资产合计	8,635	9,948	10,399	12,629
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	10,059	11,485	12,871	12,789
无形资产	314	316	316	315
非流动资产合计	14,144	14,116	14,001	13,918
资产合计	22,779	24,064	24,400	26,547
短期借款	4,899	4,899	4,899	4,899
应付账款及票据	6,239	6,920	7,624	8,437
其他流动负债	1,998	2,850	1,542	1,703
流动负债合计	13,136	14,669	14,065	15,039
长期借款	2,214	1,983	1,983	1,983
其他长期负债	910	738	738	738
非流动负债合计	3,124	2,721	2,721	2,721
负债合计	16,261	17,390	16,786	17,760
股本	1,337	1,337	1,337	1,337
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	6,518	6,674	7,614	8,787
负债和股东权益合计	22,779	24,064	24,400	26,547

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	12.81	8.92	14.90	11.80
EBIT 增长率	-76.08	4.91	150.10	26.11
净利润增长率	-86.63	-11.24	374.43	32.08
盈利能力 (%)				
毛利率	11.65	10.43	14.11	14.99
净利润率	1.24	1.01	4.18	4.94
总资产收益率 ROA	1.00	0.84	3.94	4.78
净资产收益率 ROE	3.50	3.03	12.61	14.44
偿债能力				
流动比率	0.66	0.68	0.74	0.84
速动比率	0.31	0.34	0.35	0.44
现金比率	0.19	0.22	0.22	0.30
资产负债率 (%)	71.39	72.27	68.79	66.90
经营效率				
应收账款周转天数	16.89	14.00	14.00	14.00
存货周转天数	83.88	84.00	84.00	84.00
总资产周转率	0.86	0.85	0.95	1.01
每股指标 (元)				
每股收益	0.17	0.15	0.72	0.95
每股净资产	4.88	4.99	5.70	6.57
每股经营现金流	0.13	1.53	1.77	2.11
每股股利	0.02	0.02	0.07	0.09
估值分析				
PE	38	42	9	7
PB	1.3	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	9.90	9.50	5.53	4.63
股息收益率 (%)	0.29	0.24	1.12	1.48

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	228	202	960	1,268
折旧和摊销	811	841	957	1,039
营运资金变动	-1,303	719	111	170
经营活动现金流	180	2,051	2,371	2,822
资本开支	-1,501	-797	-838	-954
投资	39	0	0	0
投资活动现金流	-1,458	-731	-815	-928
股权募资	0	0	0	0
债务募资	1,879	-98	-1,466	0
筹资活动现金流	1,189	-480	-1,821	-430
现金净流量	-65	840	-265	1,463

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。	公司评级	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