

造纸Ⅲ



雒雅梅

造纸行业研究员

021-38565935

博汇纸业（600966）

市场情况好于预期

——调研信息速递

推荐（维持）

市场数据

报告日期	2009-2-16
收盘价(元)	7.12
52周最高/最低(元)	27.19/3.96
总股本(百万股)	504.58
流通股本(百万股)	369.52
总市值(百万元)	3592.58
流通市值(百万元)	2630.98
每股净资产(元)	4.86

股价走势



相关报告

投资要点

- **市场节奏把握较好。**公司在 08 年 7 月份市场高点时加大销售力度，8-9 月份，行业景气回落，公司及时采取了减产措施，9 月中旬至 10 月初全部生产线停产半个月，之后陆续恢复生产。1 月份，市场“底部”特征显露，公司又加大了原材料储备，并通过签订期货订单以锁定成本。
- **纸种结构好。**主导产品文化纸和白卡纸占公司总产能的 65%。文化纸受益于国家节能减排政策，是当前价格最为“坚挺”的纸种；卡纸中烟卡下游需求稳定，受金融危机冲击较小，并且烟草行业变革也将给烟卡行业龙头带来一定的发展机遇。
- **箱板纸业务好于预期。**08 年开工率保持在高位，市场销量较好，主要原因是行业景气下滑使得运输成本占比升高，导致玖龙、理文等箱板纸龙头不堪重负而退出北方市场，空出的市场份额主动让位给博汇、晨鸣等当地企业。
- **石膏护面纸前景看好：**08 年价格降幅较小，所受金融危机影响主要来自销量。其根源是房地产行业景气下滑导致公司石膏护面纸业务销量大幅下滑。但由于公司在这一领域具有先发优势和垄断优势，长远来看，随着房地产市场的逐渐复苏，这块业务可能成为业绩的一大亮点。
- **业绩预测：**我们预计公司 08-10 年的 EPS 分别为 0.61 元、0.57 元、0.72 元，对应 EPS 分别为 12.5X、13.3X、10.6X；PB 为 1.5X，当前估值相对较低，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**由于判断市场底部已基本确立，公司于 1 月份加大了原材料储备，未来如果浆价继续大幅走低，则对公司业绩将产生较大冲击。

综合本次调研信息，总体我们认为，公司当前情况好于预期。主要体现在以下两方面：

市场节奏把握较好

与同行业相比，公司积极采取措施应对金融危机，市场节奏踩踏较准，存货相对较少。表现如下：公司在 08 年 7 月份市场高点时开始加大销售力度，当时文化纸价格最高达到 7000 元/吨，8-9 月份，行业景气回落，销量减少，公司及时采取了减产措施，在管理层的正确领导下，从 9 月中旬至 10 月初全部生产线停产半个月，之后陆续恢复生产，至 09 年 1 月份已全线恢复生产。

从开工率情况来看，08 年 10 月中旬-11 月开工率仅 80%，全年开工率为 94%，当前开工率已恢复至 100%。当前，原材料和纸价已呈现止跌企稳迹象，市场“底部”特征较为明显，在此情况下，公司又加大了原材料储备，并通过签订期货订单以锁定成本。

从库存情况来看，公司“去库存”成效显著，前期原材料库存已于 1 月上旬基本消化完毕，当前约 1 万吨，已恢复至正常水平。产成品中，文化纸为 1.3 万吨，库存下降 35%；卡纸 1.4 万吨，下降 30%；石膏护面纸 0.8 万吨，下降 47%；箱板纸 0.7-0.8 万吨，下降 46%。

纸种结构好

主导产品文化纸和白卡纸占公司总产能的 65%。从文化纸来看，由于受益于国家节能减排政策，文化纸已显示出一定的抗跌性，是当前价格最为“坚挺”的纸种，未来随着国家环保政策的持续推进，文化纸仍值得长期看好。

从卡纸情况来看，虽然卡纸前期跌幅较深，但主要是受社会卡下游需求大幅萎缩的影响。而烟卡行业下游主要为烟标企业（如劲嘉股份），需求稳定，受金融危机冲击较小。更为重要的是，当前国家正在推动烟草行业整合，我们认为，烟草行业变革也将进一步带动上游烟卡行业的整合，龙头公司无疑将成为这一过程中的最大受益者。公司当前烟卡产能为 18 万吨，占公司总产能的 21%，市场份额为 10%以上，业内居前。在当前社会卡毛利率已下滑至 13%时，而烟卡毛利率仍然保持在 20%以上。因此，我们对公司此块业务的市场前景仍然看好。

此外，从我们调研了解到的情况来看，公司另外两块业务箱板纸和石膏护面纸的市场情况也好于预期。

箱板纸：08 年开工率保持在高位，市场销量较好，主要原因是由于行业景气下滑使得运输成本占比升高，导致玖龙、理文等箱板纸龙头不堪重负而退出北方市场，空出的市场份额主动让位给博汇、晨鸣等当地企业。

石膏护面纸：08 年价格降幅较小，所受金融危机影响主要来自于销量。其根源是房地产行业景气下滑导致公司石膏护面纸业务销量大幅下滑。但由于石膏护面纸原材料废纸价格已大幅下降，因此公司此块业务的盈利能力提升潜力较大。此外，公司石膏护面纸当前产能 15 万吨，市场份额 25%，位居第二，仅次于华润纸业，二者合占石膏护面纸市场的 58%。长远来看，我们认为，随着房地产市场的逐渐

复苏，公司在这一领域的先发优势和垄断优势将逐渐凸显，进而可能成为公司业绩的一大亮点。

综合以上调研信息，我们预计公司 08-10 年的 EPS 分别为 0.61 元、0.57 元、0.72 元，对应 EPS 分别为 12.5X、13.3X、10.6X；PB 为 1.5X，当前估值相对较低，维持“推荐”评级。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部**机构销售负责人**

郭 锐 电话: 021-38565929 Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍 电话: 021-38565916 Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉 电话: 021-38565911 Email: yinli@xyzq.com.cn

北京、广东地区销售经理

严长胜 电话: 021-38565936 Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华 电话: 021-38565933 Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜 电话: 021-38565936 Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦 电话: 021-38565941 Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱 电话: 021-38565915 Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。