

行业尚未回暖 09 年增长缺乏亮点

博汇纸业 (600966)

评级: 中性 (首次)

股价: 6.69 元

调研快报

2009 年 3 月 5 日 星期四

消费品小组

张先萍

021-50586660-8633

zxp@longone.com.cn

纺织及轻工行业

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

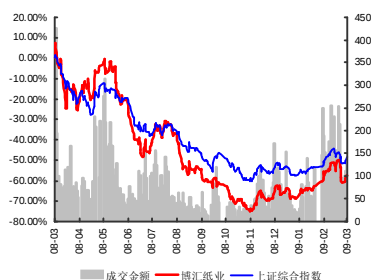
重要数据

总股本(亿股)	5.045
流通股本(亿股)	3.695
总市值(亿元)	33.75
流通市值(亿元)	18.64

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	-0.59	-6.46
3 个月	17.57	7.55
6 个月	2.29	1.45

个股相对上证综指走势图



投资要点

- q 纸张价格仍在底部, 回暖取决于经济走势。08 年四季度由于纸产品价格大幅下跌, 出现了全行业亏损。目前纸张价格仍处于底部, 整个行业的回暖将取决于整个经济的走势。
- q 09 年业绩增长缺乏亮点。受行业造纸产品价格降幅较大影响, 08 年下半年公司主要产品的收入和毛利率均明显下滑。09 年公司的产能不会增加, 35 万吨的高档包装纸产能将在 10 年释放。在产能没有扩张, 整个行业回暖还没有形成明显趋势的情况下, 公司 09 年的业绩增长缺乏亮点。
- q 估值。在一系列假设之下我们预期 09 年/10 年销售收入 29.86 亿元/39.90 亿元, 分别增长-9.79%/33.6%, 实现净利润 1.99 亿元/2.67 亿元, 分别增长-21.2%和 33.7%, 预期每股收益 0.40 元/0.53 元。目前股价对应 08 年、09 年的 PE 为 13.4/16.7 倍。
- q 投资建议。将公司目前的 PE 和 PB 同公司历史 PE 和 PB 的中位数和最低值相比, 并通过研究发现 1998-1999 年通缩背景下造纸企业相对大盘的估值折价, 我们认为公司目前估值较高, 缺乏安全边际, 给予“中性”评级。
- q 风险因素: 宏观经济形势的不确定性, 产品价格的不确定, 下游需求会否受到经济的不利影响, 投产项目进度是否顺利。

主要财务指标

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	3,167.60	3,310.67	2,986.56	3,990.04	4,588.55
营业收入增长率(%)	20.30	4.52	-9.79	33.60	15.00
营业利润(百万元)	278.45	346.37	281.94	382.44	463.60
营业利润增长率(%)	24.38	24.39	-18.60	35.65	21.22
净利润(百万元)	197.85	253.71	199.82	267.22	323.93
净利润增长率(%)	35.17	28.23	-21.24	33.73	21.22
营业利润率(%)	6.25	7.66	6.69	6.70	7.06
净资产收益率(%)	8.75	10.22	7.53	9.28	10.27
每股收益(元)	0.63	0.50	0.40	0.53	0.64
每股净资产(元)	7.77	5.37	5.75	6.27	6.89
PE (X)	10.62	13.38	17.4	12.62	10.45
PB (X)	0.89	1.25	1.16	1.07	0.97

1. 价格仍在底部，回暖取决于经济大势

08 年四季度造纸行业纸张价格较大幅度的下降和高价库存（见图 1-3），造成了行业亏损，而据我们调研典型的造纸上市公司也都在四季度出现亏损。目前纸张价格仍处于价格底部，而整个行业的回暖将取决于经济形势的改观（见图 4）。

图 1. 浆价在 08 年 10、11 月下降明显

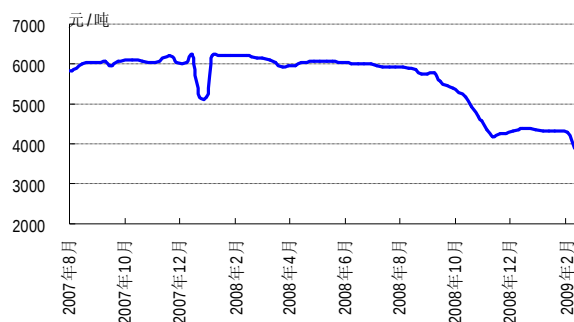
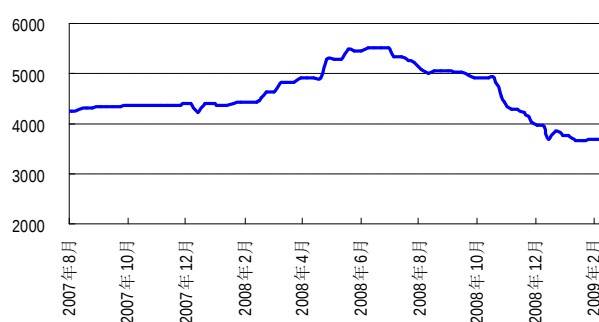
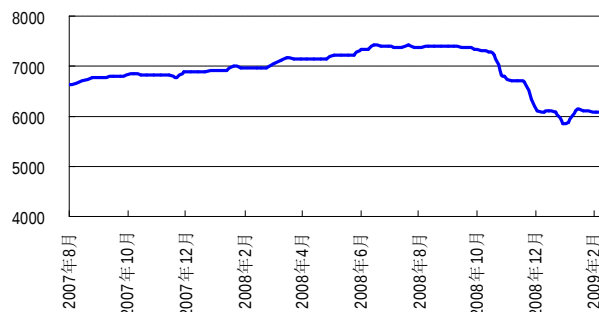
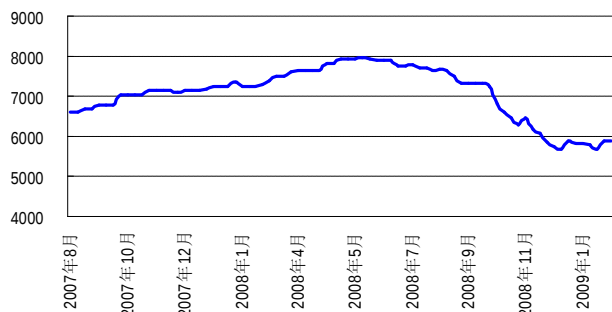


图 2. 白板纸价格从 08 年 10 月下降明显



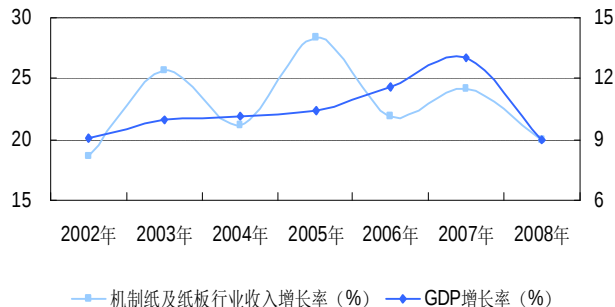
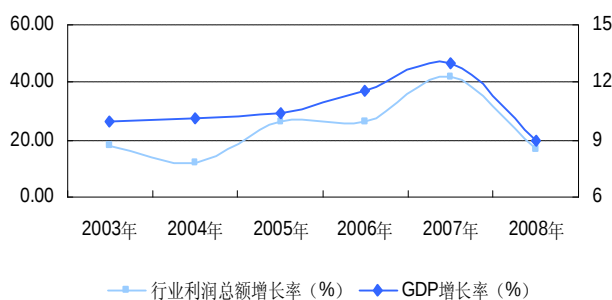
资料来源：纸业联讯、东海证券研究所

图 3. 白卡纸和双胶纸价格从 08 年 10 月下降明显



资料来源：纸业联讯、东海证券研究所

图 4. 造纸行业与宏观经济相关



资料来源：wind 资讯、东海证券研究所

2. 博汇 09 年业绩增长缺乏亮点

通过对公司 08 年的经营状况分析，下半年公司的主要产品白卡、书写纸、箱板纸的收入增速和毛利率均明显回落（见表 1），主要原因在于造纸产品价格大幅回落和企业消化高价库存。

表1. 08 年博汇主要产品财务分析

产品品种	08H1 收入 (亿元)	08H2 收入 (亿元)	H1 收入同比 增速(%)	H2 收入同比 增速(%)	H1 毛利率 (%)	H2 毛利率 (%)
白卡纸	7.45	5.38	26.34	-24.52	24.96	17.58
书写纸	5.81	4.57	16.27	-20.65	24.84	20.84
箱板纸	2.54	2.24	-2.43	-14.99	10.27	9.62

资料来源：公司公告、东海证券研究所

新建的化学浆线由于浆价降幅较大，所以 08 年实际收益只有计划的一半。08 年投产的 15 万吨石膏护面纸在 08 年销售 11 万吨左右。而据我们此次调研了解，由于目前受下游需求的影响，部分客户的长单已改为小单，增加了公司业绩增长的不确定性。

09 年产能无增长。公司 08 年机制纸产量在 73 万吨，这次调研我们了解到 09 年公司产能不会有所增加，新增产能项目 35 万吨高档包装纸项目最快将于 09 年底投产，这部分产能将在 10 年所有释放。

对于公司 09 年的业绩，我们的看法是在产能没有扩张，整个行业回暖还没有形成明显趋势的情况下，公司 09 年的业绩增长缺乏亮点。

3. 估值

估值假设：

1、09 年由于经济增速的放缓，造纸行业整体增速放缓。10 年行业会有所好转。

2、09 年白卡销售均价 5500 元/吨，文化纸销售均价 4200 元/吨，箱板纸销售均价 3000 元/吨。10 年销售价格上升 10%。

3、09 年销量方面由于烟卡销量较稳定，假设销量与 08 年相当。其它品种销售数量同比减少 5%。10 年 35 万吨产能逐步释放。

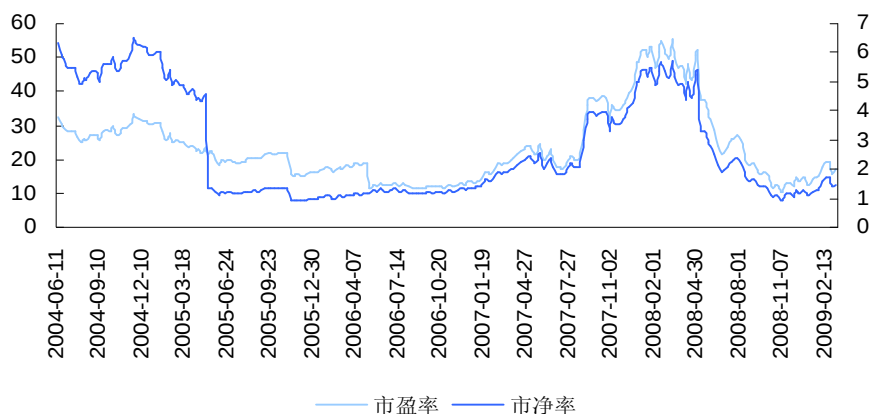
在以上假设基础上，我们预期 09 年/10 年销售收入 29.86 亿元/39.90 亿元，分别增长-9.79%/33.6%，实现净利润 1.99 亿元/2.67 亿元，分别增长-21.2%和 33.7%，预期每股收益 0.40 元/0.53 元。目前股价对

应 08 年、09 年的 PE 为 13.4/16.7 倍。

4. 投资建议

对于公司自上市以来到目前为止的 PE 和 PB 研究发现，这几年公司 PE 和 PB 的中位值分别为 22 倍和 1.17 倍，PE 和 PB 的最低值为 10.46 倍和 0.92 倍，目前公司的 PE 和 PB 分别为 17 倍和 1.49 倍（见图 5）。

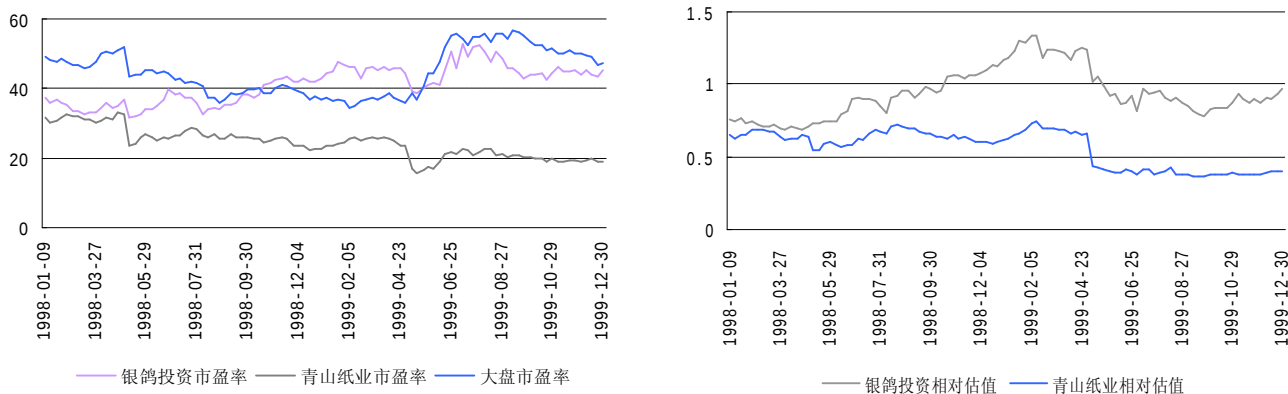
图 5. 博汇 PE 和 PB 情况



资料来源: wind 资讯、东海证券研究所

通过对 1998-1999 年通缩背景下造纸行业典型公司相对于大盘的估值研究，我们发现造纸类企业相对于大盘估值在通缩经济背景下的估值基本呈现折价状态（见图 6）。我们认为 09 年大盘的合理市盈率在 15-17 倍左右，考虑到造纸企业在经济通缩情况下相对大盘估值的折价，我们认为公司目前的估值水平较高，缺乏安全边际，给予“中性”评级。

图 6. 1998-1999 年造纸企业相对大盘估值



资料来源: wind 资讯、东海证券研究所

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

张先萍: 纺织及轻工行业分析师, 东华大学服装工程学士、复旦大学经济学硕士, 法国 EDHEC 商学院交流学习一年, 两年行业工作经验

重点跟踪公司: 七匹狼, 报喜鸟, 美邦服饰, 鲁泰 A, 雅戈尔, 宜科科技, 伟星股份, 晨鸣纸业, 博汇纸业

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122