

朱嘉

50588666-8040

zhujia@ccnew.com

2009 年 3 月 9 日

稳健经营抵御行业下滑周期

——博汇纸业（600966）深度调研报告

公司评级：“买入”（调高）

公司调研报告(中证研 20090324 号)

造纸行业

盈利预测

	2008	2009E	2010E
营业收入（百万元）	3310.67	2967.50	3948.52
增长率（%）	4.52	(10.37)	33.06
净利润（百万元）	253.71	217.15	287.61
增长率（%）	37.02	(14.41)	32.45
每股收益（元）	0.503	0.43	0.57
市盈率	14.39	15.21	11.47

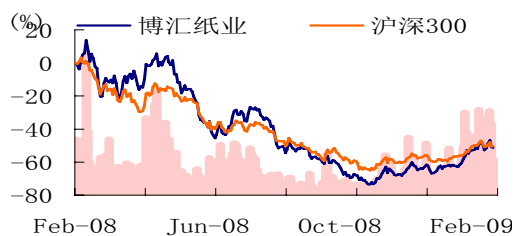
市场数据（2009 年 03 月 09 日）

收盘价（元）	6.54
年内最高/最低（元）	27.54/3.90
上证指数	2193.01
市净率	1.33
流通市值（亿元）	24.17

基础数据（2008 年 12 月 31 日）

每股净资产（元）	4.92
净资产收益率（%）	10.22
每股经营现金流（元）	0.96
总股本（亿股）	5.05
流通股（亿股）	3.70

个股相对沪深 300 指数走势



联系人：马敬琦

电话：021-50588666-8038 传真：021-50587779

地址：上海浦东世纪大道 1600 号浦项商务广场 18F

邮编：200122

投资要点：

- 公司拥有纸浆产能 40 万吨/年，造纸产能近 80 万吨/年，主要产品为白卡纸、文化纸和工业用纸等。此外，公司 35 万吨涂布白卡纸项目将于 2010 年 4 月左右投产，届时公司总产能将达到 120 万吨左右。
- 08 年公司实现营业收入 33.11 亿元，比上年增长 4.52%；实现营业利润 3.46 亿元，比上年增长 24.39%；利润总额为 3.47 亿元，比上年增长 25.91%；归属于母公司股东的净利润 2.54 亿元，比上年增长 28.23%；EPS 为 0.50 元。
- 公司主要产品—文化纸的消费较为刚性，受经济下滑的影响程度较小，后期将依然保持较高的盈利水平。公司拥有文化纸产能 25 万吨/年，毛利率为 16-17% 左右。此外，公司拥有大约 12 万吨/年的草浆产能，因而公司的文化纸拥有较强的竞争力和盈利能力。我们认为后期随着经济的逐步回暖，公司文化纸的价格和盈利能力有望稳步上升。
- 公司另一主要产品—白卡纸中烟卡的消费量较为刚性，而社会卡消费增速受经济周期的影响较大，同时新增产能集中释放导致社会卡的景气度下滑明显。新增产能以及库存通过 08 年下半年至今这段时间的消化，现在已经逐步达到了一定的平衡，白卡纸价格也趋于稳定，后期价格及毛利率有望随经济回暖而回升。公司白卡纸产能达到了 25 万吨/年，其中烟卡产量占公司白卡纸产量的 70% 左右，居国内企业首位。
- 影响公司股价的重要因素：1、白卡纸价格后期有望回升，从而提升公司的业绩；2、35 万吨涂布白卡纸项目将于 2010 年 4 月左右投产，成为公司新增利润增长点；3、公司目前正在申请高新技术企业资格，如果申请成功，公司的所得税率将下降到 15%，同时公司还可能收到国产设备退税；4、公司积极筹备“林纸一体化”项目，如果实现突破，将对公司内在价值及股价的上涨起到决定性的作用。
- 我们预计公司 09、10 年的 EPS 分别是 0.43 元和 0.57 元，对应的动态市盈率分别是 15.21 倍和 11.47 倍，调高公司投资评级至“买入”。
- 风险提示：纸品价格继续下跌的风险；宏观经济环境继续下滑将减少纸品的消费量；节能减排导致公司环保成本逐步提高。

正文目录

1、博汇纸业：稳健发展的文化纸及包装纸龙头	3
1.1 公司产权情况	3
1.2 公司经营情况良好	4
2、公司主要产品情况分析	5
2.1 文化纸依然是景气度最高的品种	5
2.2 白卡纸景气度下滑	9
3、公司财务状况分析	15
3.1 公司经营能力稳步提高	15
3.2 公司偿债能力大幅提高	16
3.3 公司期间费用率保持稳定	16
4、影响公司股价的重要因素	17
5、风险提示	17
6、盈利预测	18
7、估值及投资建议	19
7.1 相对估值	19
7.2 投资建议	20

1、博汇纸业：稳健发展的文化纸及包装纸龙头

1.1 公司基本情况

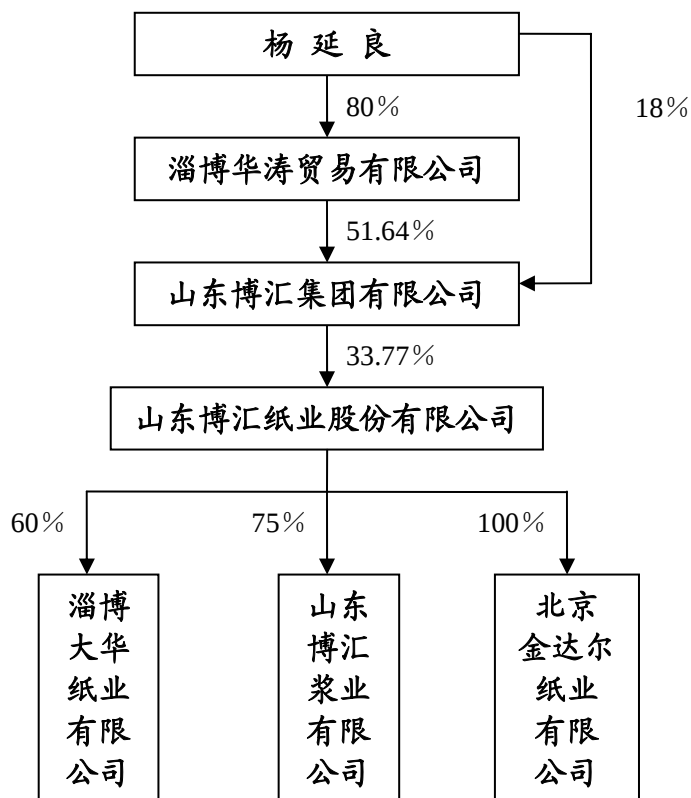
博汇纸业于2004年上市，公司主要产品为白卡纸、文化纸、箱板纸及工业用纸等，总产能达到了80万吨/年。此外，公司还拥有自制浆产能42万吨/年。

表 1：公司产品产能情况

种类	产能（万吨/年）
纸品总产能	80
白卡纸	25
文化纸	25
箱板纸	15
石膏护面纸	15
自制浆总产能	42
化机浆	20
化学浆	10
草浆	12

资料来源：中原证券研究所

图 1：公司股权结构及控制人关系图



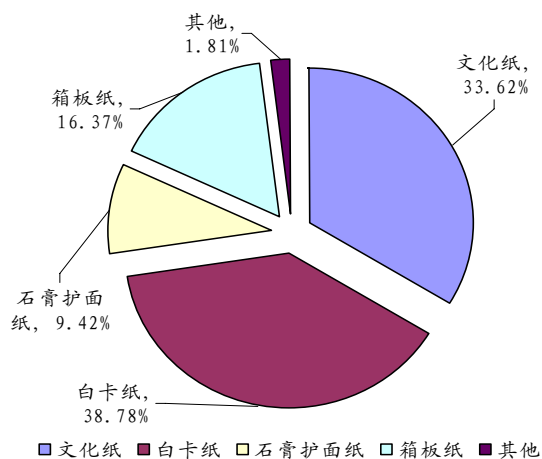
资料来源：公司公告、中原证券研究所

1.2 公司经营情况

08年公司实现营业收入33.11亿元，比上年增长4.52%；实现营业利润3.46亿元，比上年增长24.39%；利润总额为3.47亿元，比上年增长25.91%；归属于母公司股东的净利润2.54亿元，比上年增长28.23%；EPS为0.50元。

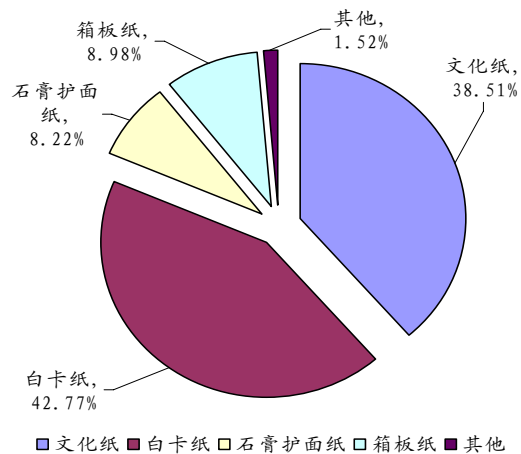
公司业绩增长的主要原因是08年前三季度公司主要产品白卡纸及文化纸的毛利率大幅提升及15万吨石膏护面纸项目全面达产形成新的利润增长点所致。此外，由于08年7月份公司就开始加大销售力度及主动减产，从而使得公司高价原材料及产成品库存较少，从而公司计提的存货跌价减值准备较少，保证了公司业绩平稳增长。

图 2：公司 08 年收入构成情况



资料来源：公司年报、中原证券研究所

图 3：公司 08 年毛利构成情况

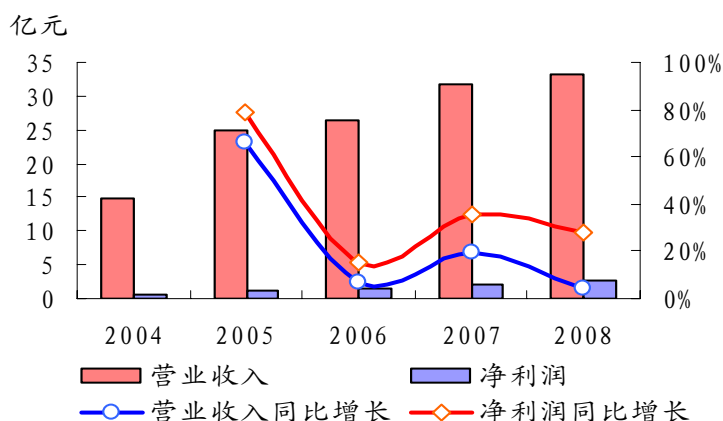


资料来源：公司年报、中原证券研究所

如图 2、图 3 所示，白卡纸和文化纸在公司收入及毛利中所占比重较大（在收入中合计占比为 72.40%，在毛利中合计占比为 81.28%），从而此两项产品的盈利情况对公司业绩的影响程度较大，我们将在后面对此两项产品的情况进行详细的分析。

公司的营业收入及净利润增长速度与公司新建项目的投产密切相关，05 年及 07 年增速较快的主要原因就在于公司新增产能的投产。而公司净利润的增速一直高于收入的增速，其主要原因是公司浆线投产以及市场情况良好导致产品毛利率提升以及公司管理水平稳步提高所致。

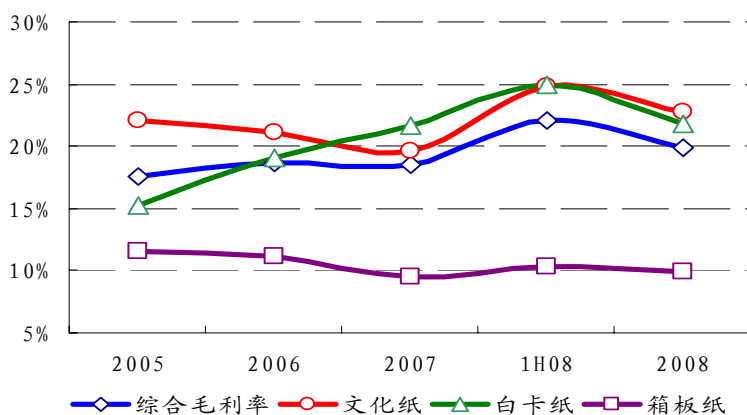
图 4：公司历年营业收入、净利润及增长率



资料来源：公司年报、中原证券研究所

从图 5 中我们可以看出，截至 08 年中期，公司整体毛利率及主要产品的毛利率近年来呈现稳步上升的态势，但在 08 年下半年公司主要产品的毛利率均出现了下降的态势，其主要原因是因为经济下滑导致需求下降以及社会库存水平较高导致产品价格大幅下跌所致。而公司一直未把箱板纸作为主要发展产品，仅仅是维持生产现状，同时公司箱板纸客户也较为稳定，因此其历年毛利率较稳定。

图 5：公司各产品历年毛利率变化情况



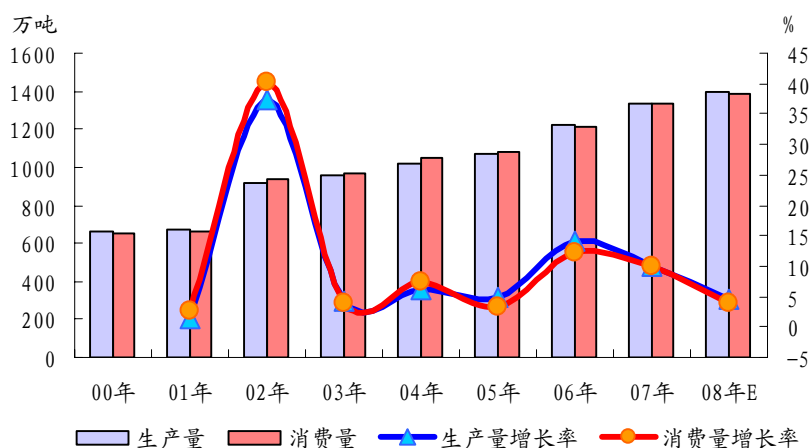
资料来源：公司年报、中原证券研究所

2、公司主要产品情况分析

2.1 文化纸依然是景气度最高的品种

文化纸包括书刊纸、双胶纸等，主要用于书刊印刷和办公等用途，下游用途决定了我国对文化纸的需求较为刚性。因文化纸的消费较为刚性，同时我国出版业受政府高度调控，因此较其他纸品而言，其受经济下滑的影响程度较小，而其消费量将随着经济增长而呈现出稳定增长的态势。

图 6：国内文化纸历年产量、消费量及增长率情况



资料来源：中国造纸协会、中原证券研究所

2.1.1 节能减排将在一定程度上减少文化纸供给

文化纸的原材料主要是草浆、苇浆及木浆，其中草浆和苇浆是被淘汰的重点且不再批准新建生产线，这将导致文化纸特别是中低档文化纸的原材料供给进一步减少，从而限制其产能的增长。

07 年 6 月，国务院制订了《节能减排综合性工作方案》，其中首次明确提出了我国“十一五”期间淘汰落后生产能力的详细目标。其中造纸行业在“十一五”期间将关闭将近 650 万吨的产能，淘汰的落后产能主要包括年产 3.4 万吨以下草浆生产装置、年产 1.7 万吨以下化学制浆生产线和排放不达标年产 1 万吨以下以废纸为原料的纸厂。我们预计，文化纸将在关闭产能中占到 40% 左右的比例。

表 2：“十一五”规划中造纸行业产能历年淘汰情况

	淘汰总产能（万吨）	淘汰文化纸产能（万吨）
2006 年	210.5	84.2
2007 年	230	92
2008 年	106.5	42.6
2009 年	50.7	20.28
2010 年	52.3	20.92

资料来源：中原证券研究所

根据造纸协会最新数据显示，造纸行业 07 年关闭的落后产能达到了 450 万吨，远远超过了计划淘汰产能，我们认为“十一五”期间造纸行业淘汰的落后产能将有可能超过计划淘汰的产能，这将在一定程度上减少今后几年纸品的供给，改善纸品市场的供需矛盾。

将于 2009 年 5 月 1 日实施的新的浆纸业废水排放标准不仅提高了排放限值，还增加了 4 项指标，总体标准大幅提高。如漂白草浆造纸企业的 COD 排放限值由原标准的 450mg/L 提高到 150mg/L，吨浆排水量由 300t 缩减至 60t。如该标准严格执行，则将继续较大幅度地淘汰文化纸的落后产能，文化纸供给继续下降，纸品价格和毛利率后期有望回升。

表 3: 造纸行业 09 年 5 月 1 日实施的排放标准

企业生产类型/指标	单位	制浆企业	制浆和造纸联合生产企业		造纸企业	污染物排放监控位置
			废纸制浆和造纸企业	其他制浆和造纸企业		
PH 值	-	6~9	6~9	6~9	6~9	企业废水总排放口
排 色度 (稀释倍数)	-	80	50	50	50	企业废水总排放口
悬 浮 物 (SS)	mg/L	70	50	50	50	企业废水总排放口
放 生化需氧量 (BOD ₅)	mg/L	50	30	30	30	企业废水总排放口
限 化学需氧量 (CODCr)	mg/L	200	120	150	100	企业废水总排放口
氨 氮	mg/L	15	10	10	10	企业废水总排放口
总 氮	mg/L	18	15	15	15	企业废水总排放口
值 总 磷	mg/L	1	1	1	1	企业废水总排放口
可吸附有机卤化物 (AOX)	mg/L	15	15	15	15	车间或生产设施废水排放口
单位产品基准排水量	t/t(浆)	80	20	60	20	排水量计量位置与污染物排放监控位置一致

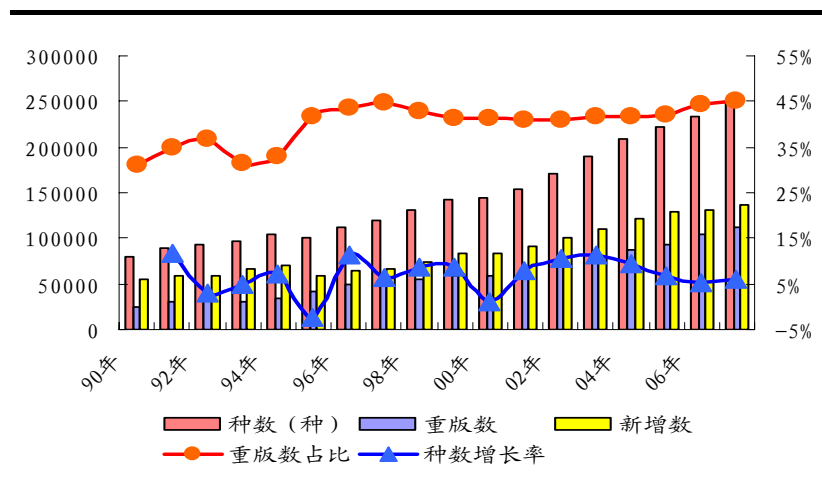
资料来源: 中国造纸协会、中原证券研究所

此外, 前期较多公司上马高档文化纸项目, 根据造纸行业 12-18 个月的建设周期预计, 09 年下半年将有部分高档文化纸新增产能逐步释放, 所以后期低档文化纸的景气度要高于高档文化纸的景气度。

2.1.2 需求刚性, 受经济周期影响较小

需求方面, 虽然国内经济增速明显放缓, 但文化纸的需求较为刚性, 受经济周期影响较小。

图 7: 我国历年图书出版种类增长情况

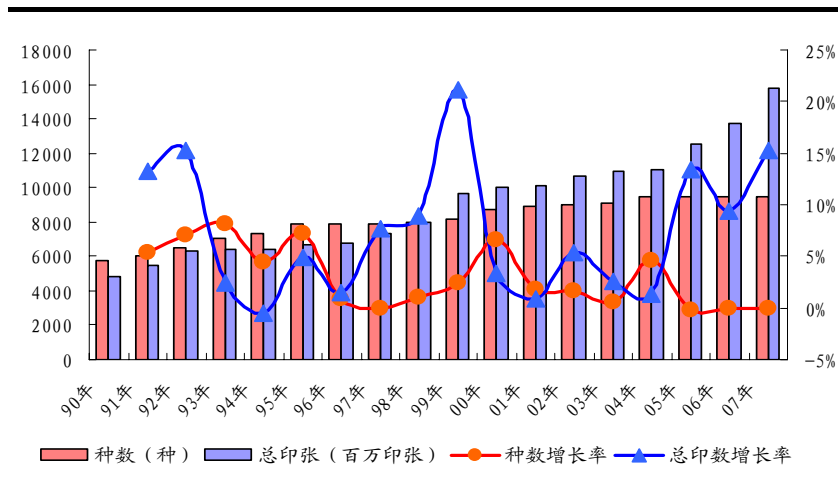


资料来源: 中原证券研究所

从图 7 中我们可以看到, 近年我国每年图书出版的种类均保持着在 5% 左右的增长速度。07 年我国图书出版总量达到了 62.93 亿册, 人

年均消费图书达到了 4.76 册，在新闻出版业“十一五”发展规划中，2010 年末，我国图书出版总量将达到 70 亿册，人均年消费图书将达到 5.3 册，08-10 年年平均增长率将达到 3.75% 左右，其增长速度保持稳定态势。而历年保持在 40-45% 的重版率也将进一步保证图书印刷对文化纸的稳定需求。

图 8：我国历年期刊出版增长情况



资料来源：中原证券研究所

在期刊出版方面，虽然在出版种数方面的增长率很低，但其每年的出版总量（总印张数）却保持着快速增长，特别是从 05 年始，均保持在 10% 以上的增长，进而其对文化纸的需求量也保持着较高的需求增速。

07 年我国期刊出版总量达到了 157.93 亿印张，由于近三年增长过于迅速，国家将对其出版总量有所控制，后期增长幅度有限但将保持稳定，进而其对文化纸的需求也将保持在目前的水平。

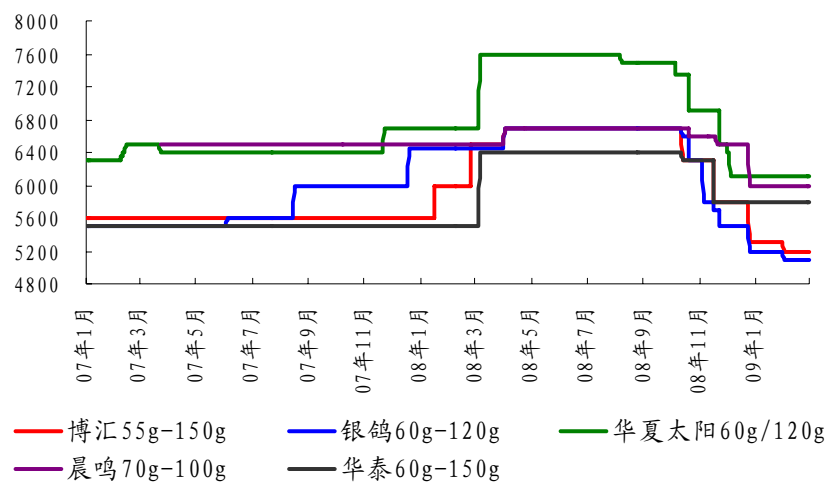
在办公用纸方面，虽然全球经济衰退将在一定程度上减少办公用纸的消耗，但鉴于其在日常办公中的刚性需求，同时，目前我国开始启动 4 万亿的经济刺激计划，综合考虑，我们认为其下降的幅度将非常有限。

2.1.3 后期价格有望企稳回升

节能减排政策的严格执行和落后产能的淘汰，较大程度地提高了国内造纸业的产业集中度，减少了文化纸等产品的供给，导致了文化纸在前期供不应求，价格一路上扬。但在 08 年四季度，由于经济下滑等因素，文化纸价格大幅下滑。目前，由于需求的刚性，以及经济的逐步回暖，其价格已逐步走稳。

图 9：国内文化纸出厂价格走势

单位：元/吨



资料来源：纸业易贸、中原证券研究所

虽然目前中国经济处于下滑的态势，但相对而言，文化纸的需求较为刚性，其消费量受到经济下滑的影响较小，将依然保持较高的盈利水平。

公司拥有文化纸产能 25 万吨/年，目前开工率依然是 100%，含税售价为 5000 - 5200 元/吨，毛利率为 16 - 17% 左右。客户群依然为国内大型出版企业，客户需求较为稳定。公司拥有大约 12 万吨/年的草浆产能，由于节能减排，草浆产能大量被淘汰且不再批准新建产能，公司的文化纸拥有较强的竞争力和盈利能力。我们认为后期随着经济的逐步回暖，公司文化纸的价格和盈利能力有望稳步上升。

2.2 白卡纸景气度下滑

白卡纸包括烟包用白卡和社会用白卡，主要原材料为木浆，其主要用于高档产品的包装，例如香烟、化妆品和药品的包装大都是用白卡纸做外包装。白卡纸中烟卡的消费量较为刚性，而社会卡的消费量则受经济周期的影响较大。

2.2.1 木浆价格大幅下降短期内无法明显提升纸品的毛利率

08 年上半年，国际市场木浆价格依然呈现上涨态势，美元大幅贬值是其主要原因。近期，国际市场和国内市场木浆的价格均呈现出下降的趋势，其主要原因是：1、新增产能陆续投产，供给大幅增加；2、由于全球性的经济危机导致需求减少以及市场产生对后期需求将大幅减少的预期。

由于市场需求的疲软，国外众多生产商已经开始减产、停产，针叶浆产量将缩减 39 万吨，约占全球产能的 6%；阔叶浆 76 万吨，约占全球产能的 10%，此举将在一定程度上缓和 09 年木浆的供需矛盾。

09 年中期，南美将有 100 万吨左右的木浆产能投产，将对国际浆价造成一定的压力。我们认为，后期木浆价格走势将由全球经济下滑

的程度以及国外厂商减产的数量决定，目前来看，进一步下滑的可能性较大。木浆价格的下滑将导致纸品价格的下滑(有一定的滞后时间)，且在纸品市场供过于求的背景下，木浆价格大幅下降将无法明显提升纸品的毛利率。

表 4: 07、08 年木浆新增产能

公司	地点	产能 (万吨)
Branco Cel	Boa Vista\Brazil	26
United Fiber Systems	S.Kalimantan\Indonesia	60
APP	广西\中国	30
泰格林纸	湖南\中国	40
Botnia	Fray Bentos\Uruguay	100
Suzano Bahia Sul	Mucuri\Brazil	100
赤天化	贵州\中国	20
泰格林纸	湖南\中国	60
Stora Enso	广西\中国	90
Ence	Fray Bentos\Uruguay	40
Penola Pulp	Argyll\Australia	35
Heywood	Vitoria\Australia	35
IP	Tre s Lagoas\Brazil	50
合计		686

资料来源：中原证券研究所

注：此为不完全统计

表5: 国际市场木浆减产情况

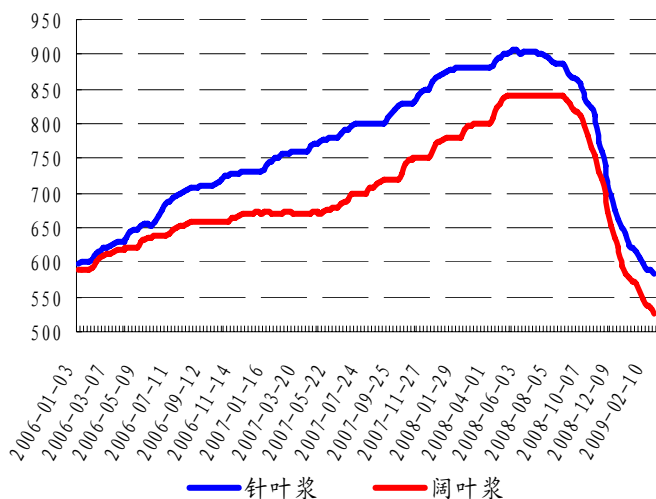
单位：千吨

公司名称	地点	浆种	减产/月产	时间
鹦鹉	巴西	BEK	64	10 月
APRIL	印尼 Kerinci	BHK	100/月	10 月 2 日起
APP	印尼 Jambi, Perawang	BHK	50	10 月
Boise Cascade	英国沃什湾 Wallula	NBSK	22/月	10 月 27 日起
Botnia	芬兰 Rauma, Aankoski	NBSK, BHK	31	9 月-10 月
	芬兰浆厂	NBSK	50	11 月-12 月
	乌拉圭 Fray Bentos	BEK	40	11 月
Buchanan	安大略 Terrace Bay	NBSK, NBHK	16	10 月
		NBSK, BHK	40	11 月-12 月
Canfor	PG, Howe Sound	NBSK	23	10 月
	BC 省 PG	NBSK, UKP	30	未来几个月
IP	Bastrop	SBSK, Fluff	12	9 月
		SBSK, Fluff	57	11 月-1 月
Kertas	印尼 Kalimantan	BHK	40/月	10 月-11 月
Nusantara				
Sodra	瑞典 Monstera&Morrum	NBSK, BHK	30	10 月-11 月
Smurfit-Stone	魁北克 Portage-du-Fort	NBHK	19/月	10 月 31 日
斯道拉恩索	芬兰 Uimaharju	NBSK, BHK	25	10 月-11 月
		NBSK	25	2009 年 1 月起

天柏	Temiscaming&Matance	BCTMP	46	9月-11月
芬欧汇川	芬兰 Tervasaari	NBSK, UKP	17/月	12月起
VCP 蝴蝶	Jacarei, Luiz Antonio	BEK	25	10月

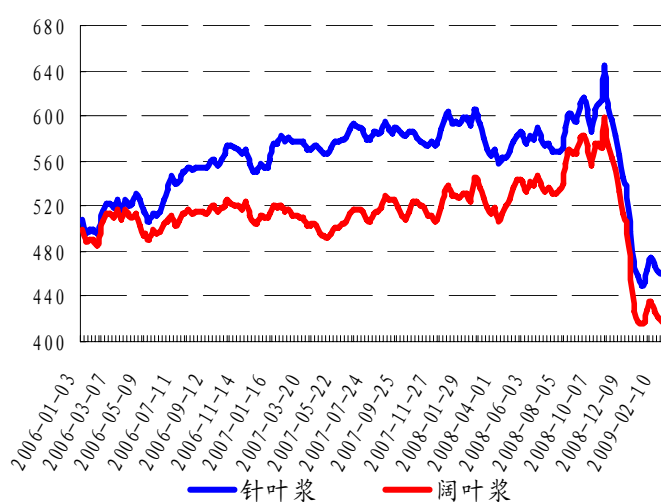
资料来源：中原证券研究所 注：减产厂家过多，我们只列出主要厂商

图 10：美国市场木浆价格走势 单位：美元/吨



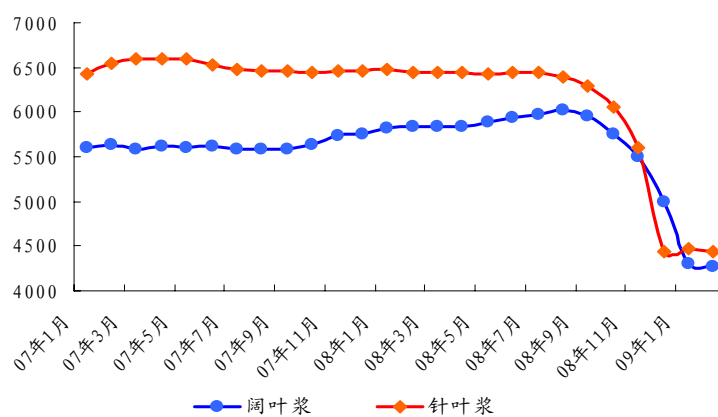
资料来源：中原证券研究所

图 11：欧洲市场木浆价格走势 单位：欧元/吨



资料来源：中原证券研究所

图 12：国内市场木浆进口价格走势 单位：元/吨



资料来源：中原证券研究所

2.2.2 新增产能集中释放导致供给大幅上升

新增产能集中释放对社会白卡纸市场造成较大冲击。美利纸业 30 万吨、河南新亚纸业的 15 万吨和太阳纸业的 40 万吨新增产能均于 08 年投产，而博汇纸业也正在建设一条 35 万吨的白卡纸生产线，计划将于 2010 年上半年投产。此外，还有众多的新项目处于上马建设中。

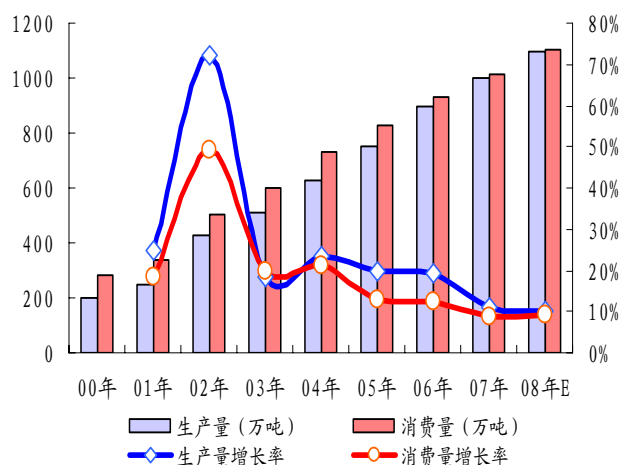
表6: 白卡纸新增产能情况

企业名称	能力 (万吨/年)	建设地点	计划投产时间(年)	品种
金光集团	40	浙江宁波	2010	白卡、白纸板
太阳纸业	40	山东兖州	2008	液体包装纸
金桂浆纸	60	广西钦州	2010	食品级白卡纸
博汇纸业	35	山东淄博	2010	白卡纸
泰格林纸	30	湖南岳阳	2010	白卡纸
白云纸业	15	河南驻马店	2010	白卡纸
新亚集团	15	河南新乡	2007	白卡纸
美利纸业	30	宁夏中卫	2007	白卡纸
合计	265			

资料来源: 纸业贸易、中原证券研究所 注: 此为不完全统计

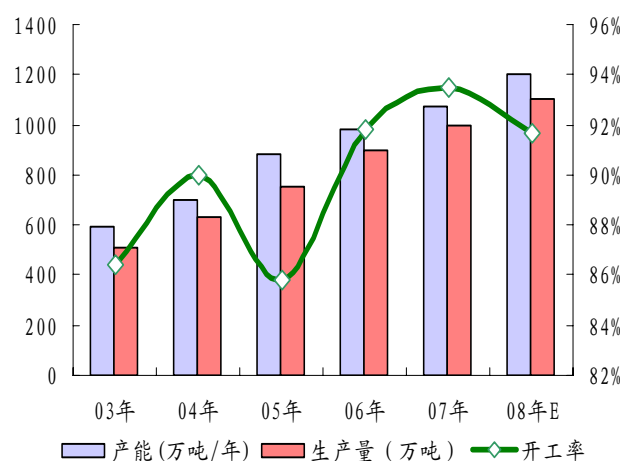
新增产能的集中释放导致白卡纸供给大幅增长, 激化了供需矛盾 (特别是社会用白卡), 开工率下降, 导致目前白卡纸 (特别是社会用白卡) 的价格及盈利能力较 08 年中期大幅下降。

图 13: 我国涂布白板纸历年生产、消费情况



资料来源: 中原证券研究所

图 14: 我国涂布白板纸开工率情况



资料来源: 中原证券研究所

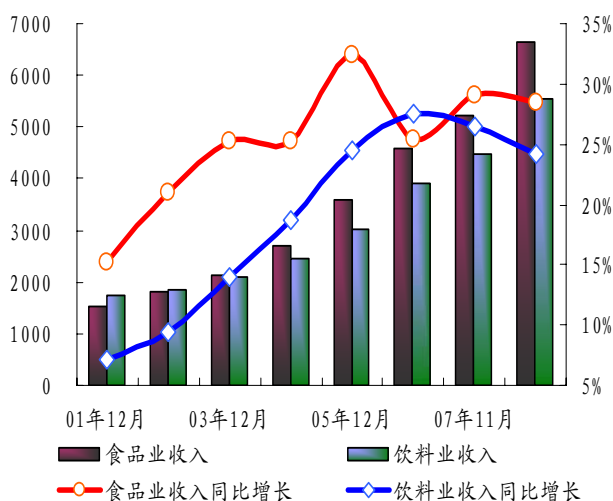
如上图所示, 我国涂布白板纸 (包含白卡纸) 的消费增速趋于下降, 同时, 由于大量新增产能释放, 其 08 年的开工率将出现明显的下降。在 09 年宏观经济出现明显下滑的情况下, 涂布白板纸 09 年的需求增速和开工率将进一步下滑。

2.2.3 烟卡需求稳定, 社会卡需求增速受经济周期影响较大

08 年我国白卡纸年消费量大概为 250-280 万吨, 其中烟卡的消费量大约为 100 万吨左右, 社会卡的消费量大约为 150-180 万吨左右。

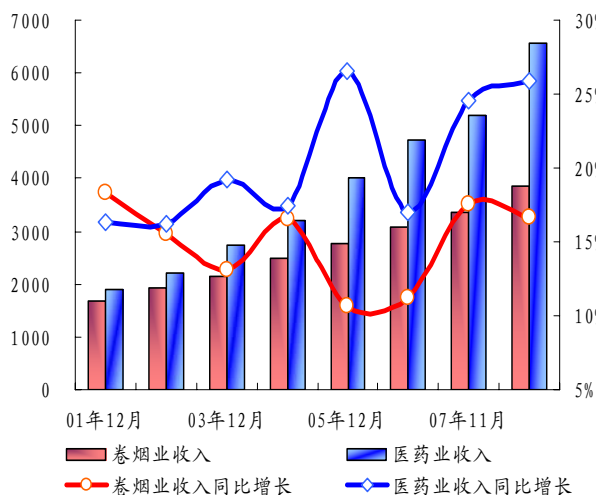
由于我国烟草产量稳定增长, 烟卡的消费量一直保持稳定, 而社会用白卡由于主要下游行业 - 医药行业将保持 25% 左右的增速而缓和了经济下滑对其需求增速的影响。我们预计白卡纸整体上将保持 10% 左右的年增长速度, 新增需求大概为 18 万吨左右, 远小于新增供给量。

图 15: 食品饮料行业增长情况 单位: 亿元



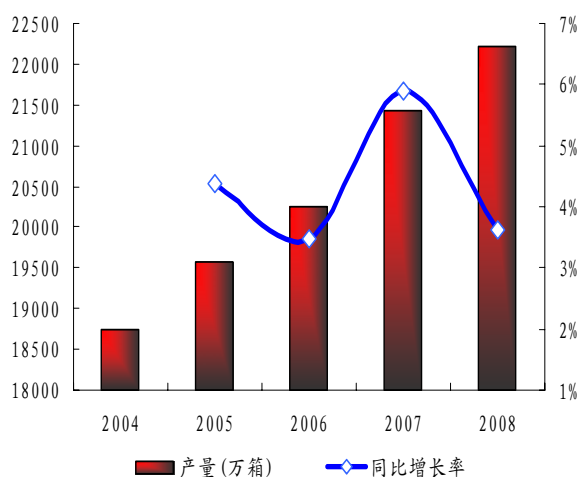
资料来源: 中原证券研究所

图 16: 烟草和医药行业增长情况 单位: 亿元



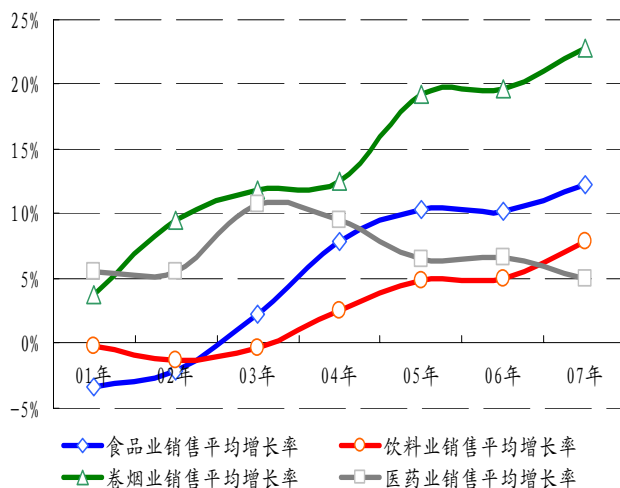
资料来源: 中原证券研究所

图 17: 我国历年烟草产量增长情况



资料来源: 中原证券研究所

图 18: 白卡下游行业销售增长情况



资料来源: 中原证券研究所

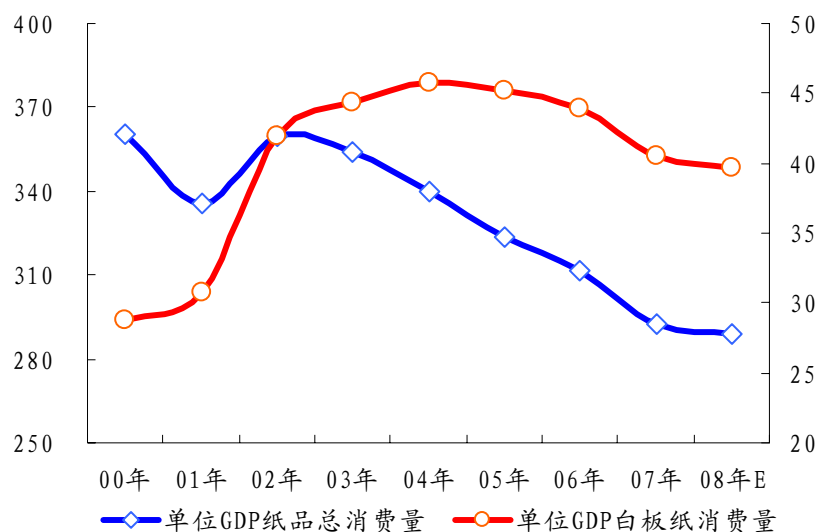
如图 15 所示, 近年我国烟草产量的增长率均保持在 3% 以上, 同时在包装上, 根据烟草总局的要求, 烟卡的硬壳包装的比例也是逐步上升的。烟草产量和硬壳包装比例的稳步增长使得我国烟卡的需求呈现出稳步上升的态势。

在社会卡方面, 由于受经济下滑的影响, 其需求增速将呈现趋缓的态势, 但其主要下游行业 - 医药行业因为医改的原因在 09 年将呈现快速增长的态势, 在一定程度上缓和了社会卡需求受经济周期的影响, 其需求将继续保持正增长。

图19：我国历年单位GDP纸品消费量

单位：

吨/亿元



资料来源：中原证券研究所

从上图中我们可以看出,我国单位 GDP 的纸品总消费量从 02 年开始逐年下滑,08 年将下滑到 289 吨/亿元,而单位 GDP 的白板纸消费量也将下滑到 39.41 吨/亿元。

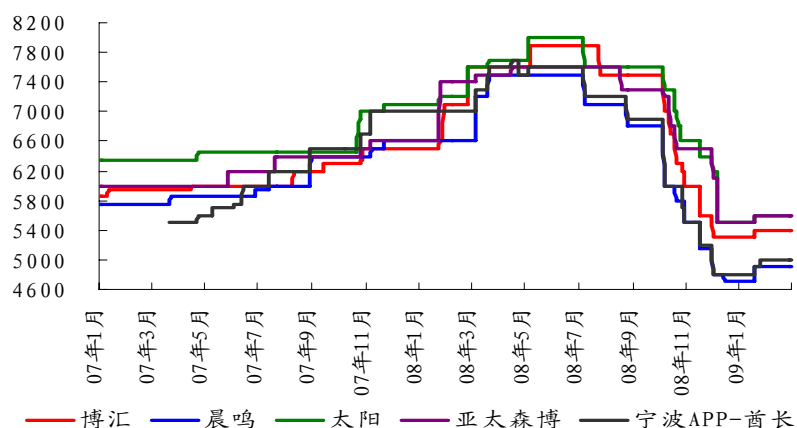
后期,白板纸消费增速下滑跟经济下滑方向一致,国内经济增长正在依赖投资拉动,因对纸品形成真实需求拉动的内需与出口增幅可能微小,单位GDP白板纸消费量将难以保持之前的水平,令白板纸消费增长幅度远落后于经济增幅。

2.2.4 白卡纸后期价格有望企稳

从供需整体来看,新增产能的集中释放短期内将对国内白卡纸市场造成较大冲击。目前新增产能以及库存通过 08 年下半年至 09 年前两个月这段时间的消化,现在已经逐步达到了一定的平衡,厂家的开工率稳定,同时白卡纸价格也趋于稳定。后期价格及毛利率有望随经济回暖而回升。

图 20：社会用白卡纸主要厂商出厂价格走势

单位：元/吨

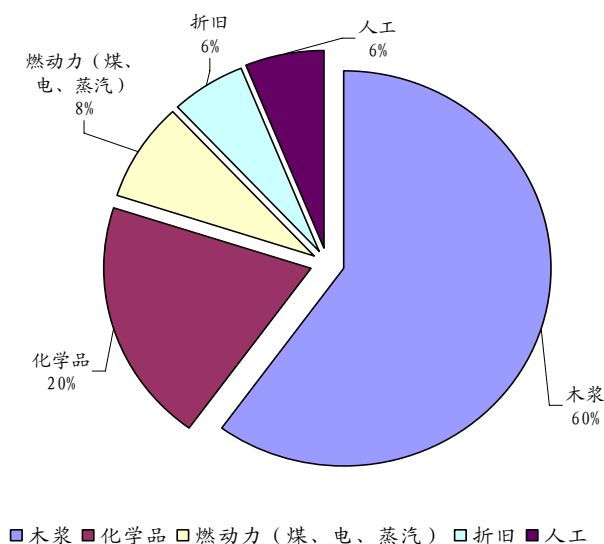


资料来源：纸业易贸、中原证券研究所

前期白卡纸价格下滑最主要的原因还是归结为新增产能的集中释放。在目前的经济情况及市场情况下，后期新增项目是否会按时上马及投产，我们对此保持谨慎的态度，如果大量新增项目推迟上马或投产的时间，将在较大程度上缓解纸品市场的供求矛盾，对产品的盈利能力也将起到一定的提升作用。

公司白卡纸产能达到了 25 万吨/年，后期公司将重点生产烟卡，烟卡产量占公司白卡纸产量的 70% 左右，居国内企业首位。预计 08 年产量为 17-18 万吨左右（因公司自 08 年 10 月份至 08 年底主动减产），公司白卡纸的开工率为 100%。公司烟卡目前含税售价为 6800-7200 元/吨，毛利率为 18% 左右。而公司社会用白卡目前含税售价在 5300 元/吨左右，经我们测算毛利率大概为 13% 左右。

图21：公司白卡纸成本结构



资料来源：中原证券研究所

此外，公司 35 万吨白卡纸新项目计划于 2010 年 4 月投产，将配套化机浆线，而针叶浆将外购。我们认为，国内烟草行业的整合及三产剥离将有利于已抢先进入烟卡行业的企业，更利于公司烟卡业务在后期做强做大。

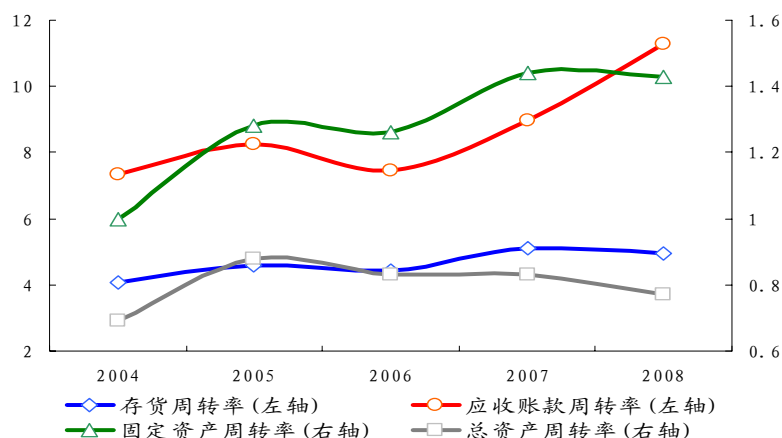
3、公司财务状况分析

3.1 公司经营能力稳步提高

从下图中我们可以看到，由于公司主营业务的快速发展，体现公司经营能力的各项指标多数呈现上升态势，而固定资产周转率大幅上升的原因是公司新建项目陆续投产见效所致。

图 22: 公司近年经营能力状况

单位: 次

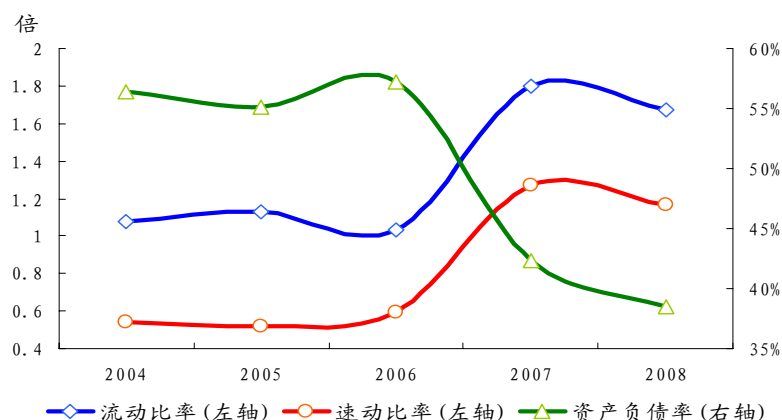


资料来源: 公司年报、中原证券研究所

3.2 公司偿债能力大幅提高

公司的偿债能力在 07 年得到了一次飞跃, 资产负债率大幅下降, 流动比率和速动比率同步上升, 说明公司的长短期的偿债能力都得到了较大程度的提高。其主要原因还是在于公司主营业务的持续向好, 同时新建项目投产见效, 使得公司今后可以轻装前进。

图 23: 公司近年偿债能力状况

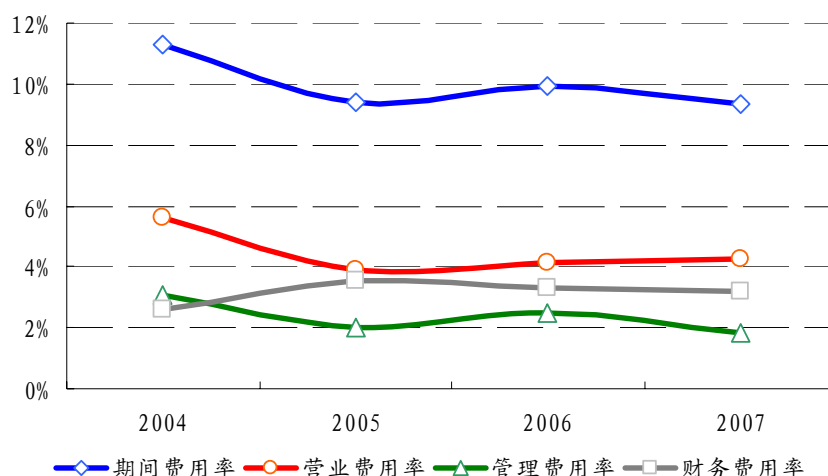


资料来源: 公司年报、中原证券研究所

3.3 公司期间费用率保持稳定

从下图中我们可以看出, 在主营业务稳步扩大的情况下, 公司的期间费用率保持着较为稳定的态势, 说明公司的管理能力一直处于稳步提高的态势。

图 24：公司近年期间费用率状况



资料来源：公司年报、中原证券研究所

4、影响公司股价的重要因素

首先，白卡纸价格目前已经企稳，后期经济环境转好，其价格有望回升，而白卡纸业务作为公司最主要的利润来源，其价格的回升将较大程度的提升公司的业绩。此外，公司新增 9.5 万吨化学浆产能将在 09 年全面释放，目前公司化学浆的成本为 3600 元/吨，而市场价为 3900 - 4000 元/吨，自制浆产能的全面释放将降低公司白卡纸的生产成本。一旦木浆价格企稳回升，公司自制浆毫无疑问将增厚公司收益。

其次，公司 35 万吨白卡纸新项目计划于 2010 年 4 月投产，将配套化机浆线，而针叶浆将外购。我们认为，国内烟草行业的整合及三产剥离将有利于已抢先进入烟卡行业的企业，更利于公司烟卡业务在后期做强做大。公司产能的大幅扩张也将在后期增厚公司收益。

再次，公司目前正在申请高新技术企业资格，如果申请成功，公司的所得税率将下降到 15%，我们认为公司申请成功的可能性较大；此外，公司在 09 年可能还会收到国产设备的退税。如果上述两项均成为现实，将在一定程度上增厚公司收益。

最后，我们调研时，公司董事长表示，在适当时机，加快公司向“林纸一体化”方向发展的步伐。一旦公司在“林纸一体化”项目上实现突破，将对公司内在价值及股价的上涨起到决定性的作用。

5、风险提示

木浆价格尚未企稳，如果后期继续下跌，将导致纸品价格的继续下跌；

宏观经济环境继续下滑将影响纸品的消费量；

节能减排政策的深入，公司环保成本将逐步提高，影响公司盈利。

6、盈利预测

基于公司 35 万吨白卡纸新项目于 2010 年 4 月正式投产、高新技术企业资格申请成功的情况下，我们预计公司 09、10 年的 EPS 分别是 0.43 元和 0.57 元，对应的动态市盈率分别是 15.21 倍和 11.47 倍。需要特别指出的是，如果上述情况有所变化，均将影响到我们对公司业绩预测的准确性。

表 7：公司主要产品盈利情况预测

	09E	10E
烟卡		
销量（万吨）	18	25
价格（元/吨）	5644	5644
收入（百万）	1015.92	1411
毛利率	19%	21%
毛利	193.02	296.31
社会卡		
销量（万吨）	5	8
价格（元/吨）	4399	4399
收入（百万）	219.95	351.92
毛利率	15%	17%
毛利	32.99	59.83
文化纸		
销量（万吨）	23	23
价格（元/吨）	4482	4482
收入（百万）	1030.86	1030.86
毛利率	18%	20%
毛利	185.55	206.17

资料来源：中原证券研究所

表 8: 公司盈利预测

	08	09E	10E
一、营业收入	3310.67	2967.50	3948.52
减：营业成本	2654.08	2414.56	3214.54
减：营业税费	10.48	9.39	12.50
减：销售费用	128.08	114.8	152.76
减：管理费用	69.90	62.65	83.37
减：财务费用	84.02	75.31	100.21
减：资产减值损失	17.74	-	-
加：投资净收益	-	-	-
二、营业利润	346.37	290.79	385.14
加：营业外收入	3.05	-	-
减：营业外支出	2.29	-	-
三、利润总额	347.14	290.79	385.14
减：所得税	58.35	43.62	57.77
四、净利润(含少数股东损益)	288.79	247.17	327.37
减：少数股东损益	35.08	30.02	39.76
净利润(不含少数股东损益)	253.71	217.15	287.61
五、每股收益(元)(摊薄后)	0.50	0.43	0.57

资料来源：中原证券研究所

7、估值及投资建议

7.1 相对估值

我们预计公司 09、10 年的 EPS 分别是 0.43 元和 0.57 元，对应的动态市盈率分别是 15.21 倍和 11.47 倍。

根据我们对重点公司的业绩预测，A 股造纸行业重点公司 09、10 年的平均 PE 分别为 21.98 倍和 16.85 倍，平均 PB 为 1.50 倍。

表 9: A 股造纸行业重点公司估值情况

	每股收益 (元)				每股净资产 (元)	收盘价 (元)	市盈率 (倍)				市净率 (倍)	投资评级
	07A	08E	09E	10E			07A	08E	09E	10E		
晨鸣纸业	0.60	0.55	0.48	0.59	6.04	6.80	11.33	12.36	14.17	11.53	1.13	增持
美利纸业	0.40	0.43	0.25	0.32	5.92	10.37	25.93	24.12	41.48	32.41	1.75	观望
太阳纸业	1.06	0.45	0.58	0.77	5.36	9.98	9.42	22.18	17.21	12.96	1.86	增持
银鸽投资	0.43	0.19	0.20	0.27	3.11	5.18	12.05	27.26	25.90	19.19	1.67	增持
华泰股份	0.91	0.65	0.58	0.72	6.84	8.87	9.75	13.65	15.29	12.32	1.30	增持
岳阳纸业	0.29	0.23	0.27	0.39	4.59	6.65	22.93	28.91	24.63	17.05	1.45	增持
博汇纸业	0.39	0.50	0.43	0.57	4.93	6.54	16.77	13.08	15.21	11.47	1.33	买入
平均							15.45	20.22	21.98	16.70	1.50	

资料来源：中原证券研究所

7.2 投资建议

鉴于公司一直以来的稳健发展，产品的逐步高端化，以及后期公司在国产设备退税及“林纸一体化”项目进程中可能给我们以惊喜，再考虑到公司目前低于平均水平的估值，我们调高公司的投资评级至“买入”。

公司投资评级

买入： 公司相对大盘涨幅15%以上；
增持： 公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望： 公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出： 公司相对大盘跌幅5%以上。

*本评级标准中**短期**为6个月以内，**长期**为6个月以上

行业投资评级

强于大市：行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：行业指数相对大盘跌幅10%以上。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。