

博汇纸业（600966）：公司发展稳定，未来业绩增长明确 买入（上调）

造纸包装

当前股价：8.21 元

报告日期：2009 年 4 月 15 日

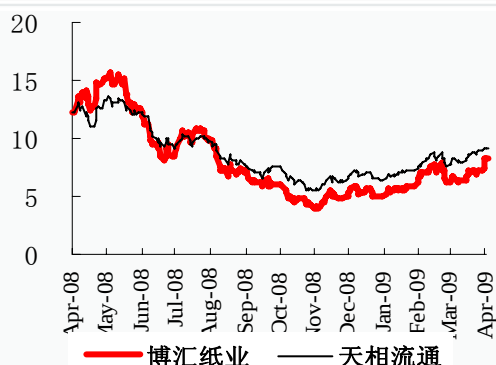
主要财务指标（单位：百万元）

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	3168	3311	3523	4681
(+/-)	19.57%	4.52%	6.41%	32.86%
营业利润	278	346	418	577
(+/-)	24.38%	24.39%	20.80%	37.91%
归属于母公司 的净利润	198	254	304	420
(+/-)	34.70%	28.23%	19.95%	38.09%
每股收益（元）	0.69	0.50	0.60	0.83
市盈率（倍）	12	16	14	10

公司基本情况（2008 年 12 月 31 日止）

总股本/非限售流通股（万股）	50,458/36,952
非限售流通市值（亿元）	29.56
每股净资产（元）	4.92
资产负债率（%）	38.54

股价表现（最近一年）



天相消费品组

天相造纸包装组

服务热线：010-66045555

服务邮箱：service@txsec.com

本报告关注点：

- 市场需求恢复，造纸行业的最新判断——行业需求正在逐步恢复；
- 公司未来利润增长明确，具5大亮点。

投资要点：

- **公司是国内造纸包装行业龙头企业。**公司2008年实现营业收入33.11亿元，同比增长4.52%；归属母公司净利润2.54亿元，同比增长28.23%；分配预案每10股派发现金0.80元(含税)。公司主营文化纸与白卡纸，08年产销率为97.02%。生产机制纸72.89万吨，共销售机制纸70.72万吨。07年收入列我国造纸行业前五，产量列行业前十。
- **行业下游需求逐步恢复。**造纸企业下游需求逐步恢复，随着08年底“去库存化”的结束，企业生产销售已逐步恢复正常，目前原材料价格依然维持低，纸价已基本触底，预计未来行业毛利率有望逐步提高。
- **公司发展稳定，新项目是未来明确利润增长点。**1) 公司规模与盈利能力发展迅速，04年上市以来，产量增长75%，收入增加121%；2) 公司主营产品文化纸受益节能减排，具结构优势，白卡纸中烟卡等高档卡占比较高，需求稳定，毛利率较高；3) 公司经营效率位居行业前列，偿债能力居行业前茅；4) 公司2010年将投产35万吨高档白卡纸产能，其中主要为烟卡等高档白卡纸，下游需求稳定，将成为公司未来明确利润增长点；5) 行业整合将为公司提供持续发展能力。
- **风险提示：**目前造纸包装行业市场需求虽然有所恢复，但主要是对于去年底的危机而言，要想恢复到此前的景气时期短期内难以实现，国际经济危机并未结束，宏观经济仍具有不确定性，请投资者注意风险。
- **盈利预测与评级：**公司主要产品文化纸受益于节能减排，供不应求；市场环境良好，高级白卡纸占比较大保证产品下游需求；新增白卡产能为高档卡纸，与国内现有产能不冲突。随着造纸行业逐步恢复，未来业绩增长预期明确。我们预计公司2009、2010年EPS为0.60元和0.83元，根据09年4月14日收盘价8.21元计算，对应PE为14倍和10倍，较行业平均23倍PE具有明显估值优势，上调至“买入”评级。



目录

1.	造纸包装行业龙头	3
2.	行业逐步恢复	3
2.1	行业或已于 09 年一季度到达谷底	3
2.2	各纸种发生结构性分化，供需良好纸种走强	5
3.	公司发展稳定，新项目是未来明确利润增长点	6
3.1	公司规模与盈利能力发展迅速	6
3.2	公司主营产品为优势纸种	7
3.3	公司经营效率位居行业前列	9
3.4	新项目将成为公司未来明确利润增长点	9
3.5	行业整合将为公司提供持续发展能力	10
4.	风险提示	10
5.	公司具有估值优势	11
6.	盈利预测与投资建议	13
6.1	盈利预测假设	13
6.2	盈利预测	14
	投资建议	14

图表目录

图表 1	造纸及纸制品行业收入、利润与毛利率变化	3
图表 2	09 年 2 月纸及纸制品产量明显回升	4
图表 3	09 年 2 月原材料进口量回升	4
图表 4	铜版纸及白卡纸利润空间趋势图	5
图表 5	02—07 年造纸包装行业龙头企业扩张速度远高于行业平均水平	6
图表 6	公司近 5 年纸及纸板产销量规模扩大	7
图表 7	公司近 5 年收入、利润持续增长	7
图表 8	公司费用率逐年降低，利润逐年上升	7
图表 9	公司近五年业务收入	8
图表 10	08 年博汇纸业主营业务分布	8
图表 11	公司经营效率良好	9
图表 12	我国造纸行业需求缺口逐步扩大	10
图表 13	行业同类重点公司估值	11
图表 14	公司 PE 明显低于板块平均水平	12

1. 造纸包装行业龙头

公司 2008 年实现营业收入 33.11 亿元，同比增长 4.52%；营业利润 3.46 亿元，同比增长 24.39%；归属母公司净利润 2.54 亿元，同比增长 28.23%；实现基本每股收益 0.50 元。分配预案每 10 股派发现金 0.80 元(含税)。07 年收入列我国造纸行业前五。

公司主营文化纸与白卡纸，08 年产销率为 97.02%。生产机制纸 72.89 万吨，其中：文化纸 22.23 万吨，白卡纸 21.59 万吨，箱板纸 15.42 万吨，瓦楞纸 2.17 万吨，石膏护面纸、板纸 11.48 万吨。共销售机制纸 70.72 万吨，其中：文化纸 20.74 万吨，白卡纸 21.00 万吨，箱板纸 15.25 万吨，瓦楞纸 2.30 万吨，石膏护面纸、板纸 11.43 万吨。07 年产量列我国造纸行业前十。

2. 行业逐步恢复

2.1 行业或已于 09 年一季度到达谷底

造纸行业作为周期性行业与 GDP 有着较高的相关性，过去几年，我国 GDP 的持续稳定高增长保证了造纸包装行业的快速发展，而 08 年由于受到全球经济危机和自然灾害影响，我国 GDP 增速明显放缓，08 年 GDP 增速为 9.0%，较 07 年下降 4 个百分点。由于宏观经济衰退，经济危机导致下游需求减弱，造纸包装行业产品销售困难，库存积压。09 年 1-2 个月，我国造纸及纸制品行业主营收入同比减少 2.25%，利润总额同比减少 40.81%，较 08 年 9-11 月下跌幅度进一步扩大，毛利率虽依然同比下降达 12.43 个百分点，但已较 08 年底有所回升。

图表 1 造纸及纸制品行业收入、利润与毛利率变化

	主营业务收入	利润总额	毛利率
2008年9-11月	1846.41亿元	78.94亿元	11.56%
同比增长	9.69%	-26.09%	-21.62百分点
2009年1-2月	932.01亿元	28.46亿元	12.05%
同比增长	-2.25%	-40.81%	-12.43百分点

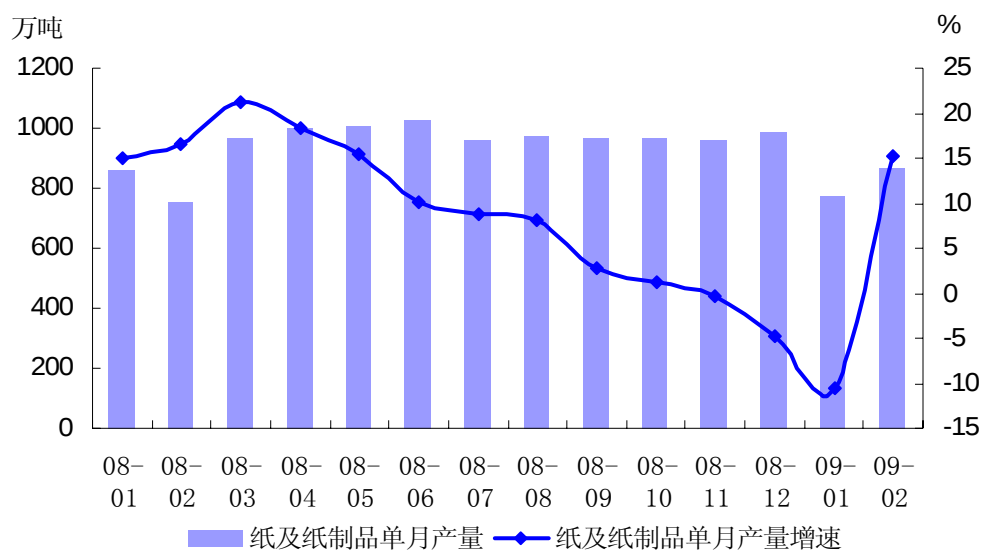
资料来源：天相投顾整理

在 08 年底 09 年初，企业通过“去库存化”清理积压产品，导致了产品价格的大幅度下跌，而实际成交价格有可能较市场报价更低，这造成了企业毛利率的大幅度下降与收入的减少，当然利润也就出现下降。但目前，“去库存化”已基本结束，产品价格虽然仍然较低但部分纸种已小幅提价，企业也已恢复正常生产销售，行业整体已开始较 08 年底 09 年初有所恢复。

09 年 2 月，我国机制纸及纸板产量同比增长 8.54%，环比增长 8.64%，基本恢复到去年同期水平。而同时，纸制品、纸箱的产量也有着明显的恢复，09 年 2 月纸制品单月产量 261.7 万吨，同比增长 33.86%，环比增长 20.72%；纸箱产量 130.33 万吨，连续两月同比大幅增长。



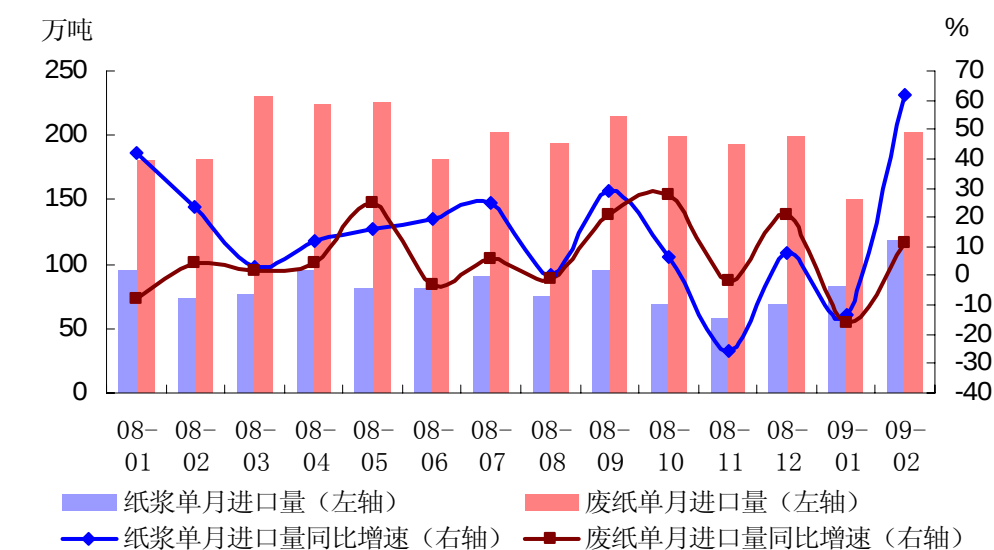
图表 2 09 年 2 月纸及纸制品产量明显回升



资料来源：中经数据 天相投顾整理

此外原材料进口量也明显回升，09 年 2 月纸浆进口 118 万吨，同比增长 61.64%，环比增长 43.90%，连续 3 个月增长；同期废纸进口 202 万吨，同比增长 10.99%，环比增长 33.77%。原材料进口量增加也反映出企业的产量可能会逐步增加。目前原材料价格维持低位，企业增加一定的原材料储备也有利于保证成本稳定，而由于宏观经济依然存在较大不确定性，预计原材料价格短期很难大幅上涨，保证了企业的盈利空间。

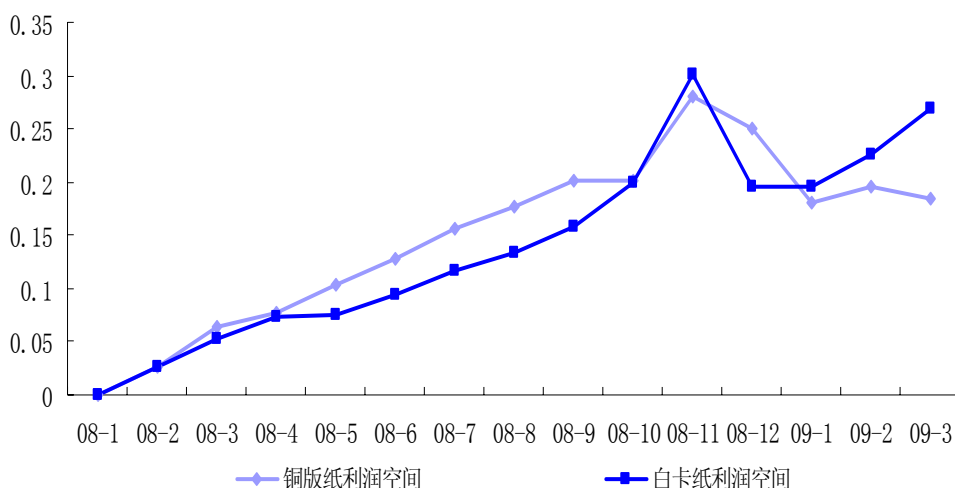
图表 3 09 年 2 月原材料进口量回升



资料来源：中经数据 天相投顾整理

对于目前纸价与原材料价格双降的局面，我们将造纸主要原材料木浆的价格与纸价进行指数化，以 08 年 1 月为基数，浆价选取价格较高的 NBSK 按汇率转换后的人民币标价，纸价选取木浆含量较高且价格波动幅度较大的铜版纸及白卡纸分别的市场平均价格，以纸价与木浆价格做差简单表示纸品的利润空间。

图表 4 铜版纸及白卡纸利润空间趋势图



资料来源：天相投顾整理

如上图可看出由于原材料价格先于纸价下跌，且下跌幅度更大，使得虽然目前纸价也有较大幅度下跌，但盈利能力并不低于 08 年平均水平。这再次印证了我们此前的观点：销量是目前危机时期影响行业利润的主要因素，08 年底的危机时，销售困难才是元凶，而一季度的亏损也受到“去库存化”后短期下游需求不旺以及春节假期等影响。因此，我们认为，由于经过去年底的“去库存化”，高价原材料已经基本消化，目前的低价原材料足以为纸品提供有保障的盈利空间，随着销量的恢复与稳定，企业毛利率将逐步回升。

2.2 各纸种发生结构性分化，供需良好纸种走强

受经济危机影响，整个造纸行业需求受到冲击，白卡纸、箱板纸类包装纸市场萎缩；房地产等诸多行业广告印刷量减少；甚至各个机关企业也为了降低成本，节省用纸，商业类用文化纸的需求也大大减少，但随着目前下游需求逐步恢复，不同纸品本身的供需状况重新成为了主角，影响着不同纸种出现了结构性分化。

其中箱板纸由于近期产能集中释放，出现了巨大的产能过剩，加之经济危机影响了下游需求，行业已面临洗牌，短期内难以恢复；新闻纸与铜版纸本身也存在供大于求的问题，同时作为出口量较多的产品，同时受到国内国际需求减少的不利影响，目前也不景气。

相对以上纸品，文化纸、烟用纸和高档白卡纸等需求稳定，本身供求关系良好的纸种则具有明显的优势。

其中文化纸主要用作教材和图书杂志等的双色或单色印刷，07 年 6 月，国务院

颁布《节能减排综合性工作方案》，明确提出“十一五”期间将关闭将近 650 万吨的落后产能，预计其中 40% 为低档文化纸。随后国家发改委又发布了《造纸产业发展政策》，今年 2 月又颁布《轻工业调整振兴规划》，一再强调推进深化节能减排，根据相关规定，淘汰的落后低档文化纸产能，将受限于更高的环保与准入标准，已难以补充，而高档文化纸价格较高，完全替代淘汰的低档产能尚需时日。同时，加之文化纸下游需求刚性，受经济危机影响较小，同时仍能长期稳定增长，因此，预计最近两年内，文化纸将持续受益于节能减排淘汰落后产能而造成的供不应求，其中低档文化纸，如书写纸近期更是明显受益。

烟用纸包括卷烟纸，烟卡纸等，其中烟卡属于高档白卡纸的一种，由于上游烟草行业具有持续稳定增长的特点，因此其原材料及包装材料用纸市场需求也增长稳定。而供给方面，由于其需求特点，供给也比较稳定。其中烟卡纸作为高档白卡纸的一种，与其他高档白卡纸一样，供给有限，远远不能满足当前的需求。最近两年，将会有较多白卡纸产能投产，其中高档白卡占较多比例，与原有产能不冲突，且会逐步发展替代进口产品。因此，下游稳步增长的需求，与有限的供给，将使得烟用纸与高档白卡纸继续作为目前的优势纸种。

3. 公司发展稳定，新项目是未来明确利润增长点

3.1 公司规模与盈利能力发展迅速

我国造纸包装行业最近几年发展迅速，02 年至 07 年，我国纸及纸板总产量由 3780 万吨发展到 7350 万吨，几乎扩大了一倍，业已成为世界第二大造纸国，而 08 年已超过 8300 万吨，预计将超过美国成为世界第一大造纸国；而销售收入则由 1319 亿元增加到 07 年的 3680 亿元，几乎增长了 2 倍，而与此同时行业的集中度也在不断提高，龙头企业发展速度远远高于行业平均水平，博汇纸业的产量在 6 年间增长了 2 倍，远远超过行业扩张速度，而收入更是增加了 5 倍以上，位居行业前列。

图表 5 02—07 年造纸包装行业龙头企业扩张速度远高于行业平均水平

	全行业	行业排名前 20 家公司	博汇纸业
07 年产量/02 年产量	1.94	3.3	3.21
02—07 年产量复合增长率%	14.22	26.96	26.27
07 年收入/02 年收入	2.79	3.36	6.54
02—07 年收入复合增长率%	22.79	27.41	45.57

数据来源：中国造纸协会 天相投顾整理

自公司 04 年上市以来造纸产能实现过两次扩张，分别是 04 年 10 月投产了 20 万吨高档白卡纸，以及 07 年投产了 15 万吨石膏护面纸。除 04 年由于新产能在年底投产导致开机率看似较低外，公司都维持了较高的开机率与产销率。

图表 6 公司近 5 年纸及纸板产销量规模扩大

	2004	2005	2006	2007	2008
总产能（万吨）	62.72	62.72	62.72	77.72	77.72
总产量（万吨）	41.74	59.92	59.41	72.22	72.89
开机率%	66.55	95.54	94.72	92.92	93.79
总销量（万吨）	39.95	58.77	58.58	71.90	70.72
产销率%	95.71	98.08	98.60	99.56	97.02

数据来源：公司年报 天相投顾整理

而上市 5 年来，随着公司规模扩大，收入与利润也有大幅的增长，05 年与 07 年在产能扩张后，公司收入与利润的增长尤其明显。

图表 7 公司近 5 年收入、利润持续增长

	2004	2005	2006	2007	2008
营业收入（百万）	1494.85	2480.09	2649.12	3167.60	3310.67
同比增长%	55.11	65.91	6.82	19.57	4.52
营业利润（百万）	110.63	197.56	223.87	278.45	346.37
同比增长%	13.18	78.57	13.32	24.38	24.39
归属母公司净利润（百万）	70.57	127.22	146.89	197.85	253.71
同比增长%	7.62	80.28	15.46	34.70	28.23

数据来源：公司年报 天相投顾整理

而公司利润增速远远高于收入增速，则得益于公司较高的毛利率与不断降低的期间费用率和所得税率。

图表 8 公司费用率逐年降低，利润逐年上升

	2004	2005	2006	2007	2008
综合毛利率%	18.90	17.57	18.70	18.49	19.83
期间费用率%	11.30	9.42	9.77	9.34	8.52
营业利润率%	7.40	7.97	8.45	8.79	10.46
实际所得税率%	33.55	33.49	33.29	23.56	16.81
归属母公司净利润率%	4.72	5.13	5.54	6.25	7.66

数据来源：公司年报 天相投顾整理

3.2 公司主营产品为优势纸种

虽然受到全球经济冲击，各纸品需求量都明显下降，纸价下跌，但相较而言，不同纸品所面临的现状还是有很大区别的。文化纸受益于节能减排，淘汰落后产能，供给有所不足，且多用于日常消费，需求较为刚性，依然是下一阶段最具优势的纸种；白卡纸主要用于工业包装，且产能集中扩张，受到经济波动影响较大，但新增的产能中多将用于烟用、液包等替代进口的高档产品，与原有白卡纸冲突较小，且随着需求恢复，白卡纸产销有了明显好转。以上两种最具优势的纸品则为公司主要产品。

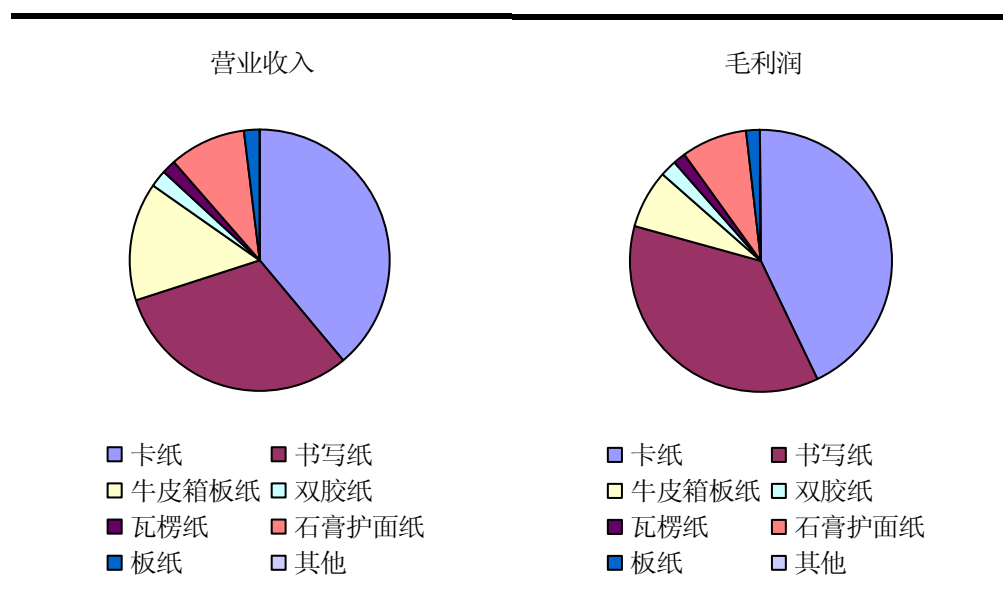
图表 9 公司近五年业务收入（单位：万元）

	2004	2005	2006	2007	2008
卡纸	6,830.36	98,102.40	111,741.39	130,312.94	128,357.89
书写纸	83,009.27	98,876.75	101,294.25	107,574.77	103,811.45
牛皮箱板纸	41,286.92	40,654.58	38,219.45	52,553.54	47,953.51
双胶纸	16,308.87	5,721.78	6,801.01	4,450.37	7,458.53
瓦楞纸	1,712.58	4,644.31	4,976.28	5,690.92	6,171.86
石膏护面纸				2,620.84	31,166.79
板纸				11,912.25	6,143.05
其他	336.76	9.16	1,879.49	1,643.98	4.35
合计	149,484.76	248,008.98	264,911.87	316,759.61	331,067.43

数据来源：公司年报 天相投顾整理

根据 08 年年报的数据，其中白卡纸收入与毛利分别占总收入与毛利的 40% 和 43%，文化纸（书写纸与双胶纸）分别占了 33% 和 38%，新增的石膏护面纸则占到了 9% 与 8%。

图表 10 08 年博汇纸业主营业务分布



数据来源：公司年报，天相投顾整理

公司生产的白卡纸是国家火炬计划产品，多为高档白卡，品质与价格均较高，与市场上日渐增多的普通白卡纸供给并不冲突，通过自营进出口权，可远销欧美。公司的 20 万吨白卡纸产能中，超过 60% 为高档烟卡用纸，06 年市场占有率超过 28%，在国内烟卡市场排名稳居前列，由于烟草行业需求稳定，未来公司还将进一步提高白卡纸中高档烟卡的比例，利用目前烟草行业的整合的机会，公司 2010 年新增的 35 万吨白卡纸投产后，将可获得更大的市场份额。

而文化纸方面，公司主营为书写纸，是国家免检产品、国家火炬计划产品、山东名牌产品，市场占有率排全国第二，且书写纸较双胶纸在节能减排中更加受益。节能减排多是针对低档书写纸与瓦楞纸，随着落后产能被淘汰，且环保标准的提升，书写

纸供给难以补充，市场将在较长时间内维持供不应求的现状。

3.3 公司经营效率位居行业前列

造纸行业作为资金密集型行业，具有设备、原材料投入大，资产负债率高的特点，截止 08 年 3 季报，板块内 22 家造纸企业固定资产占总资产的比例为 47.99%，资产负债率为 53.86%。足以看出产品、资金的周转显得至关重要。而由下表，我们可以看出，公司无论偿债能力、经营效率还是盈利能力均远高于行业平均水平，在同类公司中也位居前列。其中公司的偿债能力尤其突出。

图表 11 公司经营效率良好

	博汇纸业	晨鸣纸业	太阳纸业	美利纸业	行业平均
偿债能力					
流动比率	1.67	1.20	0.75	0.83	1.27
速动比率	1.17	0.80	0.56	0.35	0.87
资产负债率(%)	38.54	45.72	57.56	69.70	54.00
经营效率					
存货周转率(次)	4.96	3.81	5.14	1.49	3.84
应收账款周转率(次)	11.27	7.77	12.42	9.08	8.22
固定资产周转率(次)	1.51	0.93	1.22	0.90	1.63
期间费用率(%)	8.52	9.11	10.02	11.06	13.71
盈利能力					
毛利率(%)	19.83	21.73	19.10	15.37	16.38
净资产收益率(ROE)(%)	10.22	10.20	11.95	7.22	4.18

数据来源：板块 22 家造纸及纸制品公司 08 年年报、三季报，天相投顾整理

3.4 新项目将成为公司未来明确利润增长点

公司于 04 年 10 月、07 年下半年先后投产了 20 万吨白卡纸及 15 万吨石膏护面纸生产线。目前正在建设 35 万吨高档白卡纸项目，预计 2010 年上半年投产。

其中 20 万吨白卡纸项目投产第二年即销售 18.77 万吨，实现收入 9.81 亿元，占当年收入的 39.56%，实现毛利 1.49 亿，占当年毛利的 34.27%，至 08 年销量达到 21 万吨，收入 12.84 亿元，占营业收入的 38.77%，实现毛利 2.81 亿元，占毛利的 42.74%，成为公司最主要的业务。

15 万吨石膏护面纸项目 07 年下半年投产后，根据市场情况生产石膏护面纸和板纸，08 年销售 11.43 万吨，实现收入 3.73 亿元，占总收入的 11.27%，实现毛利 0.65 亿元，占毛利润的 9.94%。预计随着市场回暖，其中毛利率较高的石膏护面纸销量将进一步增加，毛利率也将提高。

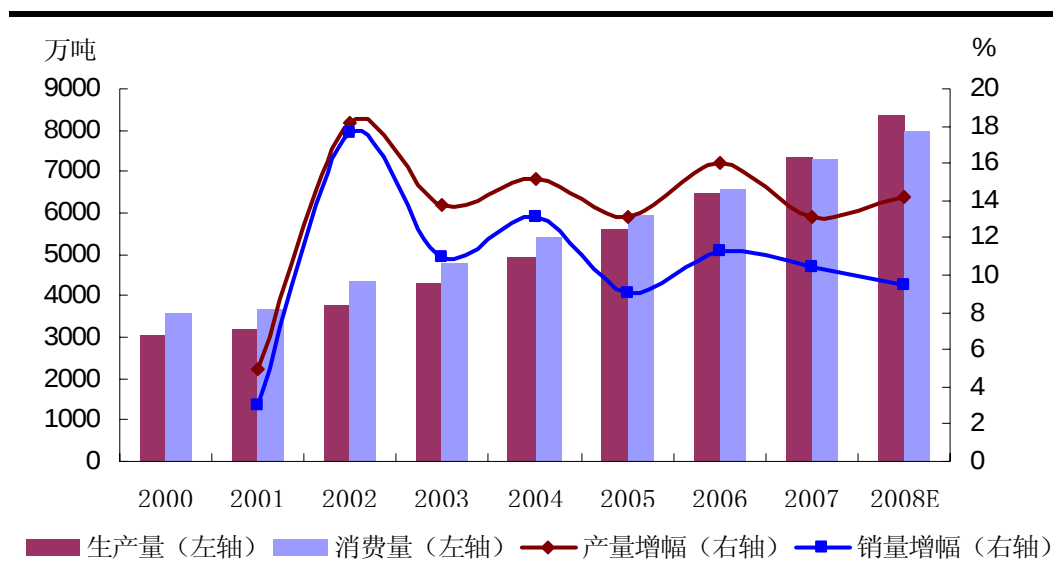
目前公司已利用自有资金先期投入 35 万吨白卡纸项目，并将发行可转债持续投入资金。该项目预计于 2010 年上半年投产，主要为烟卡等高档白卡纸，与当前市场上产能较大的社会卡并不冲突，下游需求有所保障，将成为公司 2010 年明确的利润增长点。

除此之外，公司还有 9.5 万吨化学浆项目在 08 年底建成投产，加之公司此前拥有的木浆生产线，将有效保证公司原材料供应，进一步降低公司生产成本，提高公司产品竞争力。

3.5 行业整合将为公司提供持续发展能力

我国造纸行业经过多年发展，已经出现了内在的供大于求，目前正在逐步由快速成长期转型进入成熟发展期，消费量增速将逐步放缓，新增产能需要依靠淘汰落后产能才能得以释放，现有大型造纸企业将通过兼并、联合等形式抢占市场扩大规模，获得继续发展的机会。

图表 12 我国造纸行业需求缺口逐步扩大



资料来源：中国造纸协会 天相投顾整理

从 07 年颁布的《节能减排方案》、《造纸产业政策》到近日的《轻工业振兴规划》，都反复提到了节能减排，降低污染、减少能耗与淘汰落后产能是造纸行业目前的主要任务，而支持国内企业通过兼并、联合、重组和扩建等形式，发展 10 家左右 100 万吨至 300 万吨具有先进水平的制浆造纸企业，发展若干家年产 300 万吨以上跨地区、跨部门、跨所有制的、具有国际竞争力的大型制浆造纸企业集团，已成为我国造纸行业未来持续发展的方向。公司作为行业龙头，拥有先进的环保设施，将更有可能获得更多来自节能减排与并购重组的实惠，这不仅仅使得公司可以在目前的经济危机中获得较好的生存环境，而且将为公司未来进一步发展成为更大规模的造纸企业铺平道路。

4. 风险提示

1、宏观经济风险。目前造纸包装行业市场需求虽然有所恢复，但主要是对于去年底的危机而言，要想恢复到此前的景气时期短期内难以实现，国际经济危机并未结束，宏观经济仍具有不确定性。

2、**产品集中度高的风险。**公司主要产品文化纸与白卡纸占收入比例超过 70%，目前虽然属优势纸种，但一旦纸种供需情况发生变化，将直接影响公司盈利能力。

3、**部分产品不景气的风险。**箱板纸占公司收入的 14%左右，由于目前箱板纸产能集中投放，出现大量过剩产能，行业面临洗牌，公司该部分收入与利润有减少的风险。

4、**新项目市场开拓的风险。**公司 2010 年将投产 35 万吨白卡纸产能，由于近期白卡纸市场新增产能较多，公司新投产项目具有市场开拓风险。

5、**原材料价格波动的风险。**此前国际木浆价格大幅下滑，目前处于低位，但已基本稳定，一旦原材料价格上涨，将侵蚀公司利润。

5. 公司具有估值优势

无论通过与行业同类上市公司的横向比较，或者对公司历史估值的纵向比较，都可看出明显的估值优势。

图表 13 行业同类重点公司估值（2009 年 4 月 14 日收盘价）

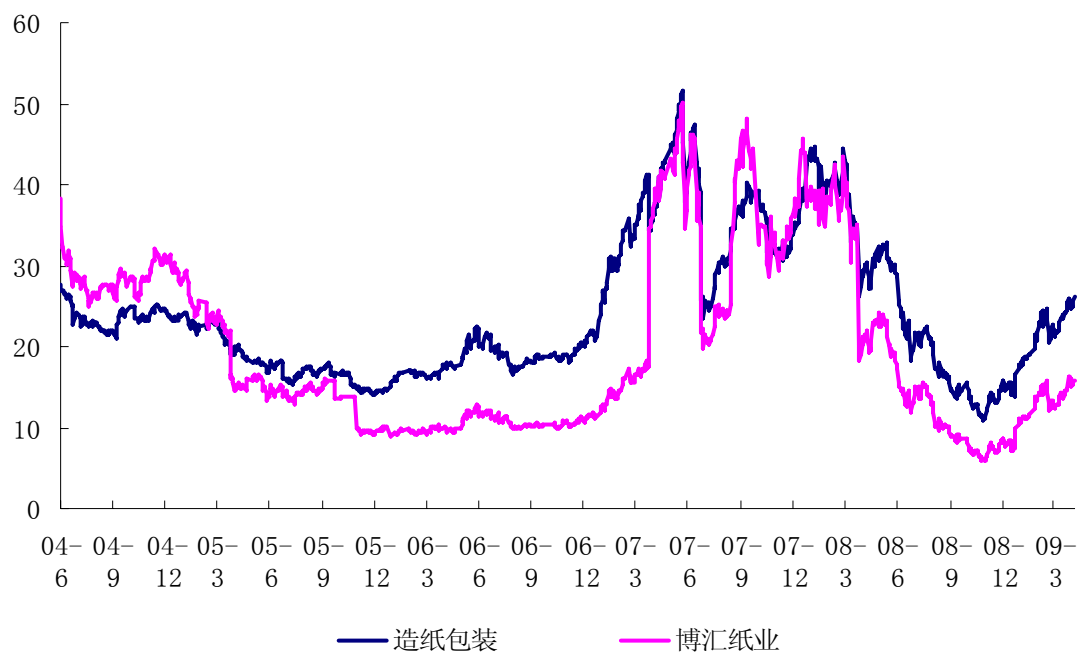
股票代码	公司简称	每股收益（元）			市盈率		
		2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E
000488	晨鸣纸业	0.57	0.60	0.68	14	13	12
000815	美利纸业	0.43	0.40	0.57	25	27	19
002014	永新股份	0.49	0.55	0.65	24	21	18
002078	太阳纸业	0.44	0.50	0.59	28	25	21
002191	劲嘉股份	0.51	0.60	0.62	35	30	29
002228	合兴包装	0.56	0.76	1.03	46	34	25
600069	银鸽投资	0.18	0.28	0.40	34	22	15
600308	华泰股份	0.70	0.79	0.95	15	13	11
600356	恒丰纸业	0.33	0.44	0.60	29	21	15
600963	岳阳纸业	0.21	0.22	0.35	39	37	24
600966	博汇纸业	0.50	0.60	0.83	16	14	10

数据来源：天相投顾整理

注：标黄为已公布 08 年数据的公司

目前板块内的 11 家主要重点公司 09 年平均 PE 为 23 倍，以此估值，公司股价可有 65% 的上升空间，虽然我们认为公司的盈利能力远高于行业平均水平，但我们保守给出 20 倍市盈率的假设，则股价可达到 12 元以上。（09 年 4 月 14 日收盘价为 8.21 元）

图表 14 公司 PE 明显低于板块平均水平



数据来源：天相投顾整理

注：造纸包装行业剔除亏损企业

6. 盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测假设

表格 1 08 年公司主要产品产销数据

	产能（万吨）	销量（万吨）	均价（元/吨）	毛利率%
2008A				
卡纸	20.00	21.00	6112.28	21.86
书写纸与双胶纸	25.22	20.74	5364.99	22.71
牛皮箱板纸	15.00	15.42	3109.83	9.96
瓦楞纸	2.50	2.17	2844.18	16.59
石膏护面纸与板纸	15.00	11.43	3264.20	17.49
2009E				
卡纸	20	21	6300	22.50
书写纸与双胶纸	25.22	22	5600	24.00
牛皮箱板纸	15	15	3100	9.00
瓦楞纸	2.5	1.5	3200	17.00
石膏护面纸与板纸	15	13	3500	19.00
2010E				
卡纸	55	35	6400	22.50
书写纸与双胶纸	25.22	23	5700	24.00
牛皮箱板纸	15	15	3200	9.00
瓦楞纸	2.5	1.5	3300	18.00
石膏护面纸与板纸	15	15	4000	20.00

数据来源：公司 08 年年报，天相投顾整理

2009 年造纸包装行业仍将受到经济危机影响，但下游需求正在逐步恢复，公司白卡纸由于多为烟卡，受经济危机影响不大，而社会卡在经过 08 年底的危机后也在快速恢复；文化纸将继续受益于节能减排，淘汰落后产能；瓦楞纸也是节能减排的主要对象，且由于瓦楞纸整体供给较小，市场环境也比较宽松；箱板纸由于整体供大于求，市场竞争激烈；石膏护面纸与板纸中，石膏护面纸产量占比将有所提高；此外原材料价格出现了大幅下降，短期内大幅上涨的可能性不大。以上为 2009 年公司产销量的假设前提。

2010 年，世界经济危机将逐步好转，产销量将有所恢复，白卡纸新增 35 万吨产能投产，但新投入生产线可能需要一段试生产时期；节能减排对文化纸与瓦楞纸的影响将逐步减弱；箱板纸依然可能受困于供过于求；石膏护面纸市场受经济回暖将进一步恢复。以上为 2010 年公司产销量的假设前提。

6.2 盈利预测

表格 2 博汇纸业盈利预测

日期	2007A	2008A	2009E	2010E
一、营业收入	316,760	331,067	352,304	468,054
减：营业成本	258,192	265,408	279,320	368,976
营业税金及附加	763	1,048	1,127	1,498
资产减值损失	378	1,774	0	0
销售费用	13,488	12,808	13,634	18,114
管理费用	5,881	6,990	7,434	9,876
财务费用	10,213	8,402	8,949	11,889
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
二、营业利润	27,571	34,714	41,641	57,503
加：营业外收入	8	305	100	100
减：营业外支出	282	229	300	300
三、利润总额	27,571	34,714	41,641	57,503
减：所得税	6,495	5,835	7,000	9,666
四、净利润	21,076	28,879	34,641	47,837
归属于母公司所有者的净利润	19,785	25,371	30,432	42,025
少数股东损益	1,290	3,508	4,209	5,812
五、每股收益（元）	0.69	0.50	0.60	0.83

资料来源：天相投顾整理

投资建议

公司主要产品文化纸受益于节能减排，供不应求；市场环境良好，高级白卡纸占比较大保证产品下游需求；新增白卡产能为高档卡纸，与国内现有产能不冲突。随着造纸行业逐步恢复，未来业绩增长预期明确。

我们预计公司 2009、2010 年 EPS 为 0.60 元和 0.83 元，根据 09 年 4 月 14 日收盘价 8.21 元计算，对应 PE 为 14 倍和 10 倍，较行业平均 23 倍 PE 具有明显估值优势，上调至“买入”评级。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100