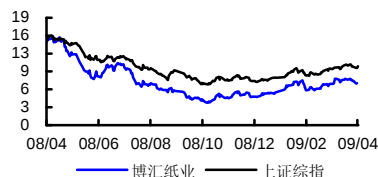


动态报告
造纸印刷
造纸
博汇纸业(600966)
2009 年一季报点评
谨慎推荐

(维持评级)

2009 年 4 月 30 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

昨收盘 (元)	7.47
总股本/流通 A 股(百万股)	504.6/369.5
流通 B 股/H 股(百万股)	0.0/0.0
总市值/流通市值(百万元)	3,769.2/2,760.3
上证综指/深圳成指	2,468.19/9,383.21
12 个月最高/最低 (元)	15.71/3.96

财务数据

净资产值(百万元)	2,462.2
每股净资产(元)	4.9
市净率	1.5
资产负债率	43.2%
息率	1.1%

相关研究报告:

2009-02-23,《即将受益于环保标准的提高》,博汇纸业 2009 年年报点评
 2009-10-28,《期待明年 5 月》,博汇纸业 2008 年三季报点评

分析师: 李世新

电话: 0755-82130565

E-mail: Lisx@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评

经营状况显示谨慎策略

●收入与盈利环比略升

公司本季实现营收 6.5 亿元,同比降 29%,环比升 13%;净利 2132 万元,同比降 74%,环比扭亏, EPS=0.04 元略低于预期,显示本季需求仍较弱。

●经营状况得到初步改善

本季公司产销率为 91%,低于去年平均的 97%;开工率为 87%,略高于去年平均的 86%,明显高于 4Q08,表明尽管市场需求仍弱,但已较上年末有所好转。在盈利方面,因上年末公司高价原料库存较低,本季毛利率 11.6%与上季持平;即使不考虑占利润总额近一半的减值冲回,本季仍实现了微弱盈利,每股经营性现金净流入也达到了 0.11 元。

●公司对行业前景谨慎

国内浆价和进口废纸价分别于 3 月和去年 11 月底,从存货增加值低于新增纸品价值看,公司并未在本季大量采购原料,其存货周转 86 天环比下降 17 天,应收账款周转 37 天也下降了 15 天,反映公司对行业前景的谨慎。公司今明两年专注于 35 万吨白卡项目建设(计划明年 5-6 月份建成),在文化纸方面加强新品开发,计划生产 5-6 万吨轻型纸,1-2 万吨静电复印纸等,强调未来将不注重规模的扩张,而强调效益的提高,做强做优。

●风险提示

经济不确定令纸业需求不确定;5 月环保新标实施预期减少存量产能但效果视执法力度而定;浆价持续低迷影响公司现有制浆业务盈利。

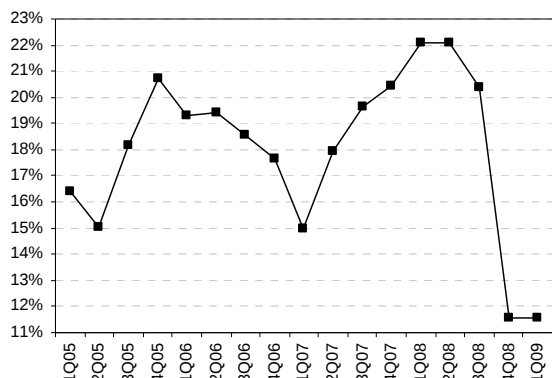
●维持“谨慎推荐”评级

因担心浆价持续低迷我们调高了公司管理费用,相应降低了公司的盈利预期。2009-2011 年的 EPS 分别为 0.40 元、0.56 元和 0.67 元,对应 P/E 分别为 19X、13X 和 11X, P/B 分别为 1.4X、1.3X 和 1.2X。维持“谨慎推荐”的评级。催化剂:(1) 5 月环保新标实施;(2) 浆价涨逾公司制浆成本。

盈利预测和财务指标

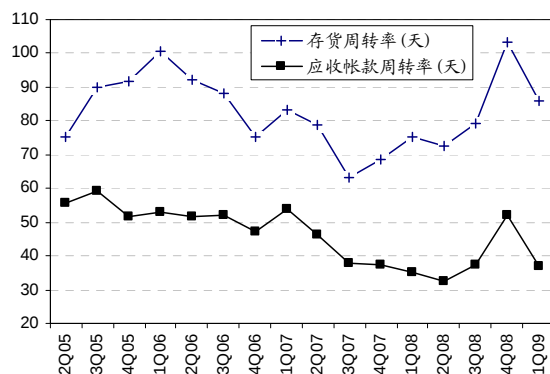
	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	3,167.6	3,310.7	2,972	3,437	4,185
(+/-%)	19.6%	4.5%	-10.2%	15.6%	21.8%
净利润(百万元)	197.9	253.7	201	283	337
(+/-%)	34.7%	28.2%	-20.8%	40.8%	19.2%
每股收益(元)	0.63	0.50	0.40	0.56	0.67
EBIT Margin	14.2%	13.5%	10.7%	13.3%	12.7%
净资产收益率 (ROE)	8.8%	10.2%	7.7%	10.0%	11.0%
市盈率 (PE)	11.9	14.9	18.8	13.3	11.2
EV/EBITDA	6.9	8.6	9.3	7.8	6.6
市净率 (PB)	1.0	1.5	1.44	1.34	1.23

图 1: 毛利率与 4Q08 持平



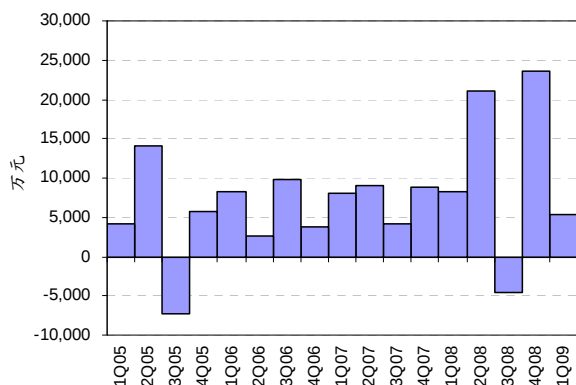
资料来源: 公司定期报告

图 2: 存货及应收帐款周转加快



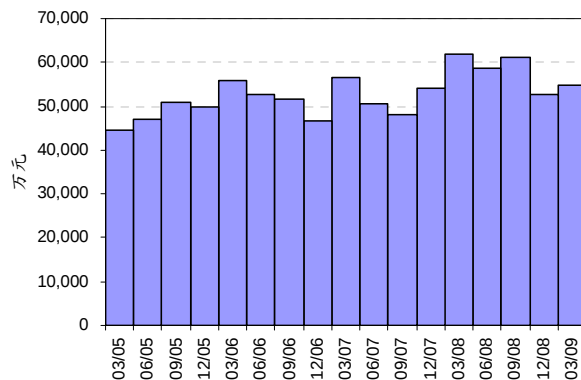
资料来源: 公司定期报告

图 3: 经营性现金保持净流入



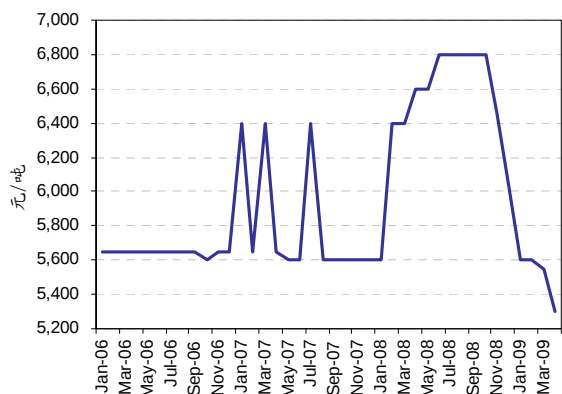
资料来源: 公司定期报告

图 4: 存货略增因纸品库存增加



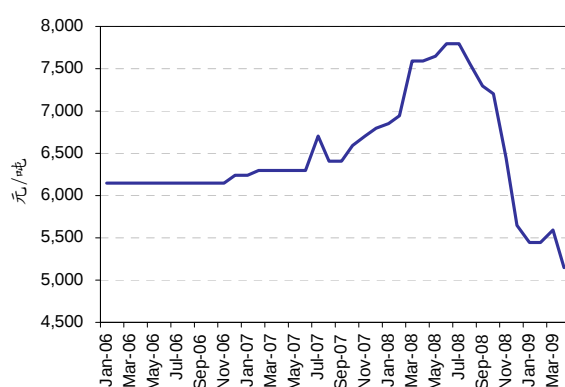
资料来源: 公司定期报告

图 5: 公司双胶纸价格走势



资料来源: 国信证券经济研究所

图 6: 公司白卡(社会卡)价格走势



资料来源: 国信证券经济研究所

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	518	299	155	147	营业收入	3311	2972	3437	4185
应收款项	429	385	445	542	营业成本	2654	2452	2745	3369
存货净额	528	468	520	642	营业税金及附加	10	7	11	13
其他流动资产	287	258	298	363	销售费用	128	103	131	159
流动资产合计	1762	1410	1418	1695	管理费用	70	93	92	111
固定资产	2446	2911	3796	3635	财务费用	84	63	84	96
无形资产及其他	180	174	168	162	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	16	16	16	16	资产减值及公允价值变动	(18)	19	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	4405	4511	5399	5508	营业利润	346	272	375	437
短期借款及交易性金融负债	708	695	1330	1105	营业外净收支	1	(0)	(0)	(0)
应付款项	268	237	264	326	利润总额	347	272	375	437
其他流动负债	79	71	79	97	所得税费用	58	47	64	74
流动负债合计	1055	1003	1673	1528	少数股东损益	35	24	28	25
长期借款及应付债券	643	643	643	643	归属于母公司净利润	254	201	283	337
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	643	643	643	643					
负债合计	1698	1646	2316	2171					
少数股东权益	225	242	262	279					
股东权益	2482	2623	2821	3057					
负债和股东权益总计	4405	4511	5399	5508					

现金流量表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	254	201	283	337
资产减值准备	14	(4)	4	0
折旧摊销	185	264	317	367
公允价值变动损失	18	(19)	0	0
财务费用	84	63	84	96
营运资本变动	(129)	90	(114)	(203)
其它	16	21	16	17
经营活动现金流	358	554	506	518
资本开支	(431)	(700)	(1200)	(200)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(431)	(700)	(1200)	(200)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(118)	0	0	0
支付股利、利息	(156)	(60)	(85)	(101)
其它融资现金流	379	(12)	635	(225)
融资活动现金流	(168)	(73)	550	(326)
现金净变动	(241)	(219)	(144)	(8)
货币资金的期初余额	760	518	299	155
货币资金的期末余额	518	299	155	147
企业自由现金流	(2)	(83)	(616)	405
权益自由现金流	259	(148)	(51)	101

关键财务与估值指标	2008	2009E	2010E	2011E
每股收益	0.50	0.40	0.56	0.67
每股红利	0.08	0.12	0.17	0.20
每股净资产	4.92	5.20	5.59	6.06
ROIC	9%	7%	8%	9%
ROE	10%	8%	10%	11%
毛利率	20%	17%	20%	19%
EBIT Margin	14%	11%	13%	13%
EBITDA Margin	19%	20%	23%	21%
收入增长	5%	-10%	16%	22%
净利润增长率	28%	-21%	41%	19%
资产负债率	44%	42%	48%	44%
息率	4.1%	1.6%	2.3%	2.7%
P/E	14.9	18.8	13.3	11.2
P/B	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	8.6	9.3	7.8	6.6

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国信证券所有，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。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
杨建龙		汤小生	021-68864595	唐建华	0755-82130468
林松立	010-82254212	黄海培	021-68864598	孙菲菲	0755-82133400
任泽平	010-82254206	崔嵘	021-68866202	高健	0755-82130678
周炳林	0755-82133339	廖喆	021-68866236	黄金香	010-82252922
		赵谦	021-68866295		
银行		房地产		信息技术	
邱志承	021-68864597	方焱	0755-82130648	肖利娟	010-82252322
黄飙	0755-82133476	陈林	0755-82133343	王俊峰	010-82254205
谈煊	010-82254212	区瑞明	0755-82130678	凌晨	021-68866233
戴志锋	0755-82133343				
有色金属		汽车及零配件		钢铁	
彭波	0755-82133909	李君	021-68866235	郑东	010-82254160
李洪冀	010-82252922	左涛	021-68866253	秦波	010-82252922
商业贸易		基础化工		非银行金融	
胡鸿轲	021-68866206	邱伟	0755-82133263	武建刚	010-82250828
吴美玉	010-82252911	陆震	0755-82130532	王一峰	010-82250828
石油与石化		电力设备		传媒	
李晨	021-68866252	彭继忠	021-68866203	陈财茂	021-68866236
严蓓娜	021-68866253	皮家银	021-68866205	廖绪发	021-68866237
机械		电力与公用事业		医药	
余爱斌	0755-82133400	徐颖真	021-68864007	贺平鸽	0755-82133396
李筱筠	010-82254205	谢达成	021-68866236	丁丹	0755-82130678
通信		造纸		家电	
严平	021-68865025	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
纺织服装		建材		旅游	
方军平	021-68866202	杨昕	021-68864596	陈财茂	021-68866236
				廖绪发	021-68866237
中小股票		食品饮料			
高芳敏	021-68864586	黄茂	0755-82133476		
陈爱华		谢鸿鹤	0755-82130646		
滕云					
农业		煤炭		建筑	
张如	021-68866233	李然	0755-82130681	邱波	0755-82133390
固定收益与基金		金融工程		金融工程	
皮敏	021-68864011	葛新元	0755-82133332	王军清	0755-82133297
张旭	010-82254210	董艺婷	021-68866946	黄志文	0755-82130532
杨涛	0755-82133339	戴军	021-68864585	林晓明	
国信证券经济研究所机构销售部					
华南区		华东区		华北区	
万成水	0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平	021-68864592 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
刘宇华	0755-82130818 13823380182 liuyh@guosen.com.cn	马小丹	021-68866025 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	郑毅	021-68866205 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元	010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
庞博	0755-82130818 0755-82133343 pangb@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-68866011 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦戡	010-82254209 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
祝彬	0755-82133456 15814403667 zhubin@guosen.com.cn	刘塑	021-68866236 13817906789 liusu@guosen.com.cn		