



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

2009 年 8 月 25 日

造纸印刷行业

研究部

罗炜

分析员

luowei@cicc.com.cn

关雪

联系人

guanxue@cicc.com.cn

中性

博汇纸业(600966.CH)

上半年业绩超出预期，上调盈利预测

主要财务信息

(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	2,649	3,168	3,311	3,190	4,681
(+/--%)	7%	20%	5%	-4%	47%
息税前利润	311	381	430	344	584
(+/--%)	9%	22%	13%	-20%	70%
净利润	147	198	254	200	373
(+/--%)	15%	35%	28%	-21%	87%
每股收益(元)	0.52	0.63	0.50	0.40	0.74
(+/--%)	30%	20%	-20%	-21%	87%
摊薄市盈率	17.0	14.2	17.7	22.4	12.0
摊薄市净率	1.8	1.2	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA	9.0	7.5	6.3	8.2	5.7
净资产收益率	10.4%	8.8%	10.2%	7.6%	12.5%
ROCE	7.2%	8.3%	9.0%	6.7%	10.6%
现金分红收益率	0.6%	1.1%	0.9%	0.7%	1.3%
每股经营现金流(元)	0.9	1.0	1.5	1.7	0.9
股价/经营现金	10.2	9.3	5.8	5.3	9.6

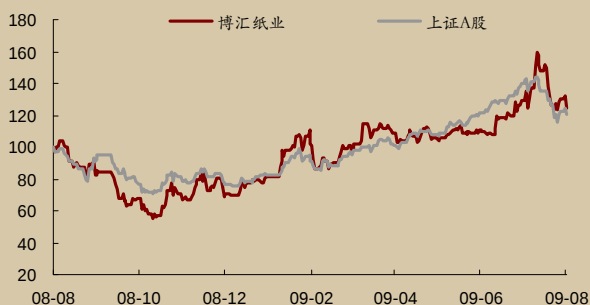
股票信息

	A股
股票代码	600966.CH
当前股价(元)	人民币8.88
日成交量(百万股)	14.66
52周最高价/最低价	人民币11.83/3.9
总市值(百万元)	4,481
发行股数(百万股)	505
其中:流通股(百万股)	370
主要股东(持股比例)	山东博汇集团有限公司(33.77%)

最近估值走势

	1周	1月	3月	年初至今
[600966.SH]	-2.42	-3.69	+17.00	+79.03
[上证A股指数]	+0.16	-13.57	+10.74	+60.07

最近估值走势



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

09 年上半年业绩超出预期 30%：

博汇纸业公布了 09 年上半年业绩，公司实现营业收入 14.4 亿元，同比下降 23.2%；净利润 6600 万元，每股收益为 0.13 元，同比下降 62.8%，超出预期 30%。

正面：

- 二季度毛利率 15.7%，环比提升 4.1 个百分点。原材料价格锁定而纸价环比提升是主要原因，其中白卡纸价格环比提升 20%以上。
- 上半年产销量 39 万吨，二季度产销量环比提高。因产能利用率大幅提高，超过 100%。

负面：

- 上半年盈利能力同比大幅下滑。因纸价格低于去年同期 20+%，毛利率仅 13.8%，同比下降 8.3 个百分点。净利润率 4.6%，同比下降 5 个百分点。

发展趋势：2010 年量价齐升

随纸价上涨，公司毛利率逐季将显著上升。预计三季度毛利率将接近 20%，四季度有望超过 20%。公司 40 万吨白卡项目将提前至今年年底投产，明年贡献白卡产量 30 万吨。

上调盈利预测

因上半年盈利超出预期及白卡项目提前投产，我们上调 09-2010 年盈利预测 22.6%和 38.2%至 0.4 元和 0.74 元。主要是上调了毛利率、产量及价格的假设。

估值与建议：

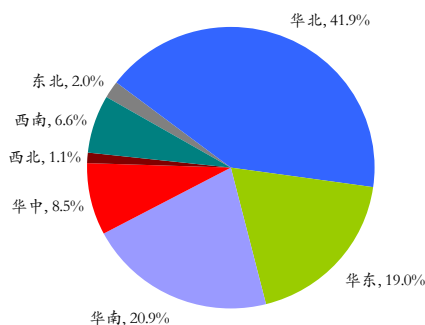
我们重申对造纸板块的推荐。按照调整后盈利预测，博汇纸业 09 年和 2010 年市盈率分别为 22.4x 和 12x。近期纸价的上涨将成为股价催化剂，建议关注博汇纸业。

图表 1: 09 年上半年分纸种盈利能力

(百万元)	营业收入	YoY	营业成本	YoY	营业利润率	(+/-)
书写纸	454	↓21.9%	378	↓13.5%	16.66%	-8.2%
卡纸	528	↓29.2%	448	↓20.0%	15.17%	-9.8%
石膏护面纸	186	↑15.6%	172	↑34.3%	7.74%	-12.8%
箱板纸	198	↓22.1%	177	↓22.3%	10.59%	+0.3%

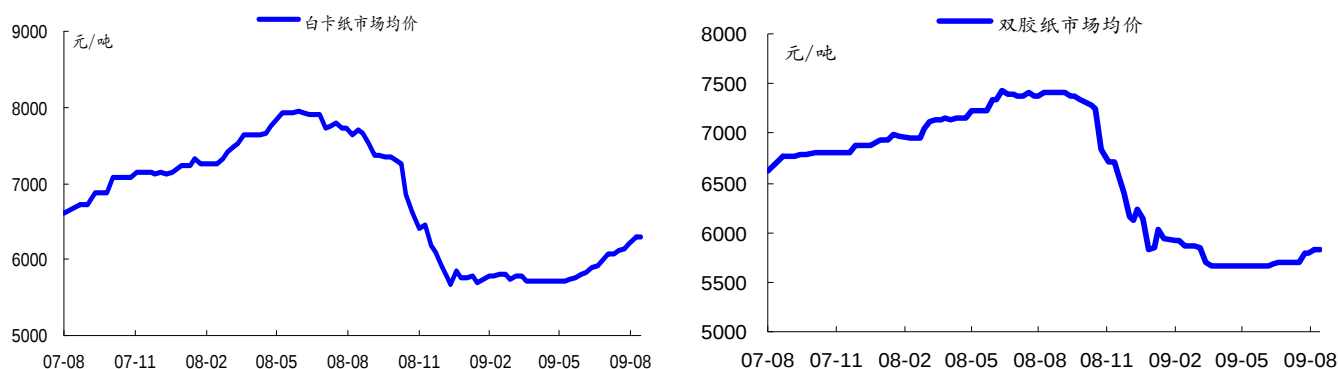
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 2: 09 年上半年收入分地区分布



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 3: 白卡纸和双胶纸价格走势



资料来源：纸业联讯，中金公司研究部

图表 4: 2009 年第 2 季度业绩分析

(人民币百万元)	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	QoQ	YoY	1H07	1H08	1H09	YoY
主营业务收入	971	866	569	645	794	↑23.1%	↓18.2%	1,421	1,875	1,440	↓23.2%
减：主营业务成本	-756	-690	-503	-570	-670	↑17.5%	↓11.3%	-1,186	-1,461	-1,240	↓15.1%
主营业务税金及附加	-4	-2	-2	-1	0	-	-	-4	-7	-0	↓92.5%
主营业务利润	212	174	64	74	124	↑67.4%	↓41.2%	232	408	199	↓51.3%
减：营业费用	-37	-22	-22	-21	-28	↑30.9%	↓25.5%	-60	-84	-49	↓42.1%
管理费用	-23	-21	-2	-22	-20	↓9.3%	↓14.3%	-35	-46	-42	↓9.8%
财务费用	-20	-22	-25	-16	-16	↑3.2%	↓21.4%	-41	-37	-32	↓15.7%
资产减值损失	1	-	-18	15	0	↓99%	↓79%	-	1	15	↑2033%
营业利润	132	109	-4	31	61	↑100%	↓54%	95	241	92	↓61.9%
营业外收入	-	0	3	-	-	-	-	0	-	-	-
减：营业外支出	-2	-0	-0	-	-1	-	↓65.2%	-2	-2	-1	↓65.2%
利润总额	130	109	-1	31	60	↑98.0%	↓53.4%	93	239	91	↓61.9%
减：所得税	-21	-19	2	-6	-11	↑91.4%	↓49.4%	-30	-41	-17	↓60.1%
减：少数股东损益	-12	-10	-5	-4	-5	↑31.8%	↓62.2%	-1	-19	-8	↓57.6%
净利润	96	80	-4	21	45	↑111%	↓53%	61	178	66	↓62.8%
每股收益	0.190	0.159	-0.009	0.042	0.089	↑111%	↓53%	0.122	0.353	0.131	↓62.8%
主营业务利润率	22.2%	20.4%	11.6%	11.6%	15.7%	+4.1%	-6.5%	16.6%	22.1%	13.8%	-8.3%
营业费用率	3.8%	2.5%	3.9%	3.3%	3.5%	+0.2%	-0.3%	4.2%	4.5%	3.4%	-1.1%
管理费用率	2.4%	2.5%	0.4%	3.4%	2.5%	-0.9%	+0.1%	2.5%	2.5%	2.9%	+0.4%
营业利润率	13.6%	12.6%	-0.7%	4.7%	7.7%	+3.0%	-5.9%	6.7%	12.9%	6.4%	-6.5%
净利润率	9.9%	9.2%	-0.8%	3.3%	5.7%	+2.4%	-4.2%	4.3%	9.5%	4.6%	-4.9%
有效税率	16.5%	17.0%	203.6%	18.6%	18.0%	-0.6%	+1.4%	32.7%	17.4%	18.2%	+0.8%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 5: 主要假设调整

	2008A	2009E			2010E		
		调整前	调整后	(+/-)	调整前	调整后	(+/-)
产销量(千吨)	707	726	726	-	821	969	↑ 18.1%
文化纸	207	207	207	-	215	215	-
书写纸	197	197	197	-	204	204	-
双胶纸	9	9	9	-	9	9	-
包装纸及纸板	386	390	390	-	471	619	↑ 31.5%
牛皮箱纸板	153	156	156	-	156	156	-
瓦楞原纸	23	24	24	-	24	24	-
涂布白卡纸	210	210	210	-	292	440	↑ 50.9%
石膏护面纸	114	129	129	-	135	135	-
平均售价(含税)	5,376	5,079	5,142	↑ 1.2%	5,430	5,652	↑ 4.1%
文化纸	6,277	5,572	5,779	↑ 3.7%	5,770	5,878	↑ 1.9%
书写纸	6,179	5,600	5,800	↑ 3.6%	5,800	5,900	↑ 1.7%
双胶纸	6,881	6,100	6,500	↑ 6.6%	6,300	6,600	↑ 4.8%
包装纸及纸板	5,538	5,262	5,268	↑ 0.1%	5,692	5,938	↑ 4.3%
牛皮箱纸板	3,679	3,550	3,550	-	3,650	3,650	-
瓦楞原纸	3,140	2,900	3,000	↑ 3.4%	3,000	3,100	↑ 3.3%
涂布白板纸	4,000	4,000	4,500	↑ 12.5%	4,000	4,500	↑ 12.5%
涂布白卡纸	7,151	6,800	6,800	-	7,000	6,900	↓ 1.4%
石膏护面纸	3,190	3,190	3,190	-	3,400	3,400	-
综合毛利率	19.8%	16.2%	17.2%	+1.0%	18.5%	18.9%	+0.4%

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 6: 盈利预测调整

(千元)	2008A	2009E			2010E		
		调整前	调整后	(+/-)	调整前	调整后	(+/-)
主营业务收入	3,310,674	3,150,793	3,189,509	↑ 1.2%	3,808,583	4,681,233	↑ 22.9%
主营业务利润	646,119	500,203	537,814	↑ 7.5%	691,546	868,229	↑ 25.5%
营业利润	346,374	222,839	273,216	↑ 22.6%	369,820	510,969	↑ 38.2%
利润总额	347,138	222,839	273,216	↑ 22.6%	369,820	510,969	↑ 38.2%
净利润	253,712	162,866	199,685	↑ 22.6%	270,290	373,452	↑ 38.2%
全面摊薄每股收益(元)	0.50	0.32	0.40	↑ 22.6%	0.54	0.74	↑ 38.2%

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 7：历史和预测的财务指标

(单位：人民币百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
损益表					
主营业务收入	2,649	3,168	3,311	3,190	4,681
主营业务成本	-2,154	-2,582	-2,654	-2,642	-3,798
主营业务利润	485	578	646	538	868
营业费用	-109	-135	-128	-123	-181
管理费用	-63	-59	-70	-67	-99
财务费用	-87	-102	-84	-70	-73
营业利润	224	278	346	273	511
利润总额	224	276	347	273	511
净利润	147	198	254	200	373
现金流量表					
经营活动现金流	245	302	484	524	292
投资活动现金流	-363	-40	-544	-900	-200
融资活动现金流	231	334	-275	109	-285
现金及现金等价物净增加额	113	596	-335	-267	-193
资产负债表					
货币资金	160	760	518	251	58
应收帐款及票据	434	443	426	443	650
其它应收款项	113	116	290	280	410
存货	468	542	528	533	766
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产净额	1,810	2,006	2,369	2,968	2,854
在建工程	296	186	77	195	324
无形资产及其他资产	138	193	196	190	184
短期借款	461	645	646	566	486
应付帐款及票据	256	276	268	317	456
其它应付款项	63	63	79	79	113
长期借款	892	761	643	981	881
少数股东权益	45	190	225	253	304
股东权益	1,419	2,260	2,482	2,642	2,983

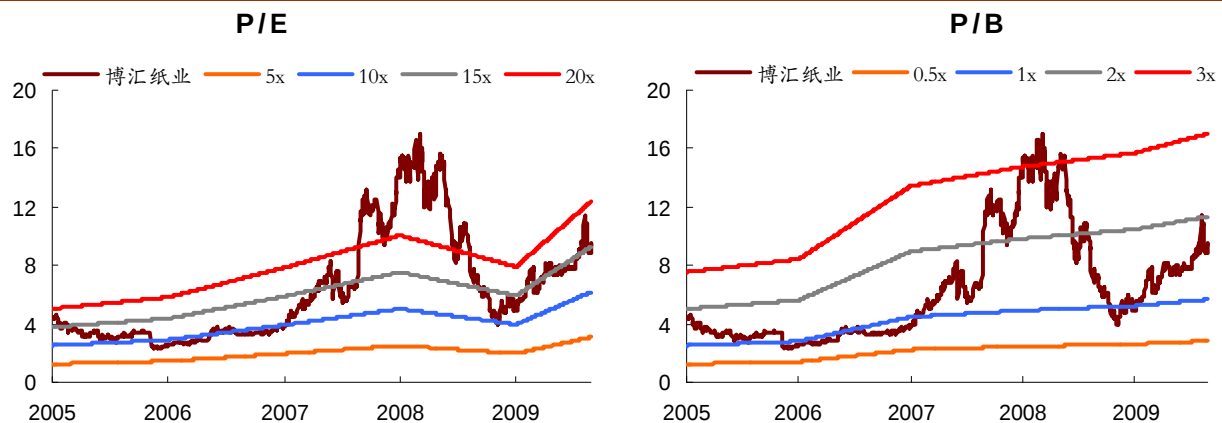
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 8: 可比公司估值

公司	交易货币	股价	市盈率			市净率			EV/EBITDA		
		2009-8-25	08	09E	10E	08	09E	10E	08	09E	10E
A股市场											
华泰股份	CNY	11.87	17.9	16.9	12.6	1.7	1.4	1.2	8.9	7.7	6.2
晨鸣纸业	CNY	7.73	14.8	20.7	14.7	1.3	1.2	1.2	8.5	9.3	7.6
太阳纸业	CNY	16.79	36.5	29.5	23.3	3.2	3.0	2.8	16.1	10.7	8.3
岳阳纸业	CNY	7.63	36.3	41.4	22.1	1.7	1.6	1.5	17.3	13.8	11.0
博汇纸业	CNY	8.88	17.7	22.4	12.0	1.8	1.7	1.5	6.3	8.2	5.7
景兴纸业	CNY	5.49	n.a.	76.9	34.2	1.3	1.3	1.2	180.6	n.a.	n.a.
山鹰纸业	CNY	4.35	435.0	41.5	29.5	1.4	n.a.	n.a.	12.4	n.a.	n.a.
平均值			93.0	35.6	21.2	1.8	1.7	1.6	35.7	10.0	7.8
中间值			27.1	29.5	22.1	1.7	1.5	1.4	12.4	9.3	7.6
B股市场											
晨鸣B	HKD	5.76	9.5	13.6	10.0	0.8	0.8	0.8	6.4	7.3	6.1
香港市场											
玖龙纸业	HKD	9.48	18.7	29.4	22.9	2.6	2.5	2.3	17.6	21.1	15.9
理文造纸	HKD	14.34	11.3	54.0	15.2	2.0	1.9	1.7	12.3	23.6	11.9
晨鸣纸业	HKD	5.86	9.7	13.8	10.1	0.8	0.8	0.8	6.5	7.3	6.1
阳光纸业	HKD	2.10	11.4	17.9	12.2	0.6	0.6	0.6	11.1	10.3	9.2
群星纸业	HKD	3.76	8.7	9.3	7.7	1.5	n.a.	n.a.	4.5	n.a.	n.a.
维达国际	HKD	5.48	29.8	17.6	14.9	2.9	2.6	2.3	16.4	11.0	9.5
平均值			14.9	23.7	13.8	1.8	1.7	1.5	11.4	14.7	10.5
中间值			11.4	17.7	13.5	1.8	1.9	1.7	11.7	11.0	9.5
台湾市场											
Yuen Foong Yu	TWD	10.25	n.a.	512.5	21.8	0.9	n.a.	n.a.	309.2	n.a.	n.a.
美国市场											
Intl.Paper	USD	20.88	n.a.	34.3	21.9	2.1	1.9	1.8	6.9	6.3	6.9
Kimberly-Clark	USD	59.27	14.6	13.6	12.0	6.3	5.2	4.8	9.4	8.7	7.9
MeadWestvaco	USD	21.94	42.2	54.6	35.3	1.3	1.3	1.2	7.6	7.6	7.2
Pottlatch Corp	USD	29.41	22.1	19.2	27.0	5.9	6.0	7.0	17.6	14.3	16.7
Boise Cascade	USD	10.77	n.a.	32.1	20.7	3.3	3.0	2.5	7.8	11.9	11.2
Weyerhaeuser	USD	36.32	n.a.	n.a.	n.a.	1.6	1.9	2.0	114.4	141.7	20.4
Temple-Inland	USD	16.62	n.a.	23.1	23.5	2.3	2.3	2.2	9.9	7.0	7.1
平均值			26.3	29.5	23.4	3.3	3.1	3.1	24.8	28.2	11.0
中间值			22.1	27.6	22.7	2.3	2.3	2.2	9.4	8.7	7.9
日本市场											
Nippon Unipac	JPY	2,590.00	n.a.	26.3	22.3	0.7	0.7	0.7	10.6	10.5	10.8
Oji Paper	JPY	418.00	n.a.	20.4	19.4	1.0	1.0	0.9	9.6	9.8	9.4
平均值			n.a.	23.3	20.8	0.9	0.8	0.8	10.1	10.1	10.1
中间值			n.a.	23.3	20.8	0.9	0.8	0.8	10.1	10.1	10.1
欧洲市场											
SCA	SEK	96.25	12.1	13.3	13.0	1.0	1.0	1.0	7.8	7.4	7.1
M-real	EUR	0.71	n.a.	n.a.	n.a.	0.2	0.2	0.3	4.3	n.a.	20.7
Stora Enso	EUR	4.75	n.a.	110.5	32.1	0.7	0.7	0.7	10.1	10.6	8.9
UPM-Kymmene	EUR	8.53	n.a.	n.a.	47.1	0.7	0.8	0.8	7.9	9.6	8.2
平均值			12.1	61.9	30.7	0.6	0.7	0.7	7.5	9.2	11.2
中间值			12.1	61.9	31.4	0.7	0.7	0.7	7.8	9.4	8.9
其他市场											
CMPC	CLP	16,469.00	25.4	36.0	19.8	1.0	n.a.	n.a.	10.1	13.0	10.9
林业公司											
吉林森工	CNY	7.54	58.0	98.8	61.5	1.8	n.a.	n.a.	17.2	n.a.	n.a.
永安林业	CNY	6.78	339.0	84.8	56.5	3.7	n.a.	n.a.	28.5	n.a.	n.a.
景谷林业	CNY	8.34	119.1	n.a.	n.a.	2.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
平均值			172.0	91.8	59.0	2.7	n.a.	n.a.	22.8	n.a.	n.a.
中间值			119.1	91.8	59.0	2.8	n.a.	n.a.	22.8	n.a.	n.a.
林纸一体化											
福建南纸	CNY	4.18	836.0	n.a.	n.a.	1.4	n.a.	n.a.	48.8	n.a.	n.a.
岳阳纸业	CNY	7.63	36.3	41.4	22.1	1.7	1.6	1.5	17.3	13.8	11.0
平均值			436.2	41.4	22.1	1.5	1.6	1.5	33.1	13.8	11.0
中间值			436.2	41.4	22.1	1.5	1.6	1.5	33.1	13.8	11.0
全球平均值(不含中国)											
			99.7	60.1	24.5	2.0	1.9	1.9	28.9	18.2	10.8
全球中间值(不含中国)			23.8	29.4	21.8	1.5	1.6	1.5	10.1	10.5	9.5

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 9: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我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。我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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，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。