

造纸 III



雒雅梅

造纸及轻工行业研究员

021-38565935

luoym@xyzq.com.cn

博汇纸业（600966）

今年的丑小鸭,明年的白天鹅

——调研信息速递

推荐（维持）

2009 年 9 月 15 日

投资要点

9 月 8 日-9 月 11 日，我们对山东四家造纸公司进行了实地调研。从调研情况来看，博汇纸业和我们一贯的判断一致，仍然是当前经营最为稳健的，09 年业绩总体表现平稳，我们测算 EPS 约 0.35 元，但是 2010 年来看，将可能成为弹性最大，最吸引眼球的公司，我们测算 EPS 有望达到 0.64 元。

- **09 年业绩表现平稳。**单季度业绩来看，一季度公司实现 EPS0.04 元，二季度 0.09 元，根据调研情况，我们测算三、四季度将分别实现 EPS0.11 元。

下半年公司业绩增长主要来自以下三方面：

（1）纸价稳步上涨。调研了解到，7、8 月纸价已累计上涨 200-300 元/吨。当前文化纸价格为 5000 元/吨；白卡纸价格 6200 元/吨；箱板纸价格 3100 元/吨；石膏护面纸价格 3300 元/吨。后期我们判断随着需求进一步向好，纸价仍存在进一步上涨空间。

（2）自制浆产能释放。公司当前自制浆产能约 25 万吨，其中 15 万吨杨木化机浆，10 万吨化学浆（08 年 5 月份投产）。随着浆价上涨，公司自制浆开工率不断提升，其中化机浆线二季度以来开工率一直较高，产量约 1 万多吨/月，基本满产；而化学浆由于成本较高，开工率一直较低，但 7、8 月份以来单月产量已上升至 7000 吨以上，折算开工率为 84%以上。

公司自制化学浆主要供白卡生产线，用以替代进口浆，我们测算吨浆成本约 3400 元左右，而当前公司木浆采购价格约 600 美元/吨，比自制浆成本高约 26%。在此情况下，我们判断下半年公司白卡纸毛利率将有较大幅度提升。

（3）销量稳中有升。当前单月销量约 7.3 万吨，与二季度相比略有上升。产销率在 100%以上，因此库存得到进一步消化，当前约 10 天左右，已降至正常库存水平之下，而相比一季度末库存水平，则下降五成以上。因此，后期来看，我们认为销量上升空间不大，基本维稳。

业绩总体表现平稳。虽然业绩逐季呈上升趋势，但是相对于其他主要造纸公司弹性仍然较小。原因一方面在于纸种的关系，公司主导纸种文化纸和烟卡（占总产能 50%以上）本身需求稳定，价格弹性相对较小。而其余纸种石膏护面纸和箱板纸下游需求好转有限，对业绩带动不大。另一方面，公司经营风格一向稳健。而我们认为，这种稳健的风格其实是一把双刃剑，在行业景气向下时表现出较强的抗跌性，但在景气上升时弹性也相对较小。

- **2010 年业绩大幅增长。**基本逻辑在于，我们认为明年白卡纸行业景气度最高。主要得益于供需关系的扭转：从需求看，如果明年整体经济全面复苏，则白卡纸行业需求或将大幅反弹，我们测算需求增速有望达到 20% 左右；从供给看，白卡纸是当前为数不多的新增产能较小的纸种，按照我们目前的统计数据，明年新增产能约 65 万吨，占行业总产能的 5%。在此情况下，行业供需关系将得到彻底扭转，景气或将大幅提升。

而公司 35 万吨白卡纸生产线将于明年一季度投产，届时产能将增长 44% 左右。受益于白卡纸行业景气的提升，新增产能将充分分享行业景气，成为业绩增长的主要推动力。我们假设新增产能明年贡献 20 万吨产量，均价 7400 元/吨（相当于当前价格上涨 19%），则贡献收入约 12.8 亿，如果按照当前白卡纸 18% 的毛利率测算，则粗略估算可增加净利润约 1 亿，增厚 EPS 约 0.20 元。

此外，在明年整体经济全面复苏的背景下，公司另两个纸种箱板纸和石膏护面纸景气也将持续上升，进一步增厚业绩。

- **维持“推荐”评级。**综合调研信息，我们调整公司 09-11 年 EPS 分别为 0.35 元、0.64 元、0.78 元，对应当前 PE 分别为 27.4X、15.0X 和 12.3X，PB 为 1.9X，虽然 09 年估值较高，但是考虑到 2010 年较高的成长性，估值水平并不过分，因此继续予以“推荐”投资评级。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。