

王旭东 021-68407681
 wangxd@cmschina.com.cn
 濮冬燕 021-68407301
 pudu@cmschina.com.cn

2009年10月9日

博汇纸业(600966.SH)/ 8.80元

35万吨白卡纸项目带来增长

原材料·造纸印刷

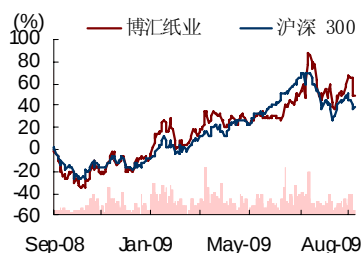
中性-A(维持)

基础数据

上证综指	2839
总股本(万股)	50458
已上市流通股(万股)	36952
总市值(亿元)	45
流通市值(亿元)	33
每股净资产(MRQ)	5.0
ROE(TTM)	5.7
资产负债率	46.4%
主要股东	山东博汇集团
主要股东持股比例	33.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	25	55
相对表现	1	0	10



相关报告

- 1、《博汇纸业(600966)-业绩受经济影响下降》2009/08/28
- 2、《博汇纸业(600966)-业绩复苏仍需一段时间》2009/04/30
- 3、《博汇纸业(600966)-化学浆及白卡纸带动利润增长》2008/07/23

本篇为调研简报,公司受益于纸价上涨,三、四季度经营形势持续向好。我们预测 09、10 年 EPS 分别为 0.38 元(PE 27 倍)、0.47 元(PE 21 倍),对应的 09 年 PB1.9 倍,维持“中性-A”投资评级,股价再有下跌拟提高评级。

- **公司产能处于满开工状态:** 1、文化纸年产 25 万吨(由历史沿革下来的 15-16 条中小线组成); 2、白卡纸年产 23 万吨(前次募集资金投的 1 条大型先进线); 3、箱板纸 16 万吨; 4、石膏护板纸 13 万吨。
- **纸价走高带高毛利率:** 一季度 11.59%(需消化 08 年高价浆库存),二季度 16%(纸价上涨快于原料价),三季度 17%以上(纸价稳步走高,原料价不是太高),从目前销售形势看,预计四季度与三季度差不多或稍好。
- **公司现浆产能可以完全自给。**公司现有 20 万吨漂白化机浆和 08 年 5 月投产的 9.8 万吨漂白化学浆(阔叶浆),原料是向当地林农收的杨木和广东、广西购的桉木片,目前桉木片价格在 1254 元/吨。此外仍有(两条合计)7-8 万吨草浆线,用于文化纸的少量掺混。
- **35 万吨白卡纸项目带来 10-11 年的利润增长。**该项目为待实施可分离债券项目,工程仍在施工,预计 09 年底试车,10 年可逐步达产。达产后,原 23 万吨白卡将改向社会卡,为新线的烟卡让道,以缓解对市场烟卡容量的冲击。
- **预估每股收益 09 年 0.38 元、10 年 0.47 元。**同比分别增长-25%和 26%;
- **维持“中性-A”投资评级:** 公司受益于纸价上涨,三、四季度经营形势持续向好。我们预测 09、10 年 EPS 分别为 0.38 元(PE 27 倍)、0.47 元(PE 21 倍),对应的 09 年 PB1.9 倍,维持“中性-A”投资评级,股价再有下跌拟提高评级。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	3168	3311	2975	3935	4662
同比增长	20%	5%	-10%	32%	18%
营业利润(百万元)	278	346	261	333	421
同比增长	24%	24%	-25%	28%	26%
净利润(百万元)	198	254	190	239	299
同比增长	35%	28%	-25%	26%	25%
每股收益(元)	0.63	0.50	0.38	0.47	0.59
PE	15.9	19.9	26.6	21.1	16.9
PB	1.4	2.0	1.9	1.8	1.6

资料来源:招商证券

表1、博汇纸业主营业务预测表

单位: 百万	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入合计	2649	3168	3311	2975	3935
白卡纸	1117	1303	1284	1072	2018
文化纸	1081	1120	1113	1038	1044
牛皮箱板纸	382	526	480	370	375
瓦楞纸	50	57	62		
石膏护面纸和纸板	0	145	373	344	344
合计收入增长率	7%	20%	5%	-10%	32%
白卡纸	14%	17%	-2%	-16%	88%
文化纸	3%	4%	-1%	-7%	1%
牛皮箱板纸	-6%	38%	-9%	-23%	1%
瓦楞纸	7%	14%	8%		
石膏护面纸和纸板			157%	-8%	0%
合计毛利率	19%	19%	20%	19%	18%
白卡纸	19%	20%	22%	16%	16%
文化纸	21%	9%	23%	17%	17%
牛皮箱板纸	11%	9%	10%	11%	11%
瓦楞纸	19%	16%	17%		
石膏护面纸和纸板			17%	8%	8%

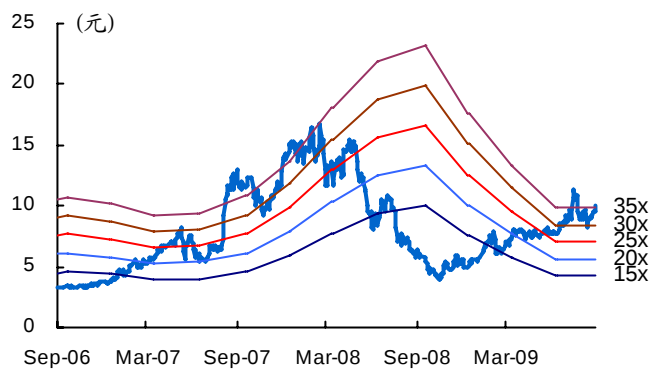
资料来源: 招商证券

表2: 估值对比表

公司	代码	EPS			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿元)
		08	09E	10E	08	09E	10E			
太阳纸业	002078	0.46	0.86	1.00	34	18	15	2.9	5.9	78
晨鸣纸业	000488	0.52	0.38	0.45	15	20	17	1.3	2.3	157
安妮股份	002235	0.35	0.60	0.66	36	21	19	4.1	11.9	19
博汇纸业	600966	0.50	0.38	0.47	18	24	20	1.8	5.7	45
美利纸业	000815	0.43	0.37	0.47	20	24	19	1.4	2.5	14
岳阳纸业	600963	0.21	0.19	0.38	40	45	23	1.9	1.9	56
华泰股份	600308	0.56	0.60	0.71	23	22	18	2.2	5.2	84
合兴包装	002228	0.27	0.52	0.57	48	25	23	6.2	14.0	24
景兴纸业	002067		0.07	0.12				1.3		22
平均					29	25	19	3	6	55

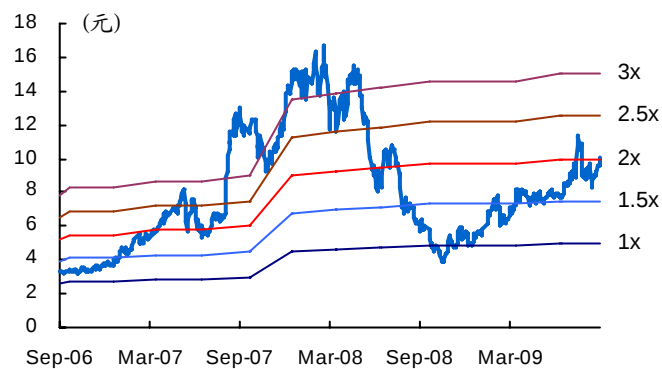
资料来源: 招商证券

图 1: 博汇纸业历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2: 博汇纸业历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

参考报告:

- 1、《博汇纸业(600966)-业绩受经济影响下降》2009/08/28
- 2、《博汇纸业(600966)-业绩复苏仍需一段时间》2009/04/30
- 3、《博汇纸业（600966）-化学浆及白卡纸带动利润增长》2008/07/23

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1861	1762	1581	1934	2197
现金	760	518	500	500	500
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	116	165	148	196	232
应收款项	327	261	234	310	367
其它应收款	6	3	235	313	368
存货	542	528	460	612	725
其他	110	287	3	4	4
非流动资产	2385	2643	3519	3982	3988
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2006	2369	3325	3789	3795
无形资产	184	180	180	180	180
其他	195	93	13	13	13
资产总计	4246	4405	5099	5916	6185
流动负债	1035	1055	1555	2139	2132
短期借款	645	646	1305	1795	1718
应付账款	189	156	142	189	225
预收账款	25	39	36	48	56
其他	175	213	71	107	133
长期负债	761	643	643	643	643
长期借款	761	643	643	643	643
其他	0	0	0	0	0
负债合计	1796	1698	2198	2782	2775
股本	315	505	505	505	505
资本公积金	1228	1039	1039	1039	1039
留存收益	717	939	1109	1312	1551
少数股东权益	190	225	248	278	315
母公司所有者权益	2260	2482	2653	2856	3095
负债及权益合计	4246	4405	5099	5916	6185

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	302	484	616	427	574
净利润			190	239	299
折旧摊销			221	276	294
财务费用			112	141	137
投资收益			0	0	0
营运资金变动			69	(266)	(198)
其它			24	36	42
投资活动现金流	(40)	(544)	(1101)	(740)	(300)
资本支出			(1100)	(740)	(300)
其他投资			(1)	0	0
筹资活动现金流	334	(275)	467	313	(274)
借款变动			598	490	(77)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(19)	(36)	(60)
其他			(112)	(141)	(137)
现金净增加额	596	(335)	(18)	0	0

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3168	3311	2975	3935	4662
营业成本	2582	2654	2415	3212	3810
营业税金及附加	8	10	1	1	2
营业费用	135	128	101	133	158
管理费用	59	70	86	114	135
财务费用	102	84	112	141	137
资产减值损失	4	18	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	278	346	261	333	421
营业外收入	0	3	0	0	0
营业外支出	3	2	1	1	1
利润总额	276	347	260	332	421
所得税	65	58	47	64	85
净利润	211	289	213	269	336
少数股东损益	13	35	23	30	37
母公司所有者净利润	198	254	190	239	299
EPS (元)	0.63	0.50	0.38	0.47	0.59

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	20%	5%	-10%	32%	18%
营业利润	24%	24%	-25%	28%	26%
净利润	35%	28%	-25%	26%	25%
获利能力					
毛利率	18.5%	19.8%	18.8%	18.4%	18.3%
净利率	6.2%	7.7%	6.4%	6.1%	6.4%
ROE	8.8%	10.2%	7.1%	8.4%	9.6%
ROIC	7.4%	8.8%	6.3%	6.9%	7.7%
偿债能力					
资产负债率	42.3%	38.5%	43.1%	47.0%	44.9%
净负债比率	34.3%	30.7%	38.2%	41.2%	38.2%
流动比率	1.8	1.7	1.0	0.9	1.0
速动比率	1.3	1.2	0.7	0.6	0.7
营运能力					
资产周转率	0.7	0.8	0.6	0.7	0.8
存货周转率	6.3	6.2	6.0	7.3	7.0
应收帐款周转率	9.0	11.3	12.0	14.5	13.8
应付帐款周转率	14.8	15.4	16.2	19.4	18.4
每股资料(元)					
每股收益	0.63	0.50	0.38	0.47	0.59
每股经营现金	0.96	0.96	1.22	0.85	1.14
每股净资产	7.17	4.92	5.26	5.66	6.13
每股股利	0.10	0.08	0.04	0.07	0.12
估值比率					
PE	15.9	19.9	26.6	21.1	16.9
PB	1.4	2.0	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	7.3	6.3	6.5	5.1	4.5

分析师简介

王旭东，毕业于西安交通大学和东南大学电子工程系（硕士），七年证券从业经验，现为招商证券造纸、水务分析师。2007 年“21 世纪金牌分析师”公用事业第二名，2008 年“今日投资”公用事业最佳行业分析师，2008 年新财富公用事业第四名（团队）。

濮冬燕，经济学学士，06 年进入招商证券，现任造纸印刷、公用事业行业研究助理。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。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征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。