

轻工制造/造纸

2009年10月16日



公司研究

公司季报点评

跟踪评级_上调评级: 短期-强烈推荐, 长期-A

博汇纸业 (600966): 盈利能力持续改善, 毛利率接近历史最高点

核心观点

业绩略超预期。2009年前三季度, 公司实现营业收入22.34亿元, 同比下降18.50%; 营业利润1.87亿元, 同比下降46.50%; 归属母公司所有者净利润1.33亿元, 同比下降48.30%; 实现摊薄每股收益0.26元, 业绩情况略超预期。

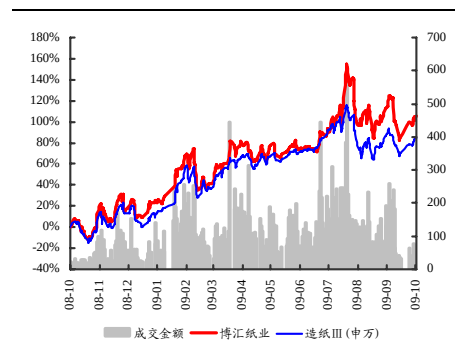
公司盈利能力逐季改善, 三季度盈利能力已达到历史较好水平。三季度公司实现营业收入7.94亿元, 同比下降8.35%, 降幅较二季度收窄9.76个百分点, 环比基本持平; 三季度实现归属母公司所有者净利润6720万元, 同比下降16.14%, 降幅收窄37.14个百分点, 环比二季度增长49.57%。从盈利能力来看, 自年初以来逐季好转, 毛利率1-3季度分别为11.60%、15.66%、21.40%, 净利润率1-3季度分别为3.90%、6.24%、9.57%, 目前毛利率已经接近历史最好水平, 而净利润率也基本与08年一季度持平, 当前公司的盈利能力明显提升, 但是由于纸价相对08年一季度还是有较大下降, 所以营业收入依然保持较高的降幅, 净利润较08年一季度依然有较大幅度下降。我们认为后期公司毛利率提升空间有限, 后期有可能出现纸价和原材料价格同步上涨的局面, 公司营业收入有望继续增长, 净利润也将受益于收入增长而增长。

可转债融资9.53亿元, 缓解资金压力并降低财务费用。公司已经于9月底成功发行可转债, 筹集资金9.75亿元, 扣除发行费用后募集资金净额为9.53亿元, 公司可转债中签率仅为0.1%, 创下了可转债中签率新低, 这也从另一方面说明了市场对公司以及募投项目盈利能力的认可。可转债募集资金主要用于35万吨白卡纸项目, 目前该项目正在安装调试中, 预计在年底可以投入生产, 试车期为3个月左右。考虑到自2008年8月至今国内白卡纸已经1年多无新增产能、当前白卡纸销售状况良好, 我们认为该项目在2010年将会为公司带来较为丰厚的回报。另外, 可转债利率较低, 根据我们估算, 可转债存续期间将会为公司节省利息支出2.10亿元, 第一年将为公司减少利息支出4641万元。

上调评级至“强烈推荐-A”。由于公司毛利率恢复超过我们之前预期以及白卡纸项目的投产时间也早于我们之前预期, 因此我们对公司2009年、2010年的盈利预测进行了调整, 分别调高了0.04元和0.02元, 预计公司2009-2011年摊薄每股收益为0.40元、0.69元、0.91元, 对应当前股价2009-2011年动态市盈率为23.04倍、13.2倍、10.07倍, 公司估值水平较低, 综合考虑上调评级至“短期-强烈推荐, 长期-A”。

独立性申明:本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 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。

最近 12 个月走势特征



数据来源: wind

公司主要财务指标

项目	数值
总股本	50,458 万股
A 股流通股本	36,952 万股
每股净资产	5.54 元
资产负债率	50.82%
ROE	4.77%

数据来源: 公司公告, 国都证券研究所

国都证券研究所

北京市东城区东直门南大街3号国华投资大厦

联系人: 汪立

电话: 010-84183136

E-mail: wangli@guodu.com

联系人: 周红军

电话: 010-84183380

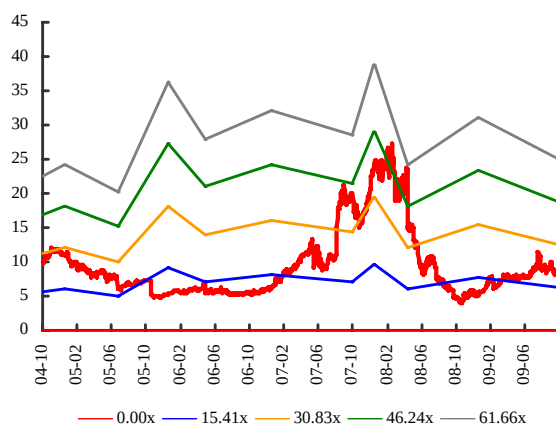
E-mail: zhouhongjun@guodu.com

图表 1：博汇纸业各季度业绩一览

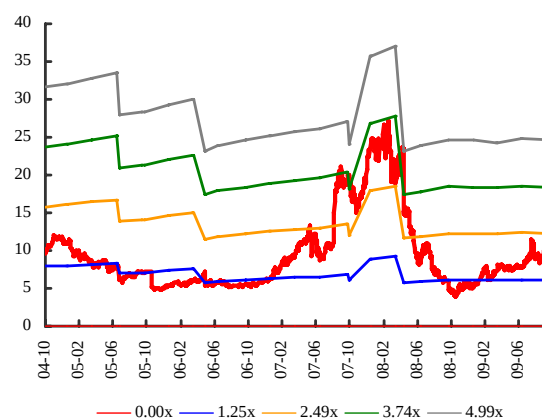
	2009Q3	2009Q2	2009Q1	2008Q4	2008Q3	2008Q2	2008Q1
营业收入（万元）	79,403	79,449	64,516	56,930	86,638	97,019	90,481
同比变化	-8.35%	-18.11%	-28.70%	-33.54%	-2.66%	28.43%	35.97%
营业成本（万元）	62,426	67,006	57,034	50,349	68,996	75,590	70,473
同比变化	-9.52%	-11.36%	-19.07%	-26.10%	-3.50%	21.94%	24.58%
毛利率	21.40%	15.66%	11.60%	11.60%	20.40%	22.10%	22.10%
期间费用	9.30%	7.98%	9.00%	8.70%	7.50%	8.30%	9.60%
其中：销售费用率	3.70%	3.47%	3.30%	3.90%	2.50%	3.80%	5.20%
管理费用率	3.60%	2.49%	3.40%	0.40%	2.50%	2.40%	2.50%
财务费用率	2.00%	2.02%	2.40%	4.40%	2.50%	2.10%	1.90%
所得税率	20.60%	7.98%	9.00%	8.70%	7.50%	8.30%	9.60%
净利润（万元）	6,720	4,493	2,132	-443	8,013	9,616	8,185
同比变化	-16.14%	-53.28%	-73.95%	-105.73%	35.88%	123.99%	339.11%
净利润率	9.57%	6.24%	3.90%	0.20%	10.50%	11.10%	9.90%
每股收益（元）	0.133	0.089	0.042	-0.009	0.159	0.191	0.162

数据来源：天相系统、公司三季报

图表 2：博汇纸业历史 PE 估值一览



图表 3：博汇纸业历史 PB 估值一览



数据来源：WIND

图表 4：博汇纸业盈利预测

单位：万元	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	331,067	302,060	459,220	522,235
营业收入增长 (%)	4.52%	-8.76%	52.03%	13.72%
主营业务毛利率 (%)	19.83%	16.90%	19.17%	20.40%
二、营业总成本	296,430	275,402	410,129	456,987
其中：主营业务成本	265,408	251,001	371,173	415,675
营业税金及附加	1,048	906	1,470	1,671
资产减值损失	1,774	-1,600	0	0
期间费用	28,200	25,095	37,487	39,642
其中：销售费用	12,808	10,572	16,073	18,278
管理费用	6,990	8,458	10,562	12,011
财务费用	8,402	6,065	10,852	9,352
期间费用率 (%)	8.52%	8.31%	8.16%	7.59%
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
加：影响营业利润的其他科目	0	0	0	0
三、营业利润	34,637	26,658	49,091	65,248
营业利润增长 (%)	24.39%	-23.04%	84.15%	32.91%
营业利润率 (%)	10.46%	8.83%	10.69%	12.49%
加：营业外收入	305	0	0	0
减：营业外支出	229	74	0	0
其中：非流动资产处置净损失	31	0	0	0
加：影响利润总额的其他项目	0	0	0	0
四、利润总额	34,714	26,584	49,091	65,248
利润总额增长 (%)	25.91%	-23.42%	84.67%	32.91%
减：所得税	5,835	4,899	11,782	15,659
实际所得税率 (%)	16.81%	18.43%	24.00%	24.00%
五、净利润	28,879	21,684	37,309	49,588
净利润增长 (%)	37.02%	-24.91%	72.06%	32.91%
其中：归属母公司所有者净利润	25,371	20,014	34,909	45,788
母公司净利润增长 (%)	28.23%	-21.11%	74.42%	31.16%
净利润率 (%)	7.66%	6.63%	7.60%	8.77%
少数股东损益	3,508	1,670	2,400	3,800
摊薄每股收益 (元/股)	0.50	0.40	0.69	0.91
每股净资产 (元/股)	4.92	5.32	6.01	6.92
净资产收益率 (%)	10.16%	7.46%	11.51%	13.12%

数据来源：国都证券研究所

国都证券投资评级

表1：国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

表2：国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	减持	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明：本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。