

# 新增优势产能提升公司业绩

## 调研快报

### 报告关键点：

- 预计白卡纸景气度将持续，公司将因此而获益；
- 上调目标价至13.75元，投资评级上调至买入-B。

### 报告摘要：

- 公司主要产品包括20万吨白卡纸、25万吨文化纸、15万吨石膏护面纸、15万吨箱板纸、2万吨瓦楞纸，原材料产能包括20万吨化机浆、10万吨化学浆。同时，35万吨白卡纸项目预计明年初试生产。
- 今年以来的业绩恢复较好，在业内的表现处于领先的位置。从前三季度的情况来看，营业收入为22.34亿元，同比下滑18.52%，净利润为1.33亿元，同比下滑48.31%；实现每股收益为0.26元，单季每股收益为0.13元。
- 35万吨白卡纸项目是未来主要的利润增长点。涂布白卡纸主要用于卷烟、化妆品、食品医药等产品的包装，目前已经成为公司利润的重要来源。根据我们对细分纸种新增产能比例的预测，白卡纸新增比例相对较小，加上下游消费复苏给其带来需求的增长，预计白卡纸明年景气度会保持较高水平。
- 文化纸产品中以低档文化纸为主，将会充分受益于国家节能减排的政策和新环境污染标准的实施。当前各主要纸种毛利率：文化纸22%，白卡纸20%，石膏护面纸17%，箱板纸15%，公司综合毛利率大致为20%。预计第四季度乃至明年卡纸毛利率还有上升空间，其他产品将维持第三季度水平。
- 公司业绩正在逐步改善，环比升幅明显。随着经济的复苏和下游消费需求的启动，根据我们年底行业投资策略的观点，公司的主要纸种白卡纸、箱板纸都将明显受益。
- 上调公司目标价至13.75元，投资评级上调至买入-B。预计公司09、10年的每股收益分别是0.40元和0.55元，考虑到行业逐步的回暖、明年白卡纸的业绩贡献以及环保力度的加大都将使得公司明显受益，因此我们上调投资评级至买入-B，6个月目标价上调至13.75元。

### 财务和估值数据摘要

| (百万元)     | 2007    | 2008    | 2009E   | 2010E   | 2011E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入      | 3,167.6 | 3,310.7 | 2,939.9 | 3,386.7 | 3,945.6 |
| Growth(%) | 19.6%   | 4.5%    | -11.2%  | 15.2%   | 16.5%   |
| 净利润       | 210.8   | 288.8   | 221.1   | 297.5   | 355.7   |
| Growth(%) | 34.7%   | 28.2%   | -19.8%  | 35.3%   | 20.2%   |
| 毛利率(%)    | 18.5%   | 19.8%   | 16.5%   | 18.2%   | 18.2%   |
| 净利率(%)    | 6.2%    | 7.7%    | 6.9%    | 8.1%    | 8.4%    |
| 每股收益(元)   | 0.39    | 0.50    | 0.40    | 0.55    | 0.66    |
| 每股净资产(元)  | 4.86    | 5.37    | 5.73    | 6.22    | 6.81    |
| 市盈率       | 27.5    | 21.4    | 26.7    | 19.8    | 16.4    |
| 市净率       | 2.2     | 2.0     | 1.9     | 1.7     | 1.6     |
| 净资产收益率(%) | 8.6%    | 10.7%   | 7.6%    | 9.5%    | 10.4%   |
| ROIC(%)   | 9.2%    | 10.5%   | 7.1%    | 9.2%    | 10.4%   |
| EV/EBITDA | 8.6     | 11.1    | 14.3    | 11.7    | 10.2    |
| 股息收益率     | 0.3%    | 0.6%    | 0.4%    | 0.6%    | 0.7%    |

评级：

买入-B

上次评级：增持-A

目标价格：13.75元

期限：6个月 上次预测：11.00元

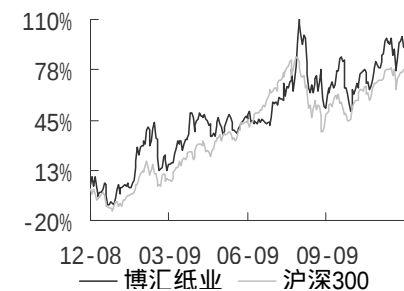
现价：10.44元

报告日期：2009-12-04

### 市场数据

|           |             |
|-----------|-------------|
| 总市值(百万元)  | 5,267.77    |
| 流通市值(百万元) | 4,092.31    |
| 总股本(百万股)  | 504.58      |
| 流通股本(百万股) | 391.98      |
| 12个月最高/最低 | 4.81/11.83元 |
| 十大流通股东(%) | 34.77%      |
| 股东户数      | 41,424      |

### 12个月股价表现



| %    | 一个月  | 三个月    | 十二个月  |
|------|------|--------|-------|
| 相对收益 | 2.80 | (2.41) | 8.52  |
| 绝对收益 | 8.29 | 16.00  | 92.26 |

### 研究员

郭振举

助理行业分析师

010-66581621

guozj@essence.com.cn

### 前期研究成果

博汇纸业：下半年业绩增长值得期待

2009-08-26

博汇纸业：优势纸种保证了业绩的相对稳定

2009-06-29

## 财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2009-12-3

| 利润表               | 2007           | 2008           | 2009E          | 2010E          | 2011E          | 财务指标           | 2007        | 2008        | 2009E        | 2010E        | 2011E        |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>       | <b>3,167.6</b> | <b>3,310.7</b> | <b>2,939.9</b> | <b>3,386.7</b> | <b>3,945.6</b> | <b>成长性</b>     |             |             |              |              |              |
| 减: 营业成本           | 2,581.9        | 2,654.1        | 2,454.8        | 2,770.4        | 3,227.5        | 营业收入增长率        | 19.6%       | 4.5%        | -11.2%       | 15.2%        | 16.5%        |
| 营业税费              | 7.6            | 10.5           | 7.3            | 8.5            | 9.9            | 营业利润增长率        | 24.4%       | 24.4%       | -23.4%       | 35.4%        | 19.0%        |
| 销售费用              | 134.9          | 128.1          | 114.7          | 135.5          | 157.8          | 净利润增长率         | 34.7%       | 28.2%       | -19.8%       | 35.3%        | 20.2%        |
| 管理费用              | 58.8           | 69.9           | 58.8           | 67.7           | 78.9           | EBITDA 增长率     | 18.6%       | 15.3%       | -26.1%       | 19.9%        | 11.9%        |
| 财务费用              | 102.1          | 84.0           | 57.6           | 50.4           | 43.9           | EBIT 增长率       | 22.4%       | 13.1%       | -24.9%       | 26.9%        | 15.0%        |
| 资产减值损失            | 3.8            | 17.7           | -18.8          | -5.2           | -              | NOPLAT 增长率     | 39.1%       | 24.2%       | -25.0%       | 26.2%        | 15.6%        |
| 加: 公允价值变动收益       | -              | -              | -              | -              | -              | 投资资本增长率        | 7.9%        | 11.9%       | -3.1%        | 2.2%         | 3.1%         |
| 投资和汇兑收益           | -              | -              | -              | -              | -              | 净资产增长率         | 67.4%       | 10.5%       | 6.8%         | 8.6%         | 9.4%         |
| <b>营业利润</b>       | <b>278.4</b>   | <b>346.4</b>   | <b>265.4</b>   | <b>359.5</b>   | <b>427.6</b>   | <b>利润率</b>     |             |             |              |              |              |
| 加: 营业外净收支         | -2.7           | 0.8            | 1.0            | -1.0           | 1.0            | 毛利率            | 18.5%       | 19.8%       | 16.5%        | 18.2%        | 18.2%        |
| <b>利润总额</b>       | <b>275.7</b>   | <b>347.1</b>   | <b>266.4</b>   | <b>358.5</b>   | <b>428.6</b>   | 营业利润率          | 8.8%        | 10.5%       | 9.0%         | 10.6%        | 10.8%        |
| 减: 所得税            | 65.0           | 58.3           | 45.3           | 60.9           | 72.9           | 净利率            | 6.2%        | 7.7%        | 6.9%         | 8.1%         | 8.4%         |
| <b>净利润</b>        | <b>210.8</b>   | <b>288.8</b>   | <b>221.1</b>   | <b>297.5</b>   | <b>355.7</b>   | EBITDA/营业收入    | 16.7%       | 18.5%       | 15.4%        | 16.0%        | 15.4%        |
| <b>资产负债表</b>      | <b>2007</b>    | <b>2008</b>    | <b>2009E</b>   | <b>2010E</b>   | <b>2011E</b>   | EBIT/营业收入      | 12.0%       | 13.0%       | 11.0%        | 12.1%        | 12.0%        |
| 货币资金              | 759.7          | 518.2          | 782.5          | 976.6          | 1,189.5        | <b>运营效率</b>    |             |             |              |              |              |
| 交易性金融资产           | -              | -              | -              | -              | -              | 固定资产周转天数       | 217         | 238         | 286          | 242          | 201          |
| 应收帐款              | 332.7          | 263.9          | 245.7          | 283.0          | 329.7          | 流动营业资本周转天数     | 109         | 118         | 140          | 129          | 128          |
| 应收票据              | 116.0          | 164.9          | 145.0          | 167.0          | 194.6          | 流动资产周转天数       | 173         | 197         | 230          | 233          | 238          |
| 预付帐款              | 110.3          | 287.3          | 336.4          | 391.8          | 456.3          | 应收帐款周转天数       | 41          | 32          | 31           | 28           | 27           |
| 存货                | 542.1          | 528.1          | 512.7          | 584.4          | 680.9          | 存货周转天数         | 58          | 60          | 65           | 59           | 58           |
| 其他流动资产            | -0.0           | -0.0           | -23.8          | -23.8          | -23.8          | 总资产周转天数        | 436         | 470         | 548          | 500          | 458          |
| 可供出售金融资产          | -              | -              | -              | -              | -              | 投资资本周转天数       | 372         | 392         | 459          | 396          | 349          |
| 持有至到期投资           | -              | -              | -              | -              | -              | <b>投资回报率</b>   |             |             |              |              |              |
| 长期股权投资            | -              | -              | -              | -              | -              | ROE            | 8.6%        | 10.7%       | 7.6%         | 9.5%         | 10.4%        |
| 投资性房地产            | -              | -              | -              | -              | -              | ROA            | 5.0%        | 6.6%        | 4.9%         | 6.1%         | 6.8%         |
| 固定资产              | 2,005.6        | 2,369.2        | 2,309.6        | 2,239.8        | 2,160.1        | ROIC           | 9.2%        | 10.5%       | 7.1%         | 9.2%         | 10.4%        |
| 在建工程              | 161.6          | 77.0           | 46.8           | 28.7           | 17.8           | <b>费用率</b>     |             |             |              |              |              |
| 无形资产              | 184.2          | 180.3          | 180.4          | 180.4          | 180.5          | 销售费用率          | 4.3%        | 3.9%        | 3.9%         | 4.0%         | 4.0%         |
| 其他非流动资产           | 33.7           | 16.2           | 17.7           | 18.0           | 18.2           | 管理费用率          | 1.9%        | 2.1%        | 2.0%         | 2.0%         | 2.0%         |
| <b>资产总额</b>       | <b>4,246.1</b> | <b>4,405.0</b> | <b>4,552.8</b> | <b>4,845.9</b> | <b>5,203.9</b> | 财务费用率          | 3.2%        | 2.5%        | 2.0%         | 1.5%         | 1.1%         |
| 短期债务              | 645.3          | 645.7          | 639.9          | 632.5          | 623.3          | 三费/营业收入        | 9.3%        | 8.5%        | 7.9%         | 7.5%         | 7.1%         |
| 应付帐款              | 194.3          | 160.0          | 158.0          | 178.4          | 207.8          | <b>偿债能力</b>    |             |             |              |              |              |
| 应付票据              | 87.4           | 111.5          | 80.7           | 91.1           | 106.1          | 资产负债率          | 42.3%       | 38.5%       | 36.5%        | 35.2%        | 34.0%        |
| 其他流动负债            | 108.0          | 137.6          | 139.9          | 162.4          | 189.4          | 负债权益比          | 73.3%       | 62.7%       | 57.5%        | 54.4%        | 51.5%        |
| 长期借款              | 761.0          | 643.0          | 643.0          | 643.0          | 643.0          | 流动比率           | 1.80        | 1.67        | 1.96         | 2.24         | 2.51         |
| 其他非流动负债           | -              | -              | -              | -              | -              | 速动比率           | 1.27        | 1.15        | 1.45         | 1.69         | 1.91         |
| <b>负债总额</b>       | <b>1,796.0</b> | <b>1,697.7</b> | <b>1,661.6</b> | <b>1,707.3</b> | <b>1,769.6</b> | 利息保障倍数         | 3.73        | 5.12        | 5.60         | 8.13         | 10.74        |
| <b>少数股东权益</b>     | <b>189.8</b>   | <b>224.9</b>   | <b>240.0</b>   | <b>258.9</b>   | <b>280.1</b>   | <b>分红指标</b>    |             |             |              |              |              |
| 股本                | 315.4          | 504.6          | 504.6          | 504.6          | 504.6          | DPS(元)         | 0.03        | 0.06        | 0.05         | 0.07         | 0.08         |
| 留存收益              | 1,944.9        | 1,977.8        | 2,146.7        | 2,375.1        | 2,649.7        | 分红比率           | 7.1%        | 12.4%       | 12.0%        | 12.0%        | 12.0%        |
| <b>股东权益</b>       | <b>2,450.1</b> | <b>2,707.3</b> | <b>2,891.2</b> | <b>3,138.6</b> | <b>3,434.3</b> | 股息收益率          | 0.3%        | 0.6%        | 0.4%         | 0.6%         | 0.7%         |
| <b>现金流量表</b>      | <b>2007</b>    | <b>2008</b>    | <b>2009E</b>   | <b>2010E</b>   | <b>2011E</b>   | <b>业绩和估值指标</b> | <b>2007</b> | <b>2008</b> | <b>2009E</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> |
| 净利润               | 210.8          | 288.8          | 221.1          | 297.5          | 355.7          | EPS(元)         | 0.39        | 0.50        | 0.40         | 0.55         | 0.66         |
| 加: 折旧和摊销          | 155.1          | 185.5          | 128.5          | 131.6          | 134.3          | BVPS(元)        | 4.86        | 5.37        | 5.73         | 6.22         | 6.81         |
| 资产减值准备            | 3.8            | 17.7           | -18.8          | -5.2           | -              | PE(X)          | 27.5        | 21.4        | 26.7         | 19.8         | 16.4         |
| 公允价值变动损失          | -              | -              | -              | -              | -              | PB(X)          | 2.2         | 2.0         | 1.9          | 1.7          | 1.6          |
| 财务费用              | 94.1           | 126.0          | 104.0          | 57.6           | 50.4           | P/FCF          | -           | -21.2       | 17.4         | 29.2         | 26.8         |
| 投资收益              | -              | -              | -              | -              | -              | P/S            | 1.7         | 1.6         | 1.9          | 1.6          | 1.4          |
| 少数股东损益            | 12.9           | 35.1           | 17.7           | 22.3           | 24.9           | EV/EBITDA      | 8.6         | 11.1        | 14.3         | 11.7         | 10.2         |
| 营运资金的变动           | -207.1         | -88.3          | -1.2           | -128.2         | -163.8         | CAGR(%)        | 12.2%       | 7.2%        | 25.4%        |              |              |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | <b>301.7</b>   | <b>484.4</b>   | <b>404.9</b>   | <b>368.5</b>   | <b>395.1</b>   | PEG            | 2.3         | 3.0         | 1.1          | -0.2         | -0.2         |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | <b>-40.3</b>   | <b>-544.4</b>  | <b>-32.1</b>   | <b>-32.1</b>   | <b>-32.1</b>   | ROIC/WACC      | 1.0         | 1.2         | 0.8          | 1.0          | 1.2          |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | <b>334.4</b>   | <b>-274.6</b>  | <b>-89.8</b>   | <b>-90.9</b>   | <b>-92.8</b>   | REP            | 1.3         | 1.5         | 2.2          | 1.6          | 1.3          |

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 作者简介

郭振举，北大金融学硕士，经济学博士，证券从业经历 6 年。

## 免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；  
 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；  
 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；  
 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；  
 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

### 风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；  
 B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 销售联系人

|                             |                                          |                             |                                         |
|-----------------------------|------------------------------------------|-----------------------------|-----------------------------------------|
| <b>朱贤</b><br>021-67865293   | <b>上海联系人</b><br>zhuxian@essence.com.cn   | <b>凌洁</b><br>021-68765237   | <b>上海联系人</b><br>lingjie@essence.com.cn  |
| <b>梁涛</b><br>021-68766067   | <b>上海联系人</b><br>liangtao@essences.com.cn | <b>李国瑞</b><br>021-68763872  | <b>上海联系人</b><br>ligr@essence.com.cn     |
| <b>南方</b><br>021-68765206   | <b>上海联系人</b><br>nanfang@essence.com.cn   | <b>张勤</b><br>021-68763879   | <b>上海联系人</b><br>zhangqin@essence.com.cn |
| <b>周蓉</b><br>010-66581676   | <b>北京联系人</b><br>zhourong@essence.com.cn  | <b>马正南</b><br>010-66581668  | <b>北京联系人</b><br>mazn@essence.com.cn     |
| <b>李昕</b><br>010-66581689   | <b>北京联系人</b><br>lixin@essence.com.cn     | <b>潘琳</b><br>0755-82558268  | <b>深圳联系人</b><br>panlin@essence.com.cn   |
| <b>张茜萍</b><br>0755-82558089 | <b>深圳联系人</b><br>zhangqp@essence.com.cn   | <b>王远洋</b><br>0755-82558087 | <b>深圳联系人</b><br>wangyy3@essence.com.cn  |
| <b>李瑾</b><br>0755-82558084  | <b>深圳联系人</b><br>lijin@essence.com.cn     |                             |                                         |

## 安信证券研究中心

**深圳**  
 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层  
 邮编: 518026

**上海**  
 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层  
 邮编: 200122

**北京**  
 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层  
 邮编: 100034