

公司简评研究报告 博汇纸业 (600966.SZ) ► 2010年4月27日

业绩符合预期 新项目恰逢其时

推荐 维持评级

分析师: 张迪 邮箱: zhangdi_zb@chinastock.com.cn 电话: 010-66568757 执业证书编号: S0130110014639

1. 事件

4月27日,博汇纸业公布2009年年度报告。公司全年实现营业收入31.2亿元,同比下降5.68%;利润总额2.8亿元,同比减少18.51%;归属于上市公司股东的净利润1.99亿元,同比减少21.41%。实现基本每股收益0.395元,与我们之前预测的0.4元基本相符。

公司2009年度分配预案拟不进行利润分配,也不进行资本公积转增股本。

2. 我们的分析与判断

(1) 产品均价偏低导致收入略有下降

2009年,公司机制纸总产量79.45万吨,总销量81.45万吨,较08年分别增长了9%和15.2%;产销率达到102.5%,较08年提高了近6.5个百分点。09年上半年,国内造纸行业受经济危机影响严重,市场需求急剧萎缩,纸张销售价格大幅下滑。尽管下半年纸张价格在需求回暖的带动下有所回升,但公司主要产品文化纸和白卡纸全年均价普遍低于08年,直接导致了销量上升的同时收入出现同比下降。

报告期内,公司除双胶纸和石膏护面纸外,其余各纸品的销售收入均出现不同程度的下滑。其中,收入贡献率共计占到70%以上的书写纸和卡纸的销售收入同比分别下降了6.14%和4.58%。石膏护面纸销售收入达到了3.76亿元,同比增长了20.71%,主要是由于报告期内该产品的新增产能得以释放所致。

(2) 公司盈利能力回升至较高水平

公司盈利水平在08年4季度降至历史最低,后随着市场需求回暖和产品价格回升,公司盈利能力得以修复。主要产品的毛利率迅速恢复到经济危机前水平。公司社卡价格经过多次提价,已经接近08年的历史高位。目前社卡需求旺盛,供不应求,预计后期仍存在上涨空间。文化纸当前的毛利率也已回升至近年来较高的水平。烟卡受经济危机影响不大,价格一直较为稳定。

(3) 35万吨卡纸项目提升10年业绩

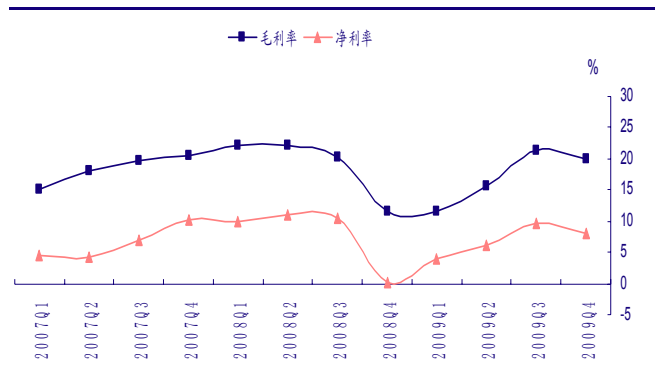
报告期内,公司新建的35万吨高档包装纸板项目基本完成。项目已于2010年1月份投产,2季度有望实现量产。此项目为10-11年公司业绩增长的主要动力,10年有望实现新增产能22万吨(烟卡10万吨,社卡12万吨)。假设公司全年白卡纸均价为8000元/吨,吨纸净利率保持在6%的水平,则10年新增项目贡献收入17.6亿元,净利润1.05亿元。在不考虑债转股的情况下,约增厚EPS0.21元。

10年国内白卡纸新增产能有限,除公司的35万吨新增产能外,其他的新增产能较少。08年国内涂布白纸板产量1070万吨,同比增速7%。假设09年保持同样的增速,则10年增速仅为3%。若考虑落后产能淘汰等因素,该增速还会更低。考虑到目前公司生产的社卡已经出现供不应求的局面,且后期产品提价预期较为强烈,10年新项目实际贡献的业绩很可能会高于我们的预期。

3. 投资建议

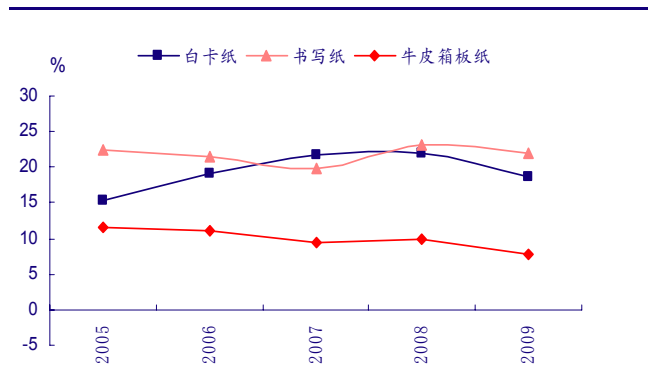
我们预计公司 10-11 年营业收入分别为 45.8 亿元和 53.4 亿元，净利润分别为 3.4 亿元和 4.3 亿元，EPS 分别为 0.61 元和 0.76 元。目前股价对应的 10-11 年动态市盈率分别为 17.3X 和 13.8X。维持“推荐”评级。

图 1: 公司盈利能力逐季恢复



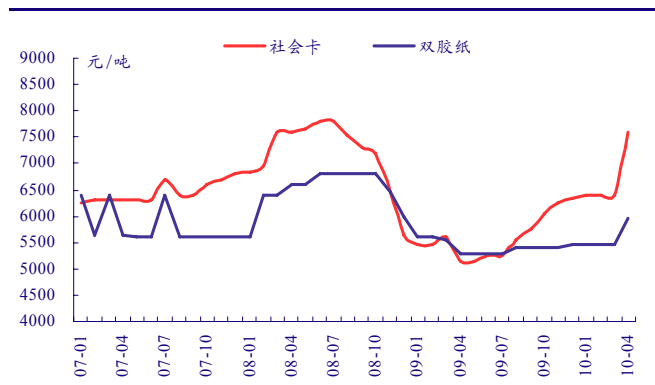
资料来源: Wind, 中国银河证券研究所

图 2: 主要产品近三年毛利率变动



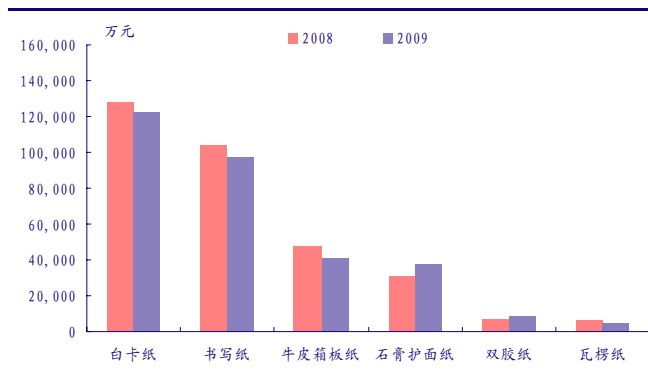
资料来源: Wind, 中国银河证券研究所

图 3: 主要产品月均价格走势



资料来源: 纸业联讯

图 4: 主要产品销售收入较 08 年下滑



资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究所

附录一：公司财务报表预测

资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E
货币资金	498	569	1374	1601	营业收入	3311	3122	4579	5337
应收票据及账款	426	496	775	706	营业成本	2654	2576	3755	4344
预付款项	287	136	320	208	营业税金及附加	10	0	9	10
其他应收款	3	4	6	6	销售费用	128	100	173	202
存货	528	515	986	750	管理费用	70	92	136	158
固定资产	2369	2241	3880	4382	财务费用	84	67	165	193
在建工程	77	1820	760	454	资产减值损失	18	1	0	0
无形资产	180	175	175	175	营业利润	346	286	341	430
长期待摊费用	0	0	0	0	营业外收支净额	1	-3	0	0
资产总计	4369	5956	8276	8282	税前利润	347	283	341	430
					减：所得税	58	60	0	0
短期借款	646	881	1793	2011	净利润	289	222	341	430
应付票据及账款	268	418	417	549	归属于母公司的净利润	254	199	306	386
预收款项	39	47	44	62	少数股东损益	13	35	23	35
应付职工薪酬	0	0	0	0	基本每股收益	0.50	0.40	0.61	0.76
应交税费	0	-1	0	0	稀释每股收益	0.50	0.38	0.61	0.76
其他流动负债	1	1	1	1	财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E
长期借款	643	1470	2560	1793	成长性				
预计负债	0	0	0	0	营收增长率	4.5%	-5.7%	46.6%	16.6%
负债合计	1661	2869	4867	4468	EBIT 增长率	25.9%	-18.5%	79.1%	23.0%
					净利润增长率	37.0%	-23.0%	53.5%	26.0%
股东权益合计	2707	3087	3409	3814	盈利性				
现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	销售毛利率	19.8%	17.5%	18.0%	18.6%
净利润	289	222	341	430	销售净利率	8.7%	7.1%	7.5%	8.1%
折旧与摊销	185	199	182	258	ROE	10.2%	7.0%	9.7%	11.0%
经营活动现金流	568	609	-251	1448	ROIC	9.3%	6.6%	12.8%	8.0%
投资活动现金流	-544	-1663	-760	-454	估值倍数				
融资活动现金流	-275	1156	1816	-767	PE	20.9	26.6	17.3	13.8
现金净变动	-251	101	805	227	P/B	2.1	1.9	1.7	1.5
期初现金余额	756	421	569	1374	股息收益率	0.6%	0.0%	0.4%	0.5%
期末现金余额	421	569	1374	1601	EV/EBITDA	11.6	13.3	14.4	10.7

资料来源：中国银河证券研究所

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908