

造纸行业

公司调研报告

收盘价(元) 8.32
 目标价(元) 9.35

市场数据

52周最高/最低(元) 10.09/6.71
 市盈率 23.13
 总股本(亿) 5.05
 总市值(亿) 42.84

股价表现



博汇纸业(600966)

评级: 增持 首次

博汇纸业调研报告

—内外因双重驱动促增长

近期我们对博汇纸业(600966)进行了实地调研,与公司方就基本面情况进行了深入交流。主要内容以及公司11年的利润增长点如下:

■ **白卡提价明显,已累计提价400元/吨,毛利率有望继续提升。**受益于消费升级,包装升级,白卡纸是今年市场上最景气的纸种,白卡均价由11年初的7167元/吨上涨至4月22日的7346元/吨(涨幅为2.5%)。公司从年初至今已两次提价,累计提价幅度在400元/吨左右,并且预计在二季度继续提价200元/吨,展望节假日密集的下半年,其白卡的盈利能力有望不断提升。

■ **白卡产能全面释放,产量将增加14万吨,业绩增厚9.52亿。**公司新建的35万吨白卡2号线于去年投产后,全年产量不足25万吨,其中有3万吨为试机纸直接损失2亿元。而今年,渐入佳境的2号机一季度已实现满产8.5万吨,同比增长166%。展望全年,公司两台白卡机组都将满产,较去年增加14万吨,同比增长30%。全年总产能将高达60万吨,超过晨鸣纸业,跃居行业第三。如按6800元/吨的平均售价测算,11年白卡纸的新增产能将增厚公司营业收入9.89亿元。

■ **江苏大丰港再建75万吨白卡线,将于2012年底投产。**公司已自筹加银行融资,计划在江苏新建一条75万吨的白卡生产线,目前项目稳步推进,预计在2012年底投产。届时公司白卡总产能将达到135万吨,超过宁波中华和太阳纸业,位居行业第一,市场集中度有望进一步提升至20%。同时,大丰港的地理位置优越,接近原材料以及主要客户,将大幅降低公司的运输成本。此项目将成为公司2013年业绩的爆发亮点。

■ **财务费用本年度将大幅增加。**公司计划新建的75万吨白卡生产线,预计总投资31亿元,11年将投资12亿元,完成40%的建设进度。公司今年的短期借款将大幅提高,同时由于进入银行利息支付期,财务费用也将大幅增加,估计全年财务费用率将接近4%。

■ **原材料自给率70%,人民币升值条件下的双赢局面。**公司拥有木浆及机化浆线,白卡纸的原料自给率为80%,箱板纸的原料自给率为60%。一方面,若人民币升值3-5%,引起国际浆价的大幅走高,公司将充分享受自制浆的成本优势;另一方面,若人民币升值,而国际浆价未受影响,公司每年进口的针叶浆以及废纸浆,将节约原材料购买费用1.5-2%左右。

■ **我们预计公司2011、2012和2013年的EPS分别为0.55元,0.74元和1.12,对应的动态市盈率分别为17.18倍,11.28倍和7.46倍,给予公司“增持”评级。**

联系人
 胡蓓蓓
 8621-68761616-8559

hubb@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路500号城建国际中心26楼

<http://www.tebon.com.cn>

内容目录

报告核心内容.....	- 1 -
公司基本情况.....	- 3 -
公司的主营收入构成.....	- 3 -
公司各纸品毛利率的对比.....	- 3 -
公司各纸品 10 年毛利率的变化分析.....	- 4 -
公司白卡纸 11 年的毛利率趋势.....	- 5 -
公司白卡纸产能及扩张步伐.....	- 5 -
两条白卡生产线 60 万吨产能全面释放.....	- 5 -
江苏再建 75 万吨白卡生产线，2012 年底投产.....	- 6 -
卡纸行业盈利现状及发展趋势.....	- 7 -
白卡今年提价不断，毛利率水平持续提高.....	- 7 -
卡纸行业正处在高速发展期.....	- 7 -
白卡供需良好，高景气有望维持.....	- 8 -
公司的费用情况及未来变化.....	- 8 -
公司费用分析.....	- 8 -
预计 11 年财务费用将大幅提高.....	- 9 -
75 万吨项目 2013 年投产后，运输成本有望降低.....	- 9 -
原材料自给率 70%，人民币升值条件下的双赢局面.....	- 10 -
业绩预测，估值及投资建议.....	- 10 -
业绩预测.....	- 10 -
相对估值.....	- 10 -
投资建议.....	- 11 -
股价催化剂.....	- 11 -
主要风险.....	- 11 -

图表目录

图一：白卡纸仍为公司主要收入贡献.....	- 3 -
图二：白卡纸的毛利率明显高于其它纸种，并呈现继续提升的趋势.....	- 4 -
图三：公司白卡纸的毛利率一季度环比提升.....	- 5 -
图四：白卡新增 14 万吨产能，同比增长 32%，将增或业绩 9.89 亿.....	- 6 -
图五：随着公司的产能扩张，白卡纸的营收比预计从 10 年的 60% 提高到 13 年的 81%.....	- 6 -
图六：扩产后，博汇纸业白卡产能将跃居行业第一，提升市场占有率.....	- 7 -
图七：公司一季度营业收入同比上升，净利润环比上升.....	- 8 -
图八：随着新项目建设，公司今年财务费用将大幅增加.....	- 9 -
图九：江苏大丰港项目投产后，公司海运及内陆的运输成本有望明显好转.....	- 10 -
图十：分产品预测表.....	- 11 -

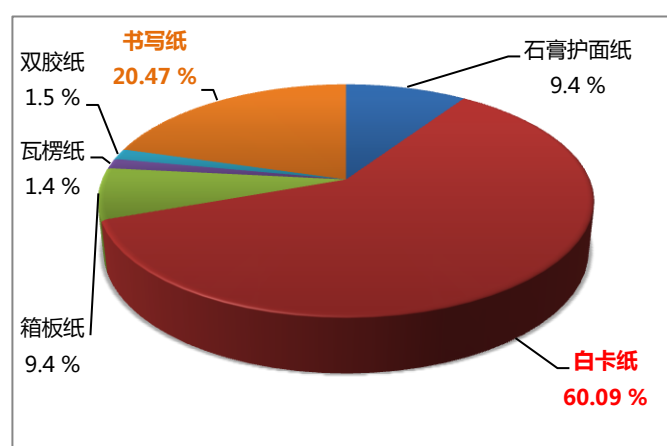
I. 公司基本情况

公司主要产品有“博汇”烟卡、涂布白卡纸、书写纸、牛皮箱板纸等，公司产品主要用户为大型出版社、印刷物资公司、印刷包装公司、大型烟厂等；公司在全国30个省、市、自治区建立了销售办事处，主要产品销售在西南，华南地区。2010年，公司共计生产机制纸100.12万吨，销售机制纸95.66万吨，产销率达95.55%。全年实现营业收入46.06亿元，较上年同期增长47.51%；利润总额2.37亿元，较上年同期降低16.34%；归属于母公司的净利润1.63亿元，较上年同期降低18.24%。

公司的主营收入构成

- 目前公司各纸种产能分别为白卡纸60万吨、书写纸25万吨、箱板纸和石膏护面纸分别为15万吨。
- 目前，白卡纸是公司最主要的收入来源。10年，公司卡纸的营业收入为27.67亿元，占主营收入的比例为60.09%。
- 其余各纸种中，书写纸的营业收入为9.42亿元，占主营收入的20.47%。石膏护面纸营业收入2.08亿元，箱板纸营业收入1.07亿元，瓦楞纸营业收入3100万元，双胶纸营业收入3164万元，分别占到公司主营收入的9.4%，7.14%，1.4%和1.5%。

图一：白卡纸仍为公司主要收入贡献

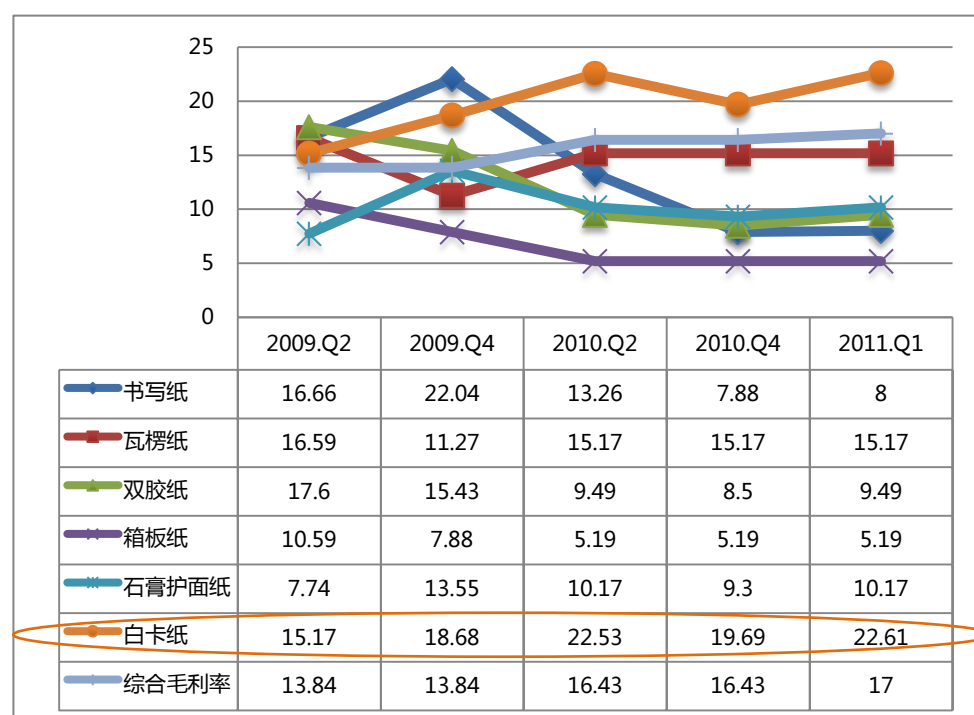


资料来源：公司公告，德邦研究

公司各纸品毛利率的对比

- 公司最赚钱的是主营的白卡纸，全年综合毛利率20.91%左右。并且在下游包装行业景气的情况下，近两年呈现盈利提升的趋势。其它纸种中，书写纸，石膏护面纸，箱板纸，瓦楞纸以及双胶纸的10年全年的综合毛利率分别为10.23%，10.17%，5.19%，15.17%和9.49%左右。

图二：白卡纸的毛利率明显高于其它纸种，并呈现继续提升的趋势



资料来源：公司公告，德邦研究

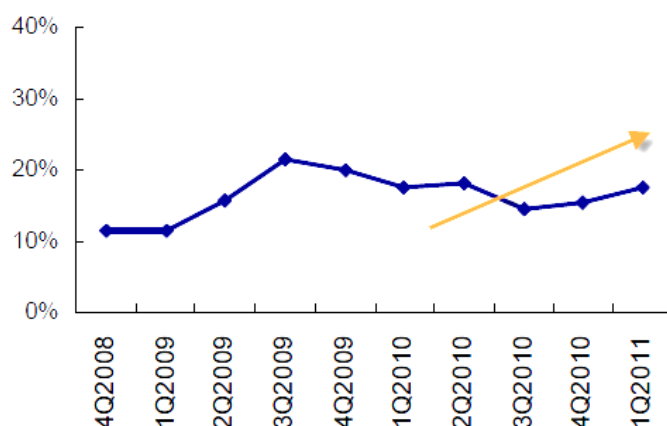
公司各纸品 10 年毛利率的变化分析

- 从毛利率的变化情况来看，2010年上半年公司综合毛利率17.92%，下半年由于生产商、贸易商去库存，纸价下跌，公司综合毛利率环比减少2.88个百分点，至15.04%。其中2010Q3公司综合毛利率14.59%，2010Q4毛利率15.39%。
- 分纸种来看，除箱板纸毛利率在下半年环比有回升外，白卡纸、书写纸、双胶纸、石膏护面纸等毛利率环比均有不同程度下滑，其中下滑幅度最大的是书写纸，上半年书写纸毛利率13.26%，下半年下跌至7.88%。
- 公司25万吨书写纸上半年均价水平为5600元/吨，由于每吨文化纸需要耗用150公斤针叶浆，我国目前所用的针叶浆全部依靠进口，去年上半年高企的浆价使得其毛利率水平为15%。然而下半年原材料价格激增，导致书写纸下半年毛利率下跌至7.88%。
- 公司白卡毛利率在10年下半年环比下跌2.88%至15.04%，其中三季度单季毛利率到达底部14.59%，四季度白卡纸价走稳，单季毛利率回升至15.39%。毛利率下滑的主要原因，一方面是去年下游企业在上半年囤积库存，导致三季度白卡价格回落10%左右，压制了公司下半年盈利表现；另一方面，去年公司二季度新投产的35万吨白卡2号机处于试机阶段，有3万吨左右的成品没有上市销售，直接损失2亿元左右，拖累公司白卡纸整体毛利率的下滑。

公司白卡纸 11 年的毛利率趋势

- 随着11年一季度两台白卡线的满产，2号机进入技术成熟期以及白卡纸在市场上价格不断走高，公司11年一季度的白卡毛利率环比已经呈现出明显的提升，达到22%以上。值得一提的是，公司35万吨白卡2号机设计全部为烟卡，由于烟卡下游客户比较稳定，烟卡售价也比较稳定，比社会卡毛利率高5个百分点。

图三：公司白卡纸的毛利率一季度环比提升



资料来源：公司公告，德邦研究

II. 公司白卡纸产能及扩张步伐

两条白卡生产线 60 万吨产能全面释放

- 目前，公司共拥有两条白卡纸生产线，1号机设计产能25万吨，2号线设计产能35万吨。2011年公司没有新增产能的投放，利润增长点主要来自于去年投产的35万吨项目产能利用率的显著提高。
- 09年公司募投建设的35万吨白卡2号线于去年二季度投产后，长期处于试机状态，实际产能不足25万吨（其中有3万吨为试机纸没有销售，损失2亿元左右），导致10年公司白卡总产能不到46万吨。
- 而今年一季度，渐入佳境的2号机已实现满产8.5万吨，一季度白卡产能同比增长185%。白卡一季度销量超过15万吨，同比增长约97%。也带动公司一季度公司11年1季度实现销售收入12.93亿元，同比增长51.7%。
- 展望全年，公司1号机25万吨和2号机35万吨白卡都将满产，公司白卡纸总产能将高达60万吨，较去年增加14万吨，同比增长32%，超过晨鸣纸业，跃居行业第三。如按6800元/吨的平均售价测算，11年白卡纸的新增产能将增厚公司营业收入9.89亿元。

图四：白卡新增14万吨产能，同比增长32%，将增或业绩9.89亿元

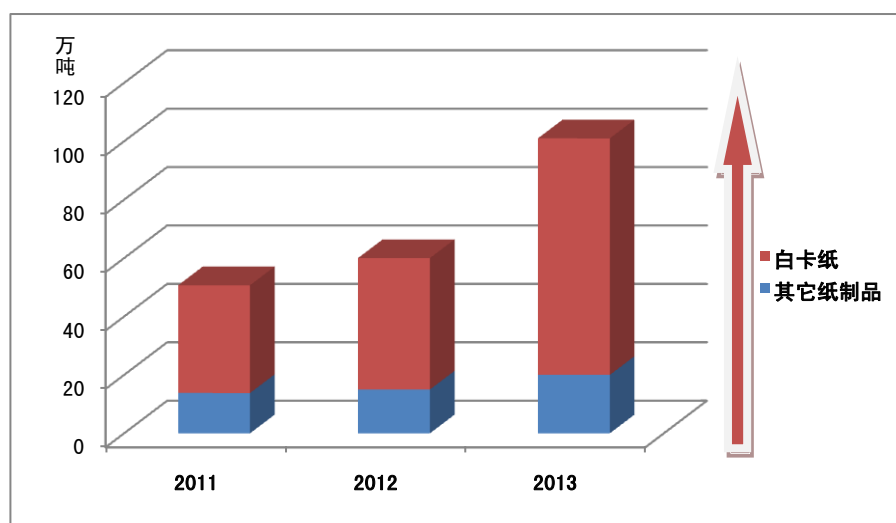
季度	2010白卡产能 (万吨/年)	2011白卡产能 (万吨/年)	产能同比增长幅 度(%)	营业收入增长预 测(万元)
Q1	5.25	15	185.71%	66300
Q2	13	15	15.38%	13600
Q3	13.6	15	10.29%	9520
Q4	13.6	15	10.29%	9520
合计	45.45	60	32.01%	98940

资料来源：德邦研究

江苏再建 75 万吨白卡生产线，2012 年底投产

- 公司目前已自筹资金加银行融资，计划在江苏大丰港再新建一条75万吨的白卡生产线，预计总投资31亿元，目前项目稳步推进，预计在2012年底投产。届时公司白卡总产能将达到135万吨，超过宁波中华和太阳纸业，位居行业第一，市场集中度有望进一步提升至20%。
- 同时，大丰港的地理位置优越，接近原材料以及主要客户，将大幅降低公司的运输成本。此项目将成为公司2013年业绩的爆发亮点。

图五：随着公司的产能扩张，司白卡纸的营收比预计由10年60%的提高到13年的81%



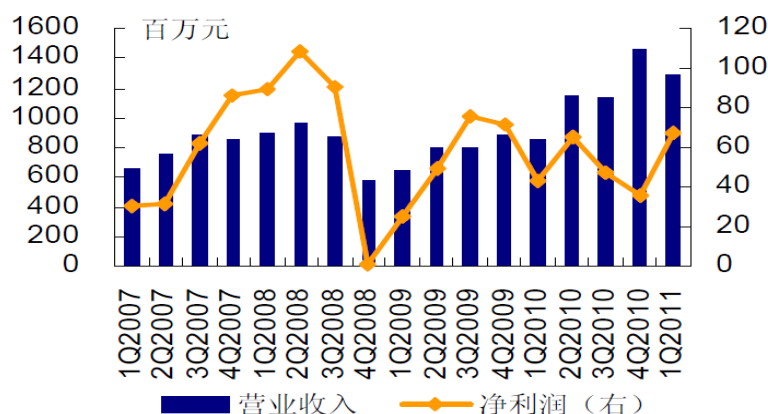
资料来源：德邦研究

III. 卡纸行业盈利现状及发展趋势

白卡今年提价不断，毛利率水平持续提高

- 受益于消费升级, 包装升级, 白卡纸是今年市场上最景气的纸种, 白卡均价由 11 年初的 7167 元/吨上涨至 4 月 22 日的 7346 元/吨 (涨幅为 2.5%)。公司从年初至今已两次提价, 累计提价幅度在 400 元/吨左右, 并且预计在二季度继续提价 200 元/吨, 展望节假日密集的下半年, 其白卡的盈利能力有望不断提升。
- 从今年经营环境看, 由于经销商和下游库存处于低位, 二季度进入消费旺季后, 白卡销售处于供不应求的状态, 白卡纸公司 3 月、4 月均有提价, 幅度在 250 元以上, 当下企业库存目前不到 1 个月水平, 成本端阔叶浆从去年到现在基本维持稳定, 因此我们测算二季度公司毛利率水平上升一个百分点左右, 对盈利的带动非常明显。同时, 随着节假日密集的下半年, 白卡纸的价格有望不断提升

图六：公司一季度营业收入同比上升，净利润环比上升



资料来源：公司公告，德邦研究

卡纸行业正处于高速发展期

- 目前我国包装行业正处于高速发展期, 改革开放 30 多年来, 我国包装产业总产值以年均递增 18% 以上的速度持续快速发展, 在我国国民经济 42 各主要行业中, 包装行业从 80 年代初期的第 41 位跃居为目前的 14 位。
- 与发达国家相比, 中国包装消费人均很低, 美国每年每人用于包装的费用为 311 美元, 日本 460 美元, 欧洲 385 美元, 而我国大约在 12 美元左右, 仅为发达国家的 3%-4%。随着中国经济的持续增长, 城市化进程的继续加快, 包装行业将以明显高于 GDP 增速的速度增长, 保持 10-15% 的增速。

白卡供需良好，高景气有望维持

- 目前我国白卡纸产能约为 350 万吨,需求方面,白卡纸主要用于食品饮料,卷烟,医药等消费类行业,具备一定抗周期特征,其下游需求广泛,同时下游行业由于近年发展较快,有效的拉动了消费的增长,是直接受益于经济恢复的纸种。在卡之中,预计涂布白板纸 2010-2012 年整体消费量将呈现 10%的增长;而消费升级的大趋势将推动白卡纸对涂布白板纸消费形成替代,其消费量增速有望高于涂布白板纸整体增速,预计未来三年复合增长率将达到 15%。
- 在未来两年,卡纸行业新增产能有限,2011 年的新增产能是华金集团24万吨,同时随着太阳纸业,博汇纸业新项目投产,2012年预计新增产能大概在50-60万吨左右,这意味着在市场需求高速增长,新增产能有限的情况下,未来2 年白卡纸供需情况良好,高景气度有望维持。

图七：扩产后，博汇纸业白卡产能将跃居行业第一，提升市场占有率

厂商名称	10年产能 (万吨年)	市场占有率	11年产能 (万吨年)	未来产能 增量	投产 日期	13年总量 (万吨年)
宁波中华	85	22%	85			85
太阳纸业	85	22%	85	40	规划	125
博汇纸业	46	16%	60	75	2012年底	135
晨鸣纸业	40	10%	40	60	12年5月	100
美利纸业	30	8%	30			30
红塔仁恒	30	8%	30			30
新乡新亚	20	5%	20			20
亚太森博	17	4%	17			17
河南兆丰	10	3%	10			10
金丰源	9	2%	9			9
山东华金			24			24
广西金桂				120	2012年	120
合计	286	100%	324	295		705

资料来源：德邦研究

IV. 公司的费用情况及未来变化

公司费用分析

- 2010第四季度,公司期间费用率11.64%,为全年最高点,较三季度增加了1.54个百分点。1)主要是公司销售费用增加所致,35万吨白卡纸2号线投产后公司销售量增加,且部分客户分布在西南和华南市场,运输成本上升。2)财务

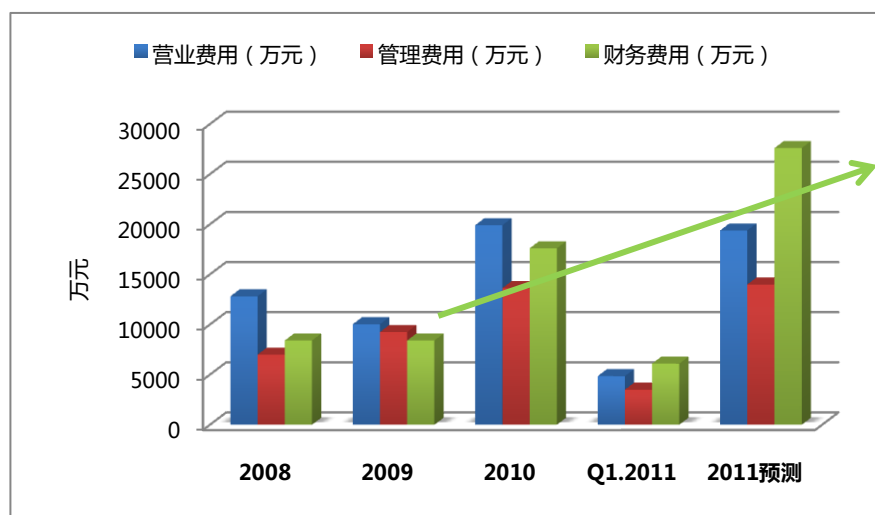
费用在2010年较上年同期增加164.07%，主要因为可转债利息摊销增加以及35万吨白卡纸投产后项目借款利息费用化所致。（3）存货增加。期末库存商品较期初增加2.2亿元，增幅92.8%，原材料较期初增长16.4%，导致公司期末存货较期初增加51.53%。

- 2011年一季度，公司的营业成本，销售费用同比增加52%和36%，主要是因为今年一季度两台机器满产，产销量较去年同比的大幅增长。管理费用基本持平。
- 2011年一季度，公司的财务费用为6094万元，同比增加114%。主要原因是公司短期借款较上年同比增加55%，同时贷款利率也相应提高所致。

预计11年公司财务费用将大幅提高

- 公司以可转债募集的用于建设35万吨白卡2号线的资金，已于去年进入利息期，11年利率将近一步增加，由1%升至1.2%。同时，公司计划新建的75万吨白卡生产线需投资31亿元，11年将投资12亿元，完成40%的建设进度，并在12年完成全部项目。由于进入银行利息支付期，公司11-12年的财务费用将大幅增加，按银行商业贷款利率上浮1.1倍8%计算，估计公司11年财务费用将增加1亿元左右。公司11年总的财务费用率预计将达到4%。

图八：随着新项目建设，公司今年财务费用将大幅增加



资料来源：德邦研究

75万吨项目2013年投产后，运输成本有望降低

- 江苏大丰港的地理位置优越，接近公司原材料（木材）购买基地广东湛江，同时相对于目前的青岛港，木材海运成本将大幅减少。同时，公司主要的白卡纸客户集中在西南和华南，新产地的正式运行也将大幅降低公司成品的内陆运输成本。

图九：江苏大丰港项目投产后，公司海运及内陆的运输成本有望明显好转



资料来源：德邦研究

原材料自给率 70%，人民币升值条件下的双赢局面

- 公司拥有木浆及机化浆线，白卡纸的原料自给率为 80%，箱板纸的原料自给率为 60%。一方面，若人民币升值 3-5%，引起国际浆价的大幅走高，公司将充分享受自制浆的成本优势；另一方面，若人民币升值，而国际浆价未受影响，公司每年进口的针叶浆以及废纸浆，将节约原材料购买费用 1.5-2% 左右。

V. 业绩预测，估值及投资建议

业绩预测

- 我们预计公司 2011、2012 和 2013 年的营业收入分别为 58.73、70.1 和 104.1 亿元，对应各年的 EPS 分别为 0.55 元，0.74 元和 1.12。

相对估值

- 目前，造纸行业重点公司 2010 年的平均 PE 估值为 20 倍，我们认为可以给予公司 2011 年 17-19 倍 PE，据此计算出公司的合理价格区间为 9.35-10.45 元。

图十：分产品预测表

主要产品 销售假设	2011E	2012E	2013E
白卡销量（万吨）	60	80	135
销售价格 （不含税，元/吨）	6800	6400	6400
吨成本（元/吨）	5304	5120	5120
吨毛利（元/吨）	1452	1280	1280
毛利率	22%	20%	20%
文化纸销量（万吨）	24	25	25
销售价格 （不含税，元/吨）	4970	5160	5160
吨成本（元/吨）	4207.5	4328	4328
吨毛利（元/吨）	763	832	832
毛利率	15.34%	16.12%	16.12%
石膏护面销量（万吨）	13	14	14
销售价格 （不含税，元/吨）	3150	3250	3250
毛利率	12%	13%	13%
箱板纸销量（万吨）	17.5	17.5	17.5
销售价格 （不含税，元/吨）	3200	3200	3200
毛利率	8%	9%	9%

资料来源：德邦研究

投资建议

- 作为业务以景气纸种白卡强力扩张的龙头企业，公司未来有望成为中国最大的白卡纸生产商，具有良好的发展空间。11年的增长点在于白卡纸的屡次提价以及公司60万吨产能的充分释放，我们认为公司合理的估值区间应为9.35-10.45元，给予公司“增持”的投资评级。

股价催化剂：白卡纸继续提价，盈利能力继续上升；期间费用率的继续下降；75万吨白卡项目进展快于预期。

VI. 主要风险：

- 原材料价格变动；75万吨白卡项目进展低于预期；白卡需求减缓，2013年白卡纸产能集中释放，供大于求。

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive： 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性 – In-Line： 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避 – Cautious： 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy： 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$

增持 – Outperform： 预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%

中性 – Neutral： 预期未来 6 个月股价涨幅为 -10% - +10%

减持 – Sell： 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。