

走在景气上升的路上

■博汇纸业年报：16年营业收入77.7亿元，同比增长10.5%，归属上市公司股东净利润2亿元，同比增长422%，扣非后增长263%。

■拐点已验证，17年将迎来增长：16年收入、净利润同比分别增长10.5%、422%，业绩高增长主要受益销量提升及白卡纸等产品销售价格上涨+成本下降，盈利能力改善。销量：16年公司机制纸销量202万吨，同比增长11.4%，其中白卡纸销量147.3万吨同比增长15%，文化纸销量19.8万吨，同比下滑5.8%。吨纸盈利方面：15年下半年开始，白卡纸价格触底反转，16年12月市场价格达到5650元/吨，同比提升约1300元/吨；加上成本端下降（木浆价格下跌80-100美元/吨+优化生产工艺吨纸折旧费用下降），16年公司白卡纸吨毛利586元，同比提升132元。报告期内公司收到政府补助0.63亿元，同比减少1.2亿元（经营扶持资金减少1亿元）。16Q4公司净利润0.9亿元，同比增长574%，我们测算四季度公司白卡纸吨净利近200元/吨，白卡纸盈利能力大幅回升逻辑已初步验证。16Q4白卡纸均价约5350元/吨，当前白卡纸价格约6500元/吨，上涨1150元/吨。4月份涨价函已经发出，继续提价300元/吨；同期木浆价格上涨100-120美元/吨，公司原料60%是自制化机浆，进口木浆仅占40%左右，受木浆成本上涨影响相对较小，盈利确定持续向好，预计公司今年业绩有望提升。

■行业供需回暖，景气将维持高位：

需求：受益消费升级，替代灰底白板纸，需求增长纸类最高：2016年国内白卡纸需求约690万吨，2011-2015年CAGR约8.7%，是各类纸种中增速最高的品种。白卡纸下游主要为食品饮料、医药、化妆品、电子产品等，下游增长稳健；加上消费升级替代低端的灰底白板纸

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	7,057.8	7,796.3	10,018.2	10,819.7	13,862.7
净利润	38.5	201.3	639.1	882.5	1,156.0
每股收益(元)	0.03	0.15	0.48	0.66	0.86
每股净资产(元)	2.93	3.08	3.56	4.22	5.09

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	171.3	32.8	10.3	7.5	5.7
市净率(倍)	1.7	1.6	1.4	1.2	1.0
净利润率	0.5%	2.6%	6.4%	8.2%	8.3%
净资产收益率	1.0%	4.9%	13.4%	15.6%	17.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	2.3%	4.9%	11.6%	10.5%	14.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**

维持评级

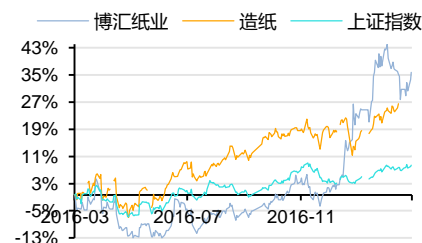
6个月目标价：**6.73元**

股价(2017-03-22) **4.83元**

交易数据

总市值(百万元)	6,604.01
流通市值(百万元)	4,724.87
总股本(百万股)	1,336.84
流通股本(百万股)	956.45
12个月价格区间	3.17/5.24元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.65	29.2	37.9
绝对收益	-1.4	33.15	45.95

周文波

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515080001
zhouwb@essence.com.cn
021-35082778

雷慧华

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516090002
leihh@essence.com.cn
021-35082719

袁雯婷

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030002
yuanwt@essence.com.cn

相关报告

博汇纸业：拐点逻辑初步验证，17年将迎来爆发	2017-01-26
博汇纸业：潜龙在渊，纯正白卡纸龙头业绩弹性大	2017-01-20
博汇纸业：博汇纸业公司点评	2017-01-09

(占比由 2010 年的 30%左右提升至目前的 53%)，拉动白卡纸需求快速增长。此外，出口也成为国内消化产能重要渠道，国内白卡纸成本优势强，出口量由 2012 年的 84 万吨增长至 16 年 200 万吨，其中 16 年出口增加约 40 万吨，净出口约 140 万吨，受益于人民币贬值，预计 17 年出口仍将保持稳步上升。

供给：产能扩张已过高峰，未来两年基本无新增产能，行业景气确定向上：目前白卡纸行业总产能约为 1020 万吨，12 年-16 年以来是行业产能扩张高峰，平均每年行业新增产能超百万吨。但在需求的快速增长及出口的拉动下，12-15 年新增项目已基本得到消化，这些设备开工率基本达到 90%-100%。目前仅 16 年新投产的晨鸣湛江 120 万吨、STORAENSO 45 万吨两台设备仍未完全达产，开工率约 70%，其对市场冲击已得到消化。在产能退出方面，我们统计合计约 60-70 万吨，行业竞争格局得到优化。目前我们测算目前国内白卡纸综合产能利用率约 87%，明年 APP 工厂搬迁+17/18 年行业基本无新增产能，而需求端约 7%-8% 增长，我们预计行业景气将持续向好。

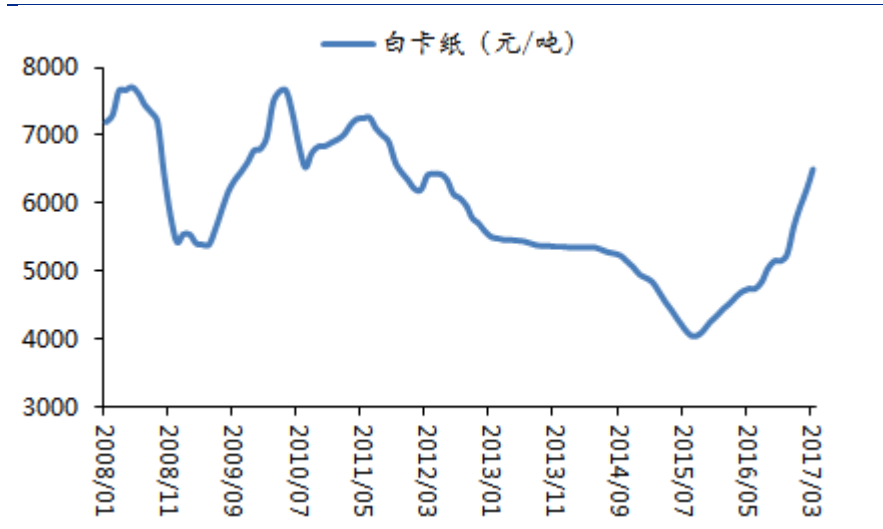
价格：涨价趋势仍在延续，整体将维持高位：15 年 7 月是白卡纸价格低点，最低一度跌至 4000 元/吨左右。目前白卡纸市场价格 6400-6500 元/吨，如果 4 月份提价执行，将达到 6700-6800 元/吨。季节性旺季+供给偏紧，白卡纸涨价强于大市。目前白卡纸行业基本面较为健康，厂商普遍通过砍单缩小接单量，并且 3 月起开始缩短经销商账期 15-30 天左右；另一方面近期内盘木浆价格反弹，也给了白卡纸涨价较好的理由；此外白卡纸行业集中度高，APP、晨鸣、太阳、博汇四家企业合计占市场规模约 80%，企业之间易于协同，我们判断 17 年白卡纸大概率将维持高位，而预计随着 18 年行业景气进一步向好，价格仍有上涨空间。

■**纯正白卡纸龙头企业，盈利弹性巨大：**博汇是国内白卡纸四巨头之一，拥有造纸产能 200 万吨，其中白卡纸 150 万吨。17 年初公告拟建设 75 万吨白卡纸产能，将超过晨鸣成为国内第二大白卡纸厂商。公司白卡纸原材料主要包括化学浆、化机浆，成本占比约 76%。公司拥有化机浆产能 85 万吨，基本自供，仅化学浆依赖外购，以外盘为主。公司主导产品白卡纸在所有纸种中，需求增速最快、供需及竞争格局最好、吨纸盈利最大、价格连续上涨且趋势可延续的品种，盈利弹性大。

■**盈利预测及投资建议：**我们预计博汇 17-19 年净利润分别约 6.4 亿元、8.8 亿元、11.6 亿元，同比增长 217.4%、38.1%、31%，EPS 0.48 元、0.66 元、0.86 元，当前动态 10xPE，6 个月目标价 6.73 元，维持“买入-A”评级。

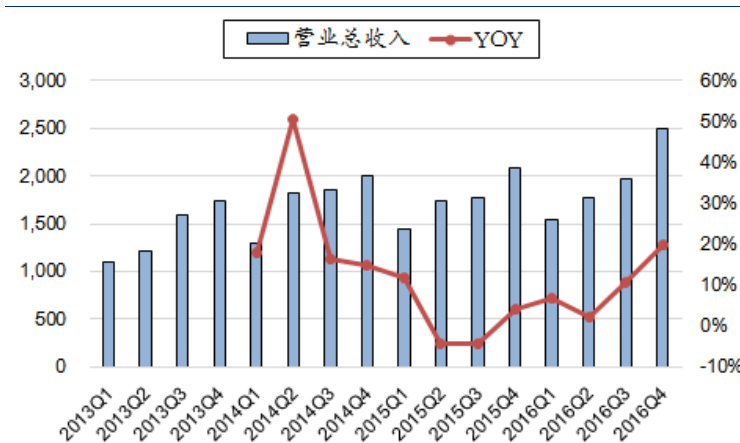
■**风险提示：**宏观经济疲软，造纸行业需求恢复缓慢。

图 1：白卡纸价格走势



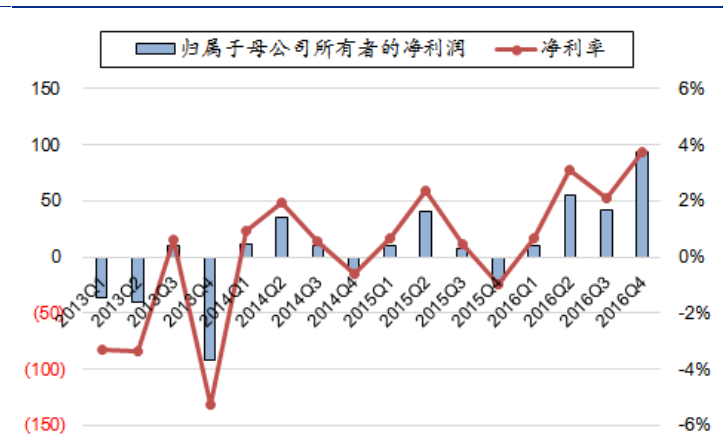
资料来源：Wind, 安信证券研究中心

图 2：博汇纸业营业收入



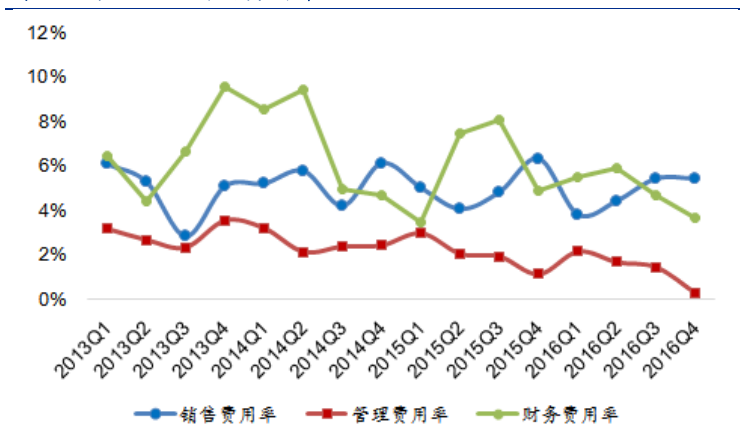
资料来源：Wind, 安信证券研究中心

图 3：博汇纸业净利润



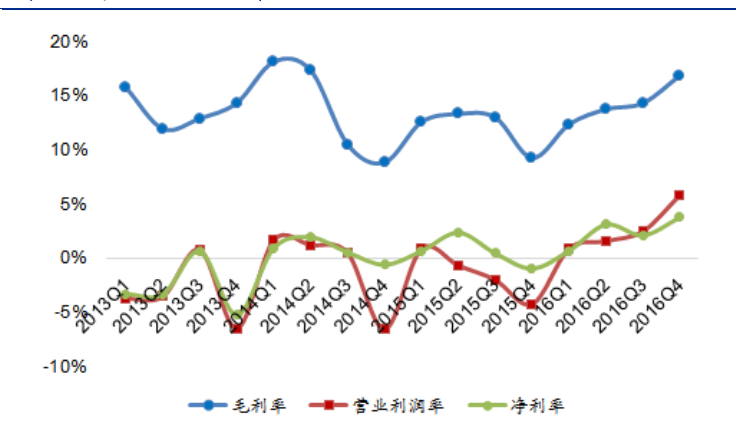
资料来源：Wind, 安信证券研究中心

图 4：博汇纸业期间费用率



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

图 5：博汇纸业利润率



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	7,057.8	7,796.3	10,018.2	10,819.7	13,862.7	成长性					
减:营业成本	6,219.5	6,656.8	8,014.6	8,396.0	10,771.3	营业收入增长率	1.1%	10.5%	28.5%	8.0%	28.1%
营业税费	22.4	44.9	41.3	47.1	65.8	营业利润增长率	56.0%	-291.4%	267.6%	37.4%	30.6%
销售费用	362.6	382.2	500.9	541.0	720.9	净利润增长率	-14.1%	422.3%	217.4%	38.1%	31.0%
管理费用	138.0	99.7	190.3	205.6	284.2	EBITDA 增长率	-8.8%	36.1%	60.3%	31.0%	16.6%
财务费用	427.5	374.6	394.6	433.1	457.5	EBIT 增长率	-21.9%	100.9%	106.8%	28.8%	24.0%
资产减值损失	13.1	2.6	10.0	5.0	5.9	NOPLAT 增长率	-41.2%	102.2%	114.2%	28.8%	24.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-5.3%	-8.3%	41.8%	-8.4%	31.1%
投资和汇兑收益	1.9	0.9	1.8	1.5	1.4	净资产增长率	1.0%	4.9%	14.9%	17.6%	19.5%
营业利润	-123.4	236.3	868.4	1,193.4	1,558.6	利润率					
加:营业外净收支	183.4	59.9	17.1	16.6	16.0	毛利率	11.9%	14.6%	20.0%	22.4%	22.3%
利润总额	60.0	296.2	885.4	1,210.0	1,574.6	营业利润率	-1.7%	3.0%	8.7%	11.0%	11.2%
减:所得税	16.8	81.8	221.4	302.5	393.7	净利润率	0.5%	2.6%	6.4%	8.2%	8.3%
净利润	38.5	201.3	639.1	882.5	1,156.0	EBITDA/营业收入	11.6%	14.3%	17.8%	21.6%	19.7%
						EBIT/营业收入	4.3%	7.8%	12.6%	15.0%	14.5%
						运营效率					
						固定资产周转天数	317	260	185	187	155
						流动资产周转天数	141	128	135	133	132
						流动营业资本周转天数	287	264	273	264	260
						应收账款周转天数	41	43	58	47	49
						存货周转天数	73	61	64	61	60
						总资产周转天数	636	558	512	519	461
						投资资本周转天数	468	395	356	370	319
						投资回报率					
						ROE	1.0%	4.9%	13.4%	15.6%	17.0%
						ROA	0.4%	1.8%	4.0%	6.2%	5.7%
						ROIC	2.3%	4.9%	11.6%	10.5%	14.2%
						费用率					
						销售费用率	5.1%	4.9%	5.0%	5.0%	5.2%
						管理费用率	2.0%	1.3%	1.9%	1.9%	2.1%
						财务费用率	6.1%	4.8%	3.9%	4.0%	3.3%
						三费/营业收入	13.1%	11.0%	10.8%	10.9%	10.6%
						偿债能力					
						资产负债率	64.9%	62.9%	68.8%	59.0%	65.2%
						负债权益比	184.9%	169.4%	220.5%	143.9%	187.4%
						流动比率	0.81	0.84	0.90	0.77	1.03
						速动比率	0.60	0.67	0.67	0.62	0.77
						利息保障倍数	0.71	1.63	3.20	3.76	4.41
						分红指标					
						DPS(元)	-	-	-	-	-
						分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	43.1	214.4	639.1	882.5	1,156.0	EPS(元)	0.03	0.15	0.48	0.66	0.86
加:折旧和摊销	522.9	511.4	524.3	714.8	714.8	BVPS(元)	2.93	3.08	3.56	4.22	5.09
资产减值准备	13.1	2.6	-	-	-	PE(X)	171.3	32.8	10.3	7.5	5.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.7	1.6	1.4	1.2	1.0
财务费用	436.0	315.1	394.6	433.1	457.5	P/FCF	-22.9	29.3	23.8	69.7	15.4
投资损失	-1.9	-0.9	-1.8	-1.5	-1.4	P/S	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5
少数股东损益	4.6	13.1	25.0	25.0	25.0	EV/EBITDA	13.5	8.1	7.5	5.0	5.0
营运资金的变动	-253.6	-132.6	-2,345.1	1,881.9	-4,020.2	CAGR(%)	176.1%	76.6%	121.7%	176.1%	76.6%
经营活动产生现金流量	472.2	887.8	-763.9	3,935.8	-1,668.3	PEG	1.0	0.4	0.1	0.0	0.1
投资活动产生现金流量	-182.2	121.4	-1,613.2	-1,613.5	1.4	ROIC/WACC	0.3	0.7	1.6	1.4	1.9
融资活动产生现金流量	-795.4	-798.6	2,672.3	-2,202.1	2,123.4	REP	3.9	1.6	0.7	0.8	0.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

周文波、雷慧华、袁雯婷声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：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

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034