

2017年04月11日

博汇纸业 (600966.SH)

超预期，业绩验证我们前瞻性！

■博汇纸业 17 年一季度报：17 年一季度营业收入 20.4 亿元，同比增长 32%；归属上市公司股东净利润 1.97 亿元，同比增长 1768%，扣非后增长 1972%，业绩略超预期。

■季报高增长，验证我们前瞻判断：公司 17Q1 收入、净利润分别增长 32%、1768%，业绩高增长主要受益于白卡纸等产品价格上涨及销量提升。17Q1 白卡纸均价约 6200 元/吨，同比上涨约 1700 元/吨。成本端木浆价格同比上涨约 30-40 美元/吨，但公司原料 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；所以即便考虑煤炭/木浆等成本的提升，公司整体盈利能力仍有明显改善。我们测算白卡纸一季度吨纸毛利约 1400 元/吨，较去年同期提升约 800-900 元/吨；一季度吨纸净利润约 500-600 元/吨，其中 3 月份预计 700-800 元/吨。一季度公司综合毛利率 24.5%，同比提升 12.2pct；净利率 10.1%，同比提升 9.3pct。现金流方面，一季度公司经营性现金流量净额 3.3 亿元，同比提升 152%。另外，公司整体营运能力明显提高：一季度存货周转天数为 78.6 天，较去年同期减少 25.4 天，自 2016 年下半年起存货周转天数下降趋势明显，目前公司库存仍保持相对低位；一季度应收账款周转天数 33.8 天，较去年同期减少 15.8 天。我们认为当前白卡纸价格高于一季度均价 300-500 元/吨，预计公司今年业绩高增长已基本确定。

■行业供需/格局好，白卡纸价格大概率将保持高位：--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，

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	7,057.8	7,796.3	10,018.2	11,240.4	14,432.7
净利润	38.5	201.3	812.5	1,146.1	1,437.7
每股收益(元)	0.03	0.15	0.61	0.86	1.08
每股净资产(元)	2.93	3.08	3.69	4.55	5.63
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	179.6	34.4	8.5	6.0	4.8
市净率(倍)	1.8	1.7	1.4	1.1	0.9
净利润率	0.5%	2.6%	8.1%	10.2%	10.0%
净资产收益率	1.0%	4.9%	16.5%	18.8%	19.1%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	2.3%	4.9%	13.0%	13.6%	15.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

造纸

投资评级 买入-A

维持评级

6 个月目标价： 6.73 元
 股价 (2017-04-11) 5.18 元

交易数据

总市值(百万元)	6,924.85
流通市值(百万元)	4,954.42
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	3.17/5.28 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.45	22.32	38.13
绝对收益	8.82	26.34	48.31

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：走在景气上升的路上	2017-03-22
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：潜在在渊，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

下游增长稳健；加上消费升级替代低端的灰底白板纸（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，但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%。当前拟建的新项目仅博汇 75 万吨设备，预计投产时间 2019 年初，17/18 年行业基本无新增产能，此外明年 APP 宁波工厂计划搬迁，预计影响供给约 6%，而需求端约 7%-8% 增长，预计明年行业景气将好于今年。

---价格：淡季存调整可能，但整体将维持高位：3 月份白卡纸市场价格约为 6500-6700 元/吨，4 月份提价 300 元/吨，考虑到其它包装纸板价格跌幅较大，下游态度较为谨慎，纸厂接单也有所回落，实际落地可能会打折扣。5-7 月份白卡纸行业将迎来淡季，价格存回调可能性，但幅度预计不大。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/股价弹性巨大：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，股价弹性大。

■盈利预测及投资建议：我们调整了公司盈利预测，预计 17-19 年净利润分别约 8.1 亿元、11.5 亿元、14.4 亿元，同比增长 303.6%、41.1%、25.4%，EPS 0.61 元、0.86 元、1.08 元，当前动态 8.6xPE，维持“买入-A”评级。

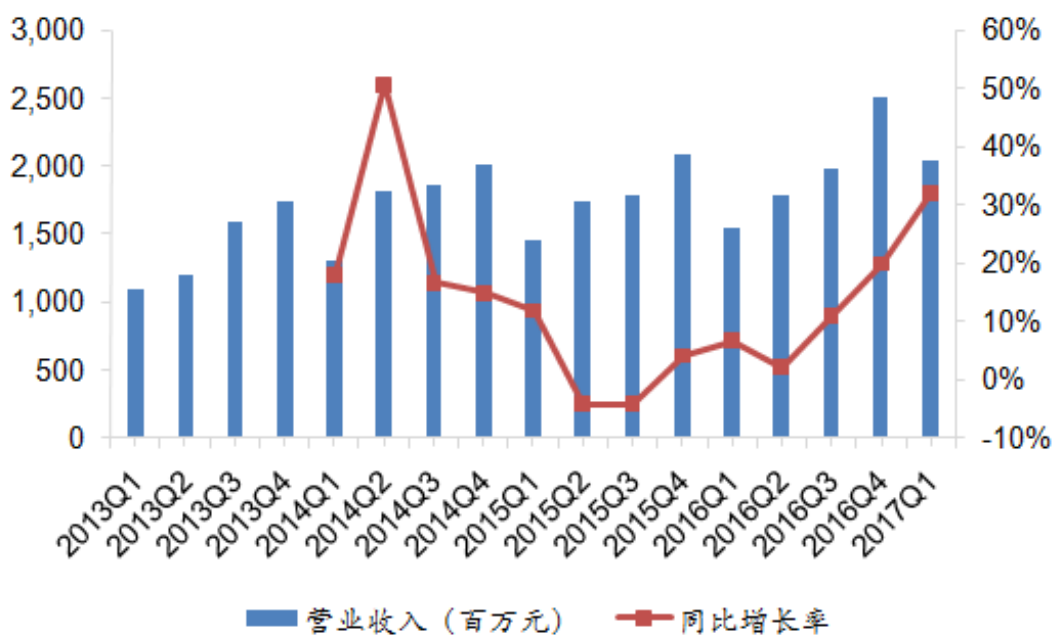
■风险提示：宏观经济疲软，造纸行业需求恢复缓慢。

图 1：白卡纸价格走势



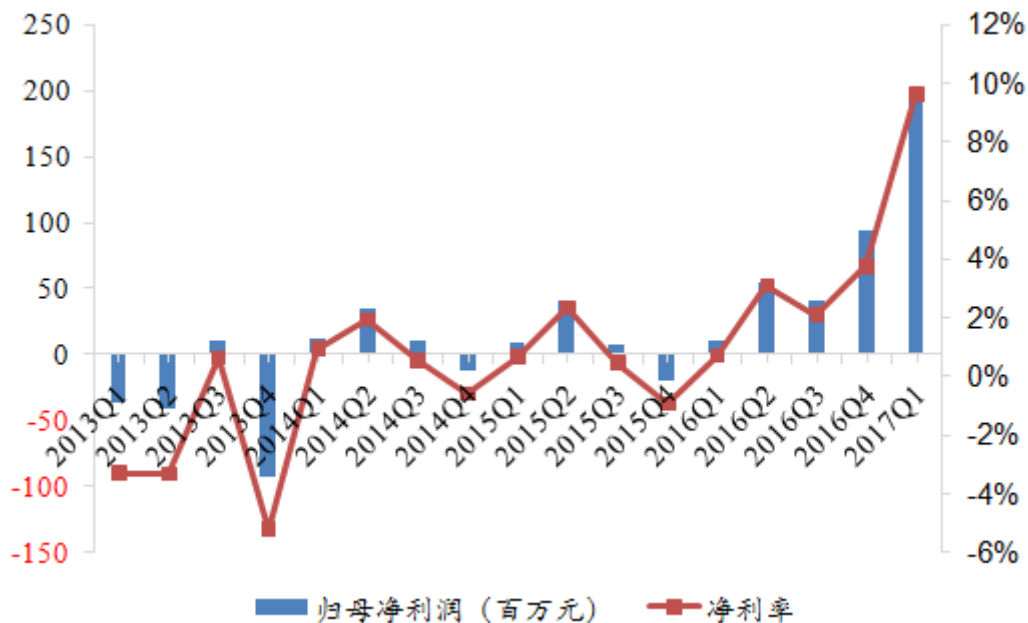
资料来源：wind,安信证券研究中心

图 2：博汇纸业营业收入



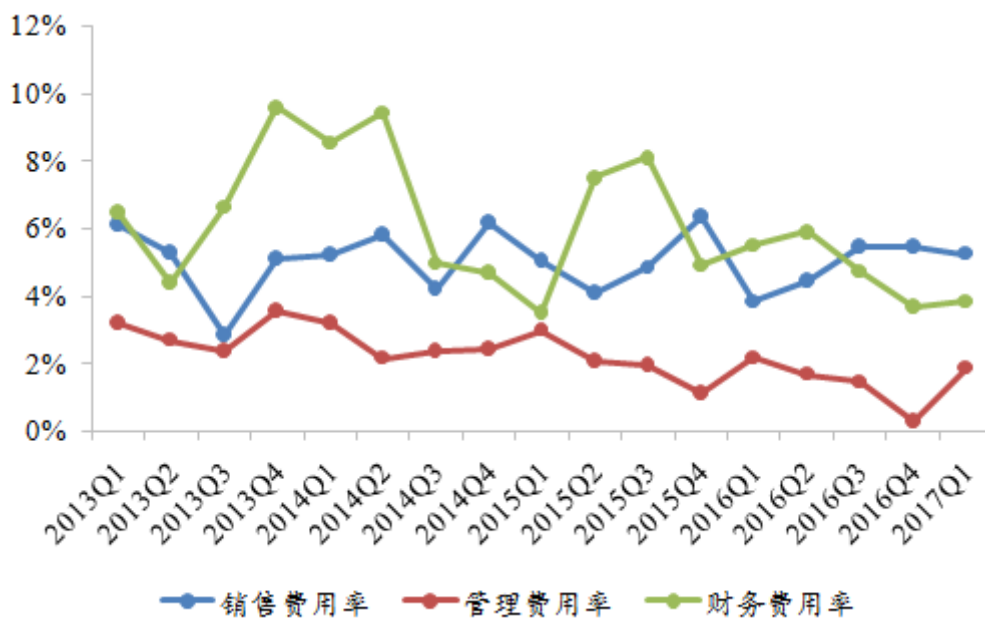
资料来源：wind,安信证券研究中心

图 3：博汇纸业净利润



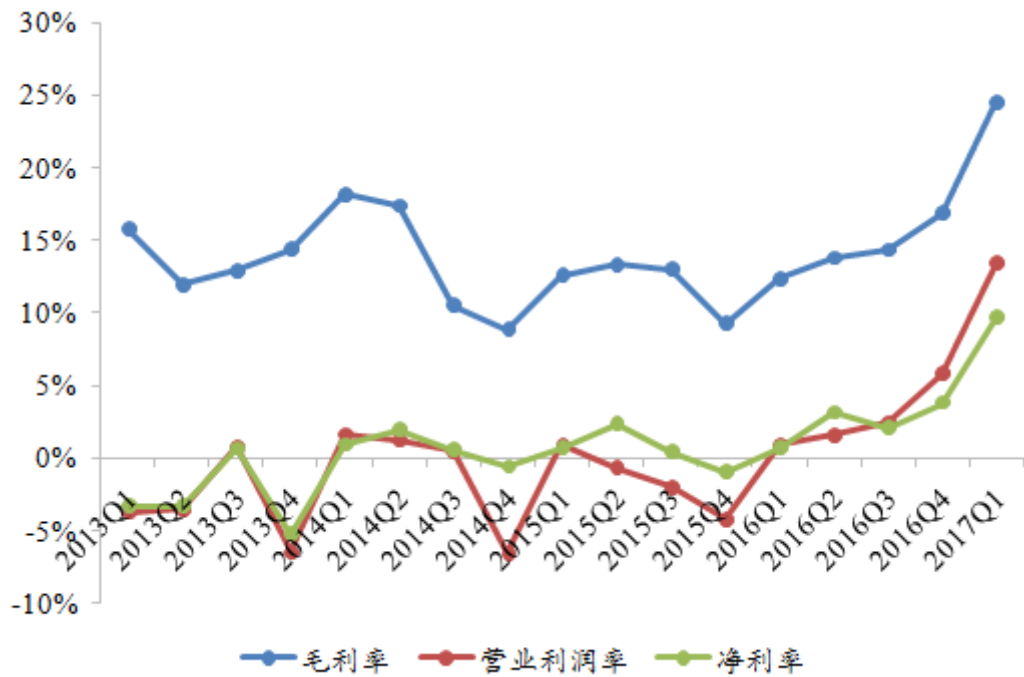
资料来源：wind,安信证券研究中心

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	11,240.4	14,432.7	成长性					
减:营业成本	6,219.5	6,656.8	7,909.4	8,587.7	11,170.9	营业收入增长率	1.1%	10.5%	28.5%	12.2%	28.4%
营业税费	22.4	44.9	41.3	45.0	57.7	营业利润增长率	56.0%	-291.4%	352.7%	40.7%	25.9%
销售费用	362.6	382.2	500.9	550.8	707.2	净利润增长率	-14.1%	422.3%	303.6%	41.1%	25.4%
管理费用	138.0	99.7	140.3	146.1	187.6	EBITDA 增长率	-8.8%	36.1%	74.7%	34.6%	15.2%
财务费用	427.5	374.6	353.6	402.5	411.4	EBIT 增长率	-21.9%	100.9%	133.0%	34.0%	20.9%
资产减值损失	13.1	2.6	5.0	5.0	5.0	NOPLAT 增长率	-41.2%	102.2%	141.4%	34.0%	20.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-5.3%	-8.3%	28.2%	8.0%	13.0%
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%	18.9%	22.0%	22.6%
营业利润	-123.4	236.3	1,069.6	1,504.8	1,894.3	利润率					
加:营业外净收支	183.4	59.9	47.1	56.6	56.0	毛利率	11.9%	14.6%	21.1%	23.6%	22.6%
利润总额	60.0	296.2	1,116.7	1,561.4	1,950.3	营业利润率	-1.7%	3.0%	10.7%	13.4%	13.1%
减:所得税	16.8	81.8	279.2	390.4	487.6	净利润率	0.5%	2.6%	8.1%	10.2%	10.0%
净利润	38.5	201.3	812.5	1,146.1	1,437.7	EBITDA/营业收入	11.6%	14.3%	19.4%	23.3%	20.9%
						EBIT/营业收入	4.3%	7.8%	14.2%	17.0%	16.0%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	317	260	185	180	149
货币资金	944.1	1,207.5	1,502.7	1,686.1	2,164.9	流动营业资本周转天数	141	128	115	122	122
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	287	264	252	251	249
应收账款	962.7	918.3	1,419.3	1,141.0	2,238.0	应收账款周转天数	41	43	42	41	42
应收票据	1,716.9	2,288.5	2,720.6	2,854.6	4,408.7	存货周转天数	73	61	55	53	55
预付账款	188.5	163.3	321.8	182.7	461.2	总资产周转天数	636	558	491	496	442
存货	1,435.8	1,210.6	1,865.3	1,474.4	2,902.1	投资资本周转天数	468	395	336	350	301
其他流动资产	275.1	135.4	253.8	221.4	203.5	投资回报率					
可供出售金融资产	51.0	51.0	51.0	51.0	51.0	ROE	1.0%	4.9%	16.5%	18.8%	19.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	0.4%	1.8%	5.5%	7.5%	7.4%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	2.3%	4.9%	13.0%	13.6%	15.2%
投资性房地产	265.8	258.2	258.2	258.2	258.2	费用率					
固定资产	5,872.8	5,406.4	4,888.5	6,340.9	5,632.5	销售费用率	5.1%	4.9%	5.0%	4.9%	4.9%
在建工程	89.2	94.2	1,709.2	1,163.5	1,163.5	管理费用率	2.0%	1.3%	1.4%	1.3%	1.3%
无形资产	202.7	196.3	189.8	183.3	176.8	财务费用率	6.1%	4.8%	3.5%	3.6%	2.9%
其他非流动资产	135.2	114.1	126.0	125.1	121.7	三费/营业收入	13.1%	11.0%	9.9%	9.8%	9.1%
资产总额	12,139.7	12,043.7	15,306.1	15,682.1	19,782.2	偿债能力					
短期债务	4,652.7	4,402.4	5,851.4	6,255.8	6,738.9	资产负债率	64.9%	62.9%	65.3%	58.6%	59.8%
应付账款	705.6	879.8	1,146.3	960.1	1,794.0	负债权益比	184.9%	169.4%	188.0%	141.8%	148.9%
应付票据	622.8	916.0	1,283.0	740.0	2,033.2	流动比率	0.81	0.84	0.88	0.85	1.07
其他流动负债	872.8	874.7	899.1	952.5	993.6	速动比率	0.60	0.67	0.68	0.68	0.82
长期借款	804.7	421.4	707.4	154.1	168.7	利息保障倍数	0.71	1.63	4.02	4.74	5.60
其他非流动负债	220.3	78.3	104.6	134.4	105.8	分红指标					
负债总额	7,878.9	7,572.6	9,991.9	9,196.9	11,834.2	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	341.4	351.4	376.4	401.4	426.4	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	1,336.8	1,336.8	1,336.8	1,336.8	1,336.8	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	2,584.1	2,788.4	3,600.9	4,747.0	6,184.7						
股东权益	4,260.8	4,471.1	5,314.2	6,485.2	7,947.9						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	43.1	214.4	812.5	1,146.1	1,437.7	EPS(元)	0.03	0.15	0.61	0.86	1.08
加:折旧和摊销	522.9	511.4	524.3	714.8	714.8	BVPS(元)	2.93	3.08	3.69	4.55	5.63
资产减值准备	13.1	2.6	-	-	-	PE(X)	179.6	34.4	8.5	6.0	4.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.8	1.7	1.4	1.1	0.9
财务费用	436.0	315.1	353.6	402.5	411.4	P/FCF	-24.1	30.7	25.0	44.0	15.4
投资损失	-1.9	-0.9	-1.8	-1.5	-1.4	P/S	1.0	0.9	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	6.4	4.6	4.0
营运资金的变动	-253.6	-132.6	-1,235.5	63.2	-2,183.2	CAGR(%)	200.6%	89.7%	139.5%	200.6%	89.7%
经营活动产生现金流量	472.2	887.8	478.1	2,350.2	404.3	PEG	0.9	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	1.7	1.8	2.0
融资活动产生现金流量	-795.4	-798.6	1,430.3	-553.4	73.2	REP	4.1	1.7	0.7	0.6	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
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	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
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	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