



纸价企稳，收购控股子公司少数股权

投资要点

- **事件:** 公司发布公告, 将分别以 2.77 亿元和 7715 万元收购博汇浆业和大华纸业 25% 股权, 收购完成后博汇浆业和大华纸业将成为公司的全资子公司。
- **加强对生产线管控。** 博汇浆业 2016 年实现营收 4.15 亿元, 净利润 1060 万元, 17Q1 实现营收 1.1 亿元, 净利润 1503 万元。大华纸业 2016 年实现营收 6.57 亿元, 净利润 3687 万元, 17Q1 贡献营收 1.97 亿元, 净利润贡献 2198 万元。产品上看, 博汇浆业主要生产木浆, 大部分自用; 大华纸业产品以小品类的箱板纸和石膏护面纸为主, 两公司一季度贡献公司总净利润近 20%, 收购完成后在增厚利润的同时, 加强公司对各产品线产能调控分配的话语权。
- **白卡纸价稳定, 全年新增产能有限, 未来还有提价预期。** 目前白卡纸有效产能约 900 万吨, 晨鸣和斯道拉索的 165 万吨产能已在 16 年试产大部分, 在 17 年总共或新增约 50 万吨, 大致与需求增量持平, 无其他新增产能投产。博汇 1 月 7 日公告拟投资建 75 万吨高档包装纸板项目我们预计最快也要在 18 年底投产, 因此 1-2 年内供给端对价格冲击很小, 供需基本平衡。根据卓创数据统计, 4 月提价落实后白卡价格保持稳定, 目前博汇出厂价约 6700 元/吨(250g-350g), 库存天数为 28 天。二季度白卡销售已进入淡季, 但价格并未回调, 保持企稳, 表明市场供需结构较预期好。我们判断若价格在 6、7 月份能保持稳定, 三季度逐渐进入旺季, 新一轮提价或到来。
- **环保证制度将长期提升行业集中度。** 环保部出台的排污许可证制度已在各省市陆续执行, 未来所有排污企业必须取得排污许可证才可有排污证明。这对企业的环保能力和管理制度提出了更高要求, 一些达不到排污要求的公司或陆续被要求关停, 行业产能将向龙头企业越来越集中, 利好细分领域龙头。
- **盈利预测与投资建议。** 由于白卡纸二季度价格保持稳定, 三季度进入旺季期还有进一步提价空间, 上调对公司盈利预测。预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.52 元、0.59 元和 0.63 元, 参考造纸行业可比公司平均 PE 12 倍, 给予其 12 倍估值, 目标价 6.24 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 白卡纸价格上涨不及预期的风险; 原料成本涨价超预期的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	7796.26	8871.92	10796.92	12557.82
增长率	10.46%	13.80%	21.70%	16.31%
归属母公司净利润(百万元)	201.32	693.21	789.74	835.68
增长率	422.26%	244.33%	13.92%	5.82%
每股收益 EPS(元)	0.15	0.52	0.59	0.63
净资产收益率 ROE	4.79%	14.16%	13.89%	12.81%
PE	30	9	8	7
PB	1.33	1.14	0.98	0.86

数据来源: Wind, 西南证券

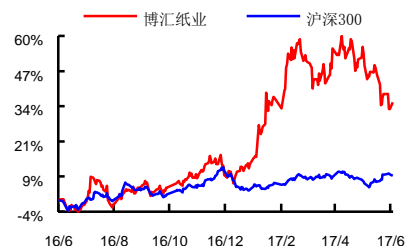
西南证券研究发展中心

分析师: 李佳颖
执业证号: S1250513090001
电话: 023-63786561
邮箱: lijy@swsc.com.cn

联系人: 蔡欣
电话: 023-67511807
邮箱: cxin@swsc.com.cn

联系人: 徐稚涵
电话: 021-68415526
邮箱: xyhan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	13.37
流通 A 股(亿股)	13.37
52 周内股价区间(元)	3.17-5.28
总市值(亿元)	59.62
总资产(亿元)	124.86
每股净资产(元)	3.23

相关研究

1. 博汇纸业(600966): 提价逻辑得到验证, 业绩超市场预期 (2017-04-11)
2. 博汇纸业(600966): 白卡纸龙头, 业绩弹性巨大 (2017-01-17)

关键假设：

考虑到白卡纸二季度价格保持稳定，三季度进入旺季期还有进一步提价空间，我们对公司盈利预测如下：

假设 1：公司公告的 75 万吨的箱板纸预计于 2018 年 Q4 投产，届时产能利用率 70%；

假设 2：预计公司 2017-2018 年白卡纸不含税出厂价为 6300/6000 元/吨，二季度白卡价格能保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入与成本预测

万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计						
营业收入	698,116.37	705,775.60	779,626.07	887,192.21	1,079,691.55	1,255,781.99
yoy		1.10%	10.46%	13.80%	21.70%	16.31%
营业成本	4,889.72	6,058.07	6,219.48	697,854.71	866,330.20	1,027,892.79
毛利率	99.30%	99.14%	99.20%	21.34%	19.76%	18.15%
白卡纸						
收入	497,959.84	521,388.99	598,215.43	687,947.74	859,934.68	1,031,921.62
yoy		4.71%	14.73%	15.00%	25.00%	20.00%
成本	3,199.18	4,291.75	4,633.06	536,599.24	687,947.74	846,175.73
毛利率	99.36%	99.18%	99.23%	22.00%	20.00%	18.00%
文化纸						
收入	102,306.91	94,358.72	82,777.06	91,054.77	101,070.79	103,092.21
yoy		-7.77%	-12.27%	10.00%	11.00%	2.00%
成本	911.53	929.03	791.80	71,022.72	80,856.63	82,473.76
毛利率	99.11%	99.02%	99.04%	22.00%	20.00%	20.00%
牛皮箱板纸						
收入	42,702.59	38,898.64	40,898.06	44,987.87	49,486.65	49,981.52
yoy		-8.91%	5.14%	10.00%	10.00%	1.00%
成本	391.57	395.72	358.74	36,890.05	40,579.06	40,984.85
毛利率	99.08%	98.98%	99.12%	18.00%	18.00%	18.00%
瓦楞纸						
收入	6,954.84	7,740.79	11,480.56	12,628.62	13,891.48	14,169.31
yoy		11.30%	48.31%	10.00%	10.00%	2.00%
成本	50.87	56.08	61.06	10,355.47	11,391.01	11,618.83
毛利率	99.27%	99.28%	99.47%	18.00%	18.00%	18.00%
石膏护面纸						
收入	37,760.24	35,865.08	40,110.27	44,121.30	48,533.43	49,504.10
yoy		-5.02%	11.84%	10.00%	10.00%	2.00%
成本	332.96	331.62	312.93	37,503.10	39,797.41	40,593.36

万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
毛利率	99.12%	99.08%	99.22%	15.00%	18.00%	18.00%
其他						
收入	10,431.95	7,523.38	6,144.69	6,451.92	6,774.52	7,113.25
yoy		-27.88%	-18.33%	5.00%	5.00%	5.00%
成本	3.61	53.86	61.89	5,484.14	5,758.34	6,046.26
毛利率	99.97%	99.28%	98.99%	15.00%	15.00%	15.00%

数据来源：西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	7796.26	8871.92	10796.92	12557.82	净利润	214.38	738.17	840.96	889.88
营业成本	6656.81	6978.55	8663.30	10278.93	折旧与摊销	511.43	589.78	603.22	629.50
营业税金及附加	44.93	40.01	50.81	60.49	财务费用	374.58	235.12	246.98	259.77
销售费用	382.20	585.55	604.63	678.12	资产减值损失	2.63	0.00	0.00	0.00
管理费用	99.72	177.44	205.14	188.37	经营营运资本变动	415.83	-587.72	-666.28	-596.51
财务费用	374.58	235.12	246.98	259.77	其他	-631.03	3.39	-1.25	0.06
资产减值损失	2.63	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	887.81	978.75	1023.62	1182.71
投资收益	0.86	0.00	0.00	0.00	资本支出	458.91	-20.00	-1010.00	-1010.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-337.54	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	121.37	-20.00	-1010.00	-1010.00
营业利润	236.25	855.26	1026.06	1092.14	短期借款	-250.32	197.60	0.00	0.00
其他非经营损益	59.94	114.92	108.01	102.30	长期借款	-383.34	-180.00	0.00	0.00
利润总额	296.19	970.18	1134.06	1194.44	股权融资	2.96	0.00	0.00	0.00
所得税	81.82	232.01	293.11	304.56	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	214.38	738.17	840.96	889.88	其他	-167.94	-759.51	-246.98	-259.77
少数股东损益	13.06	44.96	51.22	54.20	筹资活动现金流净额	-798.63	-741.91	-246.98	-259.77
归属母公司股东净利润	201.32	693.21	789.74	835.68	现金流量净额	223.38	216.83	-233.36	-87.07
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1207.49	1424.32	1190.96	1103.89	成长能力				
应收和预付款项	3370.13	3851.49	4708.91	5466.93	销售收入增长率	10.46%	13.80%	21.70%	16.31%
存货	1210.58	1265.70	1573.34	1867.09	营业利润增长率	91.40%	262.01%	19.97%	6.44%
其他流动资产	135.38	154.06	187.48	218.06	净利润增长率	397.16%	244.33%	13.92%	5.82%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	35.72%	49.71%	11.67%	5.60%
投资性房地产	258.18	258.18	258.18	258.18	获利能力				
固定资产和在建工程	5500.54	4955.96	5387.95	5793.66	毛利率	14.62%	21.34%	19.76%	18.15%
无形资产和开发支出	196.30	171.09	145.88	120.68	三费率	10.99%	11.25%	9.79%	8.97%
其他非流动资产	165.06	165.06	165.06	165.06	净利率	2.75%	8.32%	7.79%	7.09%
资产总计	12043.66	12245.87	13617.77	14993.56	ROE	4.79%	14.16%	13.89%	12.81%
短期借款	4402.40	4600.00	4600.00	4600.00	ROA	1.78%	6.03%	6.18%	5.94%
应付和预收款项	2085.71	2053.89	2570.96	3043.54	ROIC	4.95%	9.63%	10.22%	9.73%
长期借款	421.37	241.37	241.37	241.37	EBITDA/销售收入	14.39%	18.94%	17.38%	15.78%
其他负债	663.08	135.79	149.67	162.99	营运能力				
负债合计	7572.55	7031.05	7562.00	8047.90	总资产周转率	0.64	0.73	0.83	0.88
股本	1336.84	1336.84	1336.84	1336.84	固定资产周转率	1.38	1.71	2.24	2.70
资本公积	1317.99	1317.99	1317.99	1317.99	应收账款周转率	9.09	9.78	9.91	9.70
留存收益	1470.42	2163.63	2953.37	3789.05	存货周转率	5.03	5.63	6.09	5.97
归属母公司股东权益	4119.71	4818.47	5608.21	6443.89	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.00%	—	—	—
少数股东权益	351.39	396.35	447.57	501.77	资本结构				
股东权益合计	4471.10	5214.82	6055.78	6945.66	资产负债率	62.88%	57.42%	55.53%	53.68%
负债和股东权益合计	12043.66	12245.87	13617.77	14993.56	带息债务/总负债	63.70%	68.86%	64.02%	60.16%
					流动比率	0.84	1.00	1.06	1.12
					速动比率	0.67	0.81	0.84	0.88
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	1122.27	1680.16	1876.25	1981.41	每股收益	0.15	0.52	0.59	0.63
PE	29.62	8.60	7.55	7.13	每股净资产	3.34	3.90	4.53	5.20
PB	1.33	1.14	0.98	0.86	每股经营现金	0.66	0.73	0.77	0.88
PS	0.76	0.67	0.55	0.47	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	8.17	5.02	4.62	4.42					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn