

员工持股落地，白卡龙头蓄势腾飞

■博汇纸业公告：1) 第一期员工持股计划：向公司董监高（不含独立董事）、公司及下属子公司中层及以上管理、技术人员、基层核心员工共计不超过350名推行员工持股计划，募集资金不超过1亿元；并按1:2杠杆全额认购专业机构的劣后级份额，资金总额不超过人民币3亿元（含3亿元），本次员工持股计划所持有的股票累计不超过公司股本总额5%，锁定期为12个月；本次员工持股计划覆盖公司中高层管理，显示其对公司发展的信心。

2) 7月份涨价函：公司宣布自7月10日起，博汇纸业山东公司生产的铜版卡、白卡纸提价100元/吨；江苏公司生产的白卡纸提价100元/吨；另外，APP、万国太阳也发布7月涨价函，铜版卡、白卡纸提价100元/吨。

■白卡/铜版纸7月提价意在淡季价格维稳，17Q4-18Q1有望再次迎来提价窗口期：目前白卡纸价格约为6500元/吨，较5月高点下跌300元/吨，处于历史中枢水平。5-7月一般是木浆级纸张的传统淡季，工厂出货量有所下降，价格存在一定调整压力，但由于行业集中度较高，加上工厂限产保价仍较为坚决，整体幅度可控。库存方面，目前工厂库存约20天左右，较前期低点有所上升，仍低于正常水平。我们认为本次博汇、APP、万国太阳发布7月份白卡纸涨价函，意在维持纸张价格稳定。8月份以后行业将逐步进入旺季期，我们预计17Q4-18Q1木浆级纸张（白卡/铜版纸）有望再次迎来提价窗口期，存在提前可能性，关注箱板/瓦楞纸、灰底白板纸涨价对市场情绪上的影响。

| (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 主营收入 | 7,057.8 | 7,796.3 | 10,251.7 | 10,666.0 | 14,506.3 |
| 净利润 | 38.5 | 201.3 | 812.6 | 1,078.3 | 1,384.4 |
| 每股收益(元) | 0.03 | 0.15 | 0.61 | 0.81 | 1.04 |
| 每股净资产(元) | 2.93 | 3.08 | 3.66 | 4.42 | 5.36 |

| 盈利和估值 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------|-------|------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 198.7 | 38.0 | 9.4 | 7.1 | 5.5 |
| 市净率(倍) | 2.0 | 1.9 | 1.6 | 1.3 | 1.1 |
| 净利润率 | 0.5% | 2.6% | 7.9% | 10.1% | 9.5% |
| 净资产收益率 | 1.0% | 4.9% | 16.6% | 18.3% | 19.3% |
| 股息收益率 | 0.0% | 0.4% | 0.5% | 0.9% | 1.6% |
| ROIC | 2.3% | 4.9% | 13.6% | 11.8% | 16.7% |

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(2017-07-05) 5.73元

交易数据

| | |
|-----------|------------|
| 总市值(百万元) | 7,660.12 |
| 流通市值(百万元) | 5,480.47 |
| 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 | 3.22/5.73元 |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|-------|-------|
| 相对收益 | 24.74 | 15.96 | 61.23 |
| 绝对收益 | 28.48 | 14.03 | 67.91 |

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：员工持股彰显信心，白卡龙头迎绽放/周文波 | 2017-06-20 |
| 博汇纸业：超预期，业绩验证我们前瞻性！/周文波 | 2017-04-11 |
| 博汇纸业：走在景气上升的路上/周文波 | 2017-03-22 |
| 博汇纸业：拐点逻辑初步验证，17年将迎来爆发/周文波 | 2017-01-26 |

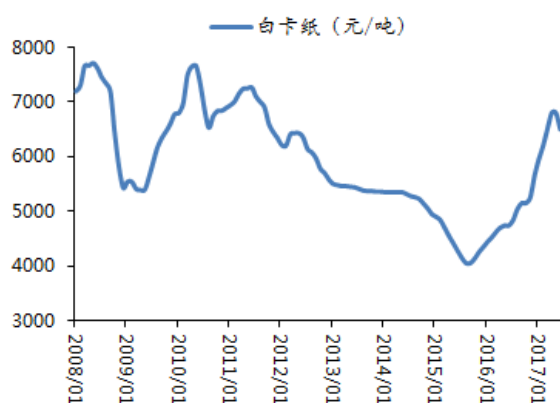
■ **白卡纸景气周期预计可持续到 18 年**：白卡纸广泛应用于食品饮料、卷烟、化妆品、药品、电子等包装，2015 年中期白卡纸行业迎来景气拐点，价格稳步上涨，我们预计行业景气上升趋势将延续至 18 年。需求端：2016 年国内白卡纸需求约 690 万吨，2011-2015 年 CAGR 约 8.7%；净出口约 140 万吨，保持稳步增长，白卡纸是各类纸种消费增速最高的品种。下游稳定增长+消费升级替代灰底白板纸+出口拉动，需求高增长趋势有望持续。供给端：16 年底白卡纸行业总产能约为 1020 万吨，12 年-16 年以来是行业产能扩张高峰，平均每年行业新增产能超百万吨，但在需求的快速增长及出口的拉动下，年新增项目已基本消化。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%。新增产能方面，除博汇 75 万吨外，未来两年基本无新增产能，预计明年行业景气将好于今年。中期看，行业 17-18 年基本无新产能，新一轮产能扩张预计将于 19-20 年陆续落地，行业去产能（市场/政策等）+需求增长稳定，我们预计纸业复苏可延续至 18 年。

■ **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。受益于白卡纸行业景气的复苏，公司盈利弹性大。

■ **盈利预测及投资建议**：我们预计 17-19 年净利润分别约 8.1 亿元、10.8 亿元、13.8 亿元，同比增长 303.7%、32.7%、28.4%，EPS 0.61 元、0.81 元、1.04 元，当前动态约 9.4xPE，维持“买入-A”评级。

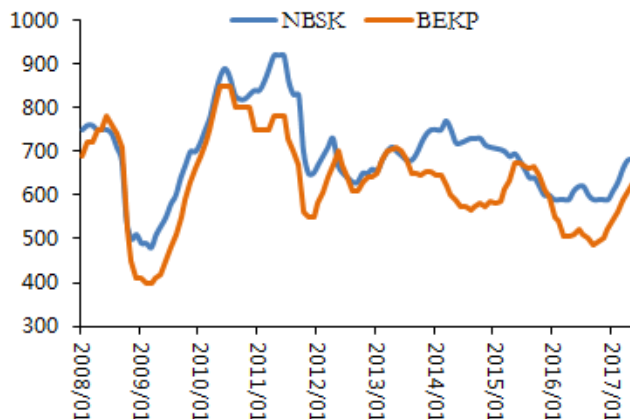
■ **风险提示**：宏观经济疲软，造纸行业需求恢复缓慢。

图 1：白卡纸价格走势



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

图 2：木浆外盘价格走势



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 | 10,251.7 | 10,666.0 | 14,506.3 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 6,219.5 | 6,656.8 | 7,918.5 | 7,942.1 | 11,013.4 | 营业收入增长率 | 1.1% | 10.5% | 31.5% | 4.0% | 36.0% |
| 营业税费 | 22.4 | 44.9 | 59.5 | 61.9 | 84.1 | 营业利润增长率 | 56.0% | -291.4% | 378.5% | 32.2% | 28.1% |
| 销售费用 | 362.6 | 382.2 | 533.1 | 544.0 | 754.3 | 净利润增长率 | -14.1% | 422.3% | 303.7% | 32.7% | 28.4% |
| 管理费用 | 138.0 | 99.7 | 205.0 | 202.7 | 282.9 | EBITDA 增长率 | -8.8% | 36.1% | 84.1% | 28.0% | 19.9% |
| 财务费用 | 427.5 | 374.6 | 397.1 | 417.2 | 452.4 | EBIT 增长率 | -21.9% | 100.9% | 150.1% | 25.2% | 23.8% |
| 资产减值损失 | 13.1 | 2.6 | 10.0 | 5.0 | 5.9 | NOPLAT 增长率 | -41.2% | 102.2% | 152.2% | 25.2% | 23.8% |
| 加:公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | 投资资本增长率 | -5.3% | -8.3% | 44.0% | -12.4% | 41.7% |
| 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% | 17.9% | 19.6% | 20.4% |
| 营业利润 | -123.4 | 236.3 | 1,130.4 | 1,494.8 | 1,914.7 | 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% | 22.8% | 25.5% | 24.1% |
| 利润总额 | 60.0 | 296.2 | 1,147.5 | 1,511.3 | 1,930.7 | 营业利润率 | -1.7% | 3.0% | 11.0% | 14.0% | 13.2% |
| 减:所得税 | 16.8 | 81.8 | 309.8 | 408.1 | 521.3 | 净利润率 | 0.5% | 2.6% | 7.9% | 10.1% | 9.5% |
| 净利润 | 38.5 | 201.3 | 812.6 | 1,078.3 | 1,384.4 | EBITDA/营业收入 | 11.6% | 14.3% | 20.0% | 24.6% | 21.7% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 4.3% | 7.8% | 14.9% | 17.9% | 16.3% |
| 资产负债表 | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 固定资产周转天数 | 317 | 260 | 181 | 190 | 157 |
| 货币资金 | 944.1 | 1,207.5 | 1,537.8 | 1,599.9 | 2,175.9 | 流动营业资本周转天数 | 141 | 128 | 135 | 133 | 132 |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - | 流动资产周转天数 | 287 | 264 | 269 | 262 | 257 |
| 应收账款 | 962.7 | 918.3 | 2,360.5 | 444.5 | 3,540.2 | 应收帐款周转天数 | 41 | 43 | 58 | 47 | 49 |
| 应收票据 | 1,716.9 | 2,288.5 | 2,618.1 | 2,596.1 | 4,566.3 | 存货周转天数 | 73 | 61 | 62 | 58 | 58 |
| 预付帐款 | 188.5 | 163.3 | 322.3 | 144.2 | 490.6 | 总资产周转天数 | 636 | 558 | 504 | 521 | 448 |
| 存货 | 1,435.8 | 1,210.6 | 2,329.4 | 1,119.6 | 3,575.3 | 投资资本周转天数 | 468 | 395 | 351 | 374 | 310 |
| 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% | 16.6% | 18.3% | 19.3% |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROA | 0.4% | 1.8% | 5.0% | 7.7% | 6.4% |
| 长期股权投资 | - | - | - | - | - | ROIC | 2.3% | 4.9% | 13.6% | 11.8% | 16.7% |
| 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 | 6,322.1 | 销售费用率 | 5.1% | 4.9% | 5.2% | 5.1% | 5.2% |
| 在建工程 | 89.2 | 94.2 | 1,709.2 | 1,163.5 | 407.2 | 管理费用率 | 2.0% | 1.3% | 2.0% | 1.9% | 2.0% |
| 无形资产 | 202.7 | 196.3 | 189.8 | 183.3 | 176.8 | 财务费用率 | 6.1% | 4.8% | 3.9% | 3.9% | 3.1% |
| 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% | 11.1% | 10.9% | 10.3% |
| 资产总额 | 12,139.7 | 12,043.7 | 16,644.5 | 14,247.7 | 21,889.0 | 偿债能力 | | | | | |
| 短期债务 | 4,652.7 | 4,402.4 | 6,961.8 | 5,496.0 | 8,497.2 | 资产负债率 | 64.9% | 62.9% | 68.3% | 55.7% | 65.3% |
| 应付帐款 | 705.6 | 879.8 | 1,148.6 | 799.4 | 1,915.8 | 负债权益比 | 184.9% | 169.4% | 215.6% | 125.9% | 188.2% |
| 应付票据 | 622.8 | 916.0 | 1,285.6 | 585.4 | 2,148.7 | 流动比率 | 0.81 | 0.84 | 0.91 | 0.78 | 1.07 |
| 其他流动负债 | 872.8 | 874.7 | 906.5 | 926.2 | 1,022.4 | 速动比率 | 0.60 | 0.67 | 0.69 | 0.64 | 0.81 |
| 长期借款 | 804.7 | 421.4 | 963.9 | - | 603.8 | 利息保障倍数 | 0.71 | 1.63 | 3.85 | 4.58 | 5.23 |
| 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 | 11,371.1 | 7,941.4 | 14,293.7 | DPS(元) | - | 0.02 | 0.03 | 0.05 | 0.09 |
| 少数股东权益 | 341.4 | 351.4 | 375.1 | 399.7 | 424.2 | 分红比率 | 0.0% | 14.6% | 4.9% | 6.5% | 8.7% |
| 股本 | 1,336.8 | 1,336.8 | 1,336.8 | 1,336.8 | 1,336.8 | 股息收益率 | 0.0% | 0.4% | 0.5% | 0.9% | 1.6% |
| 留存收益 | 2,584.1 | 2,788.4 | 3,561.5 | 4,569.7 | 5,834.3 | | | | | | |
| 股东权益 | 4,260.8 | 4,471.1 | 5,273.5 | 6,306.3 | 7,595.3 | | | | | | |

| 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 | 812.6 | 1,078.3 | 1,384.4 | EPS(元) | 0.03 | 0.15 | 0.61 | 0.81 | 1.04 |
| 加:折旧和摊销 | 522.9 | 511.4 | 524.3 | 714.8 | 781.5 | BVPS(元) | 2.93 | 3.08 | 3.66 | 4.42 | 5.36 |
| 资产减值准备 | 13.1 | 2.6 | - | - | - | PE(X) | 198.7 | 38.0 | 9.4 | 7.1 | 5.5 |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - | PB(X) | 2.0 | 1.9 | 1.6 | 1.3 | 1.1 |
| 财务费用 | 436.0 | 315.1 | 397.1 | 417.2 | 452.4 | P/FCF | -26.6 | 33.9 | 21.7 | 71.8 | 11.5 |
| 投资损失 | -1.9 | -0.9 | -1.8 | -1.5 | -1.4 | P/S | 1.1 | 1.0 | 0.7 | 0.7 | 0.5 |
| 少数股东损益 | 4.6 | 13.1 | 25.0 | 25.0 | 25.0 | EV/EBITDA | 13.5 | 8.1 | 7.1 | 4.6 | 4.8 |
| 营运资金的变动 | -253.6 | -132.6 | -2,526.6 | 2,361.0 | -5,086.3 | CAGR(%) | 194.7% | 87.3% | 139.5% | 194.7% | 87.3% |
| 经营活动产生现金流量 | 472.2 | 887.8 | -769.4 | 4,594.8 | -2,444.3 | 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 | 1.8 | 1.6 | 2.3 |
| 融资活动产生现金流量 | -795.4 | -798.6 | 2,712.8 | -2,919.1 | 3,019.0 | REP | 4.0 | 1.7 | 0.7 | 0.7 | 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。

■ 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 |
| | 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 |
| 深圳联系人 | 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