

博汇纸业 (600966.SH)

盈利超预期,白卡纸淡季不淡贡献业绩弹性

核心观点:

- 上半年公司盈利超预期,白卡纸吨纸盈利能力提升

公司上半年实现营业收入 40.58 亿元 (YoY+22.06%), 归母净利润 4.05 亿元 (YoY+516.88%), 加权平均净资产收益率较去年同期提升 7.72pct 至 9.38%。上半年公司主营产品白卡纸价格高位企稳,吨纸毛利约 1366.66 元,自 2 月中旬以来原材料木浆价格较年初有所回落,且白卡纸吨纸消耗木浆少于其他纸种,白卡纸盈利能力提升显著。

- 环保督查持续加码利好行业龙头

中央环保督查持续加码,中小纸企去产能加速,行业供给侧利好造纸龙头企业。江苏博汇 75 万吨白卡纸年产能有望于 2019 年释放,提升市场占有率增强行业话语权。因环保问题公司 3.8 万吨/年草浆生产线、14 万吨文化纸项目处于停产整顿状态,因业务体量占比小,预计对全年业绩影响有限。

- 员工持股计划推出彰显公司未来发展信心

公司第一期员工持股计划筹集资金总额不超过人民币 1 亿元,信托计划总金额不超过 3 亿元,优先份额与劣后级份额比例不超过 2:1,员工持股计划成立后全额认购信托计划劣后份额,本次员工持股计划覆盖范围包括董监高及公司业务骨干,总数不超过 350 人。

- 业绩弹性有望持续放大,关注旺季市场需求及价格波动情况

预计 2017-2019 年归母净利润 7.14、8.03、10.33 亿元,当前市值对应 2017 年 11.52xPE。近期原材料纸浆价格上涨叠加下半年需求旺季来临有望开启白卡纸新一轮价格上涨行情,公司白卡纸销售量价齐升,关注旺季市场需求及价格波动情况,维持公司买入评级。

- 风险提示

行业需求低于预期,行业价格战激烈,环保政策超预期。

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	7,057.76	7,796.26	9,465.37	10,273.38	12,015.65
增长率(%)	1.10%	10.46%	21.41%	8.54%	16.96%
EBITDA(百万元)	838.11	1,124.04	1,849.40	1,959.91	2,255.14
净利润(百万元)	38.55	201.32	713.56	802.85	1,033.41
增长率(%)	-14.11%	422.26%	254.44%	12.51%	28.72%
EPS(元/股)	0.029	0.151	0.534	0.601	0.773
市盈率(P/E)	156.75	24.84	11.52	10.24	7.96
市净率(P/B)	1.54	1.21	1.70	1.46	1.23
EV/EBITDA	13.32	8.14	6.55	5.78	4.74

数据来源:公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

6.15 元

前次评级

买入

报告日期

2017-08-13

相对市场表现



分析师: 赵中平 S0260516070005



0755-23953620



zhaozhongping@gf.com.cn

相关研究:

博汇纸业(600966.SH): 首期员工持股计划推出,彰显未来发展信心 2017-06-18

博汇纸业(600966.SH): 业绩超预期,白卡纸价格走高提升盈利能力 2017-04-11

博汇纸业(600966.SH): 业绩增长符合预期,白卡纸边际弹性明显 2017-03-22

联系人: 汪达 010-59136610

wangda@gf.com.cn

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	5523	5924	6696	7132	8370
货币资金	944	1207	900	1100	1200
应收及预付	2868	3370	4158	4293	5169
存货	1436	1211	1639	1739	2000
其他流动资产	275	135	0	0	0
非流动资产	6617	6120	5535	5633	5491
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	5873	5406	4941	5046	4909
在建工程	89	94	94	94	94
无形资产	203	196	190	184	178
其他长期资产	452	423	309	309	309
资产总计	12140	12044	12231	12766	13860
流动负债	6854	7073	6705	6303	6228
短期借款	4653	4402	4574	3981	3438
应付及预收	1581	2133	2131	2321	2790
其他流动负债	620	538	0	0	0
非流动负债	1025	500	221	221	221
长期借款	805	421	221	221	221
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	220	78	0	0	0
负债合计	7879	7573	6927	6524	6449
股本	1337	1337	1337	1337	1337
资本公积	1315	1318	1318	1318	1318
留存收益	1269	1470	2184	2987	4020
归属母公司股东权	3920	4120	4833	5636	6670
少数股东权益	341	351	471	606	741
负债和股东权益	12140	12044	12231	12766	13860

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	472	888	554	1556	1140
净利润	43	214	833	937	1169
折旧摊销	523	511	471	501	543
营运资金变动	-538	-179	-1090	-46	-669
其它	444	341	339	164	97
投资活动现金流	-182	121	64	-539	-339
资本支出	-34	-32	62	-540	-340
投资变动	-148	4	2	2	1
其他	0	150	0	0	0
筹资活动现金流	-793	-786	-925	-818	-701
银行借款	7613	5690	-28	-593	-543
债券融资	-8193	-5957	-608	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-214	-518	-289	-225	-158
现金净增加额	-503	223	-307	200	100
期初现金余额	1501	944	1207	900	1100
期末现金余额	999	1168	900	1100	1200

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	1.1	10.5	21.4	8.5	17.0
营业利润增长	-56.0	291.4	361.9	13.2	25.9
归属母公司净利润增长	-14.1	422.3	254.4	12.5	28.7
获利能力(%)					
毛利率	11.9	14.6	22.6	22.0	21.9
净利率	0.6	2.7	8.8	9.1	9.7
ROE	1.0	4.9	14.8	14.2	15.5
ROIC	2.5	5.3	11.2	11.7	13.0
偿债能力					
资产负债率(%)	64.9	62.9	56.6	51.1	46.5
净负债比率	1.2	0.9	0.7	0.5	0.3
流动比率	0.81	0.84	1.00	1.13	1.34
速动比率	0.57	0.64	0.72	0.82	0.98
营运能力					
总资产周转率	0.57	0.64	0.78	0.82	0.90
应收账款周转率	9.48	9.09	9.84	9.46	9.46
存货周转率	4.36	5.03	4.47	4.61	4.69
每股指标(元)					
每股收益	0.03	0.15	0.53	0.60	0.77
每股经营现金流	0.35	0.66	0.41	1.16	0.85
每股净资产	2.93	3.08	3.62	4.22	4.99
估值比率					
P/E	156.8	24.8	11.5	10.2	8.0
P/B	1.5	1.2	1.7	1.5	1.2
EV/EBITDA	13.3	8.1	6.6	5.8	4.7

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	7058	7796	9465	10273	12016
营业成本	6219	6657	7331	8011	9384
营业税金及附加	22	45	55	59	69
销售费用	363	382	486	520	605
管理费用	138	100	216	225	245
财务费用	427	375	289	225	158
资产减值损失	13	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	1	2	2	1
营业利润	-123	236	1091	1235	1555
营业外收入	185	66	66	66	66
营业外支出	2	6	6	6	6
利润总额	60	296	1151	1295	1615
所得税	17	82	318	358	446
净利润	43	214	833	937	1169
少数股东损益	5	13	120	135	136
归属母公司净利润	39	201	714	803	1033
EBITDA	838	1124	1849	1960	2255
EPS(元)	0.03	0.15	0.53	0.60	0.77

广发造纸轻工行业研究小组

- 赵中平： 分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 申 烨： 分析师，南京大学金融学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
- 汪 达： 研究助理，吉林大学金融学硕士、管理学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。