

## 业绩有望加速，上调盈利预测

■博汇纸业三季报：前三季度公司营业收入 63.4 亿元，同比增长 19.7%；归属上市公司股东净利润 6.1 亿元，同比增长 470%；扣非后净利润 6.15 亿元，增长 837%。

■价降量增，三季度延续高增长：前三季度公司收入、净利润同比分别增长 19.7%，470%。三季度是行业淡季，白卡纸价格 6 月开始回调，7、8 月份价格由高点回调约 600 元/吨；但受益于销量上升，加上 9 月白卡价格回升约 500-700 元/吨，第三季度公司收入 22.8 亿元，同比增长 15.7%，环比增长 13.2%。上半年木浆价格持续上涨，针叶浆、阔叶浆分别上涨 70、110 美元/吨；1-9 月针叶浆、阔叶浆价格分别上涨 120、140 美元/吨，价格下跌而成本端上涨，公司毛利有所下滑，但公司原料 60%是自制化机浆，进口木浆仅占 40%左右，对冲部分影响，第三季度公司毛利率 21.7%，环比下滑 4.4pct。单三季度净利润 2.05 亿元，同比增长 395%，环比基本持平。9 月白卡纸进入旺季，价格开始回升，9 月涨价 500-700 元/吨，10 月再次涨价 300 元/吨，目前白卡纸价格约 6600-6800 元/吨，考虑 10 月木浆涨价加速，白卡纸后续涨价有望持续到明年初，公司业绩环比将持续向好。

■营运能力稳健：前三季度公司期间费用率下降 1.3pct，其中销售费用率上升 0.4pct，要由于国家公路运输新政，吨纸运输成本提升；管理费用率下降 0.21pct；随着公司盈利能力的改善，长期借款有所减少，财务费用率下降 1.4pct。三季度末公司存货 17 亿元，较二季度末基本持平。前三季度公司经营性现金流 8.1 亿元，同比增长 63%；其中第三季度销售商品/提供劳务收到现金 17.3 亿元，较 Q2 下降 12%，应收票据较 Q2 增加 2.7 亿元，应收账款较 Q2 减少 1 亿元。前三季度公司投资活动现金流出 7.4 亿元，主要为卡纸及化学浆车间改造等项目建设。

| (百万元)    | 2015    | 2016    | 2017E   | 2018E    | 2019E    |
|----------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 主营收入     | 7,057.8 | 7,796.3 | 9,339.9 | 10,787.6 | 14,671.1 |
| 净利润      | 38.5    | 201.3   | 881.1   | 1,185.9  | 1,549.3  |
| 每股收益(元)  | 0.03    | 0.15    | 0.66    | 0.89     | 1.16     |
| 每股净资产(元) | 2.93    | 3.08    | 3.71    | 4.54     | 5.60     |

| 盈利和估值  | 2015  | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------|-------|------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 230.3 | 44.1 | 10.1  | 7.5   | 5.7   |
| 市净率(倍) | 2.3   | 2.2  | 1.8   | 1.5   | 1.2   |
| 净利润率   | 0.5%  | 2.6% | 9.4%  | 11.0% | 10.6% |
| 净资产收益率 | 1.0%  | 4.9% | 17.8% | 19.5% | 20.7% |
| 股息收益率  | 0.0%  | 0.3% | 0.5%  | 0.9%  | 1.5%  |
| ROIC   | 2.3%  | 4.9% | 14.1% | 14.4% | 16.3% |

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

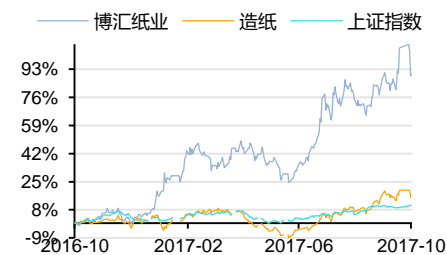
6 个月目标价：**9.31 元**

股价 (2017-10-12) **6.66 元**

### 交易数据

|           |             |
|-----------|-------------|
| 总市值(百万元)  | 8,903.38    |
| 流通市值(百万元) | 6,369.97    |
| 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 | 3.48/7.31 元 |

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅%  | 1M   | 3M    | 12M   |
|------|------|-------|-------|
| 相对收益 | 0.17 | 6.64  | 79.64 |
| 绝对收益 | 0.45 | 12.35 | 90.11 |

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：员工持股落地，白卡龙头蓄势腾飞/周文波    | 2017-07-06 |
| 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 |

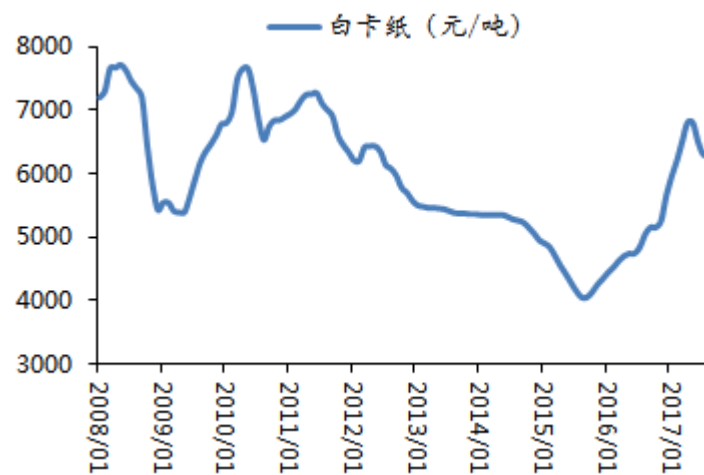
**废纸价格暴涨利好白卡，白卡纸景气周期预计可持续到 18 年：**白卡纸广泛应用于食品饮料、卷烟、化妆品、药品、电子等包装，2015 年中期白卡纸行业迎来景气拐点，价格稳步上涨，我们预计行业景气上升趋势将延续至 18 年。需求端：2016 年国内白卡纸需求约 690 万吨，2011-2015 年 CAGR 约 8.7%；净出口约 140 万吨，保持稳步增长，白卡纸是各类纸种消费增速最高的品种。前期受国家明令禁止限制混废进口，并暂停发放废纸进口批文，废纸价格暴涨，目前已突破 3000 元/吨，较今年低点上涨超过 100%。在成本驱动下，灰底白板纸涨价也大幅加速。灰底白板纸与白卡纸同为彩盒包装，灰底白板纸价格的上涨会间接推动白卡纸价格企稳回升，也会加速白卡纸对灰底白板纸的替代。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，我们测算目前国内白卡纸综合产能利用率近 90%。新增产能方面，除博汇 75 万吨外，未来两年基本无新产能，预计明年行业景气将好于今年。

**纯正白卡纸龙头企业，盈利弹性较大：**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，受益于白卡纸行业景气的复苏，公司盈利弹性大。公司前期公告向公司董监高（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层，显示其对公司发展的信心。

**盈利预测及投资建议：**我们上调公司盈利预测，预计 17-19 年净利润分别约 8.8 亿元、11.9 亿元、15.5 亿元，同比增长 337.7%、34.6%、30.6%，EPS 0.66 元、0.89 元、1.16 元，六个月目标价 9.31 元，维持“买入-A”评级。

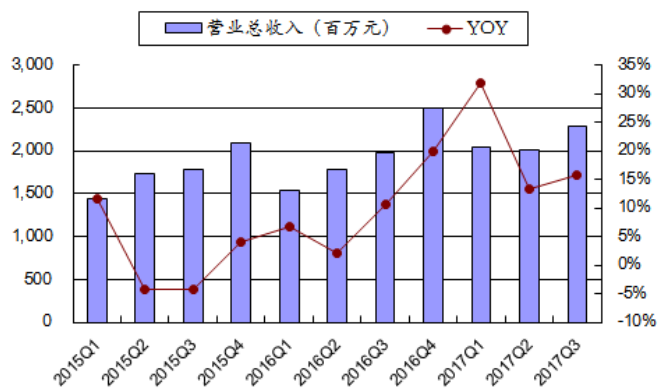
**风险提示：**宏观经济疲软，供给端大宗商品价格波动，造纸行业需求恢复缓慢。

图 1：白卡纸价格



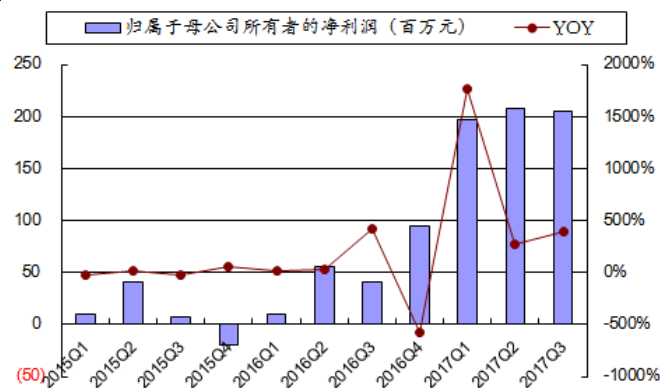
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 2：博汇纸业营业收入



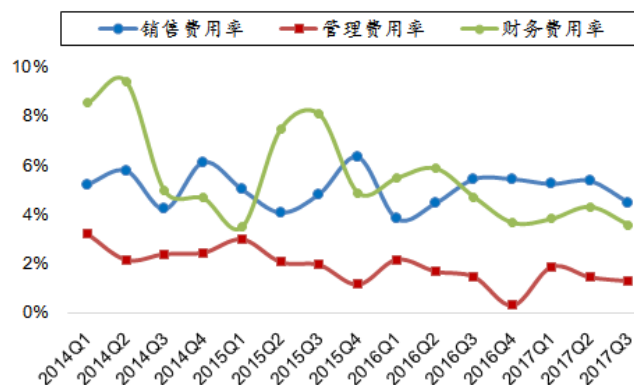
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 3：博汇纸业归母净利润



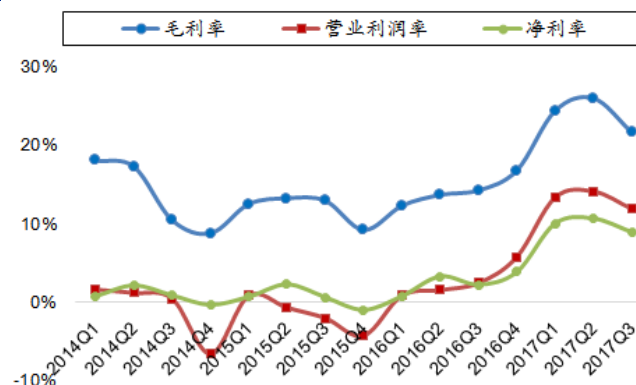
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 4：博汇纸业费用率



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 | 9,339.9 | 10,787.6 | 14,671.1 | 成长性         |        |         |        |        |        |
| 减:营业成本     | 6,219.5 | 6,656.8 | 7,135.7 | 8,038.9  | 11,147.1 | 营业收入增长率     | 1.1%   | 10.5%   | 19.8%  | 15.5%  | 36.0%  |
| 营业税费       | 22.4    | 44.9    | 54.2    | 62.6     | 85.1     | 营业利润增长率     | 56.0%  | -291.4% | 404.1% | 34.2%  | 30.4%  |
| 销售费用       | 362.6   | 382.2   | 495.0   | 561.0    | 762.9    | 净利润增长率      | -14.1% | 422.3%  | 337.7% | 34.6%  | 30.6%  |
| 管理费用       | 138.0   | 99.7    | 110.2   | 118.7    | 161.4    | EBITDA 增长率  | -8.8%  | 36.1%   | 84.9%  | 31.6%  | 21.3%  |
| 财务费用       | 427.5   | 374.6   | 345.6   | 400.1    | 425.4    | EBIT 增长率    | -21.9% | 100.9%  | 151.6% | 30.0%  | 25.5%  |
| 资产减值损失     | 13.1    | 2.6     | 10.0    | 10.0     | 7.5      | NOPLAT 增长率  | -41.2% | 102.2%  | 160.7% | 30.0%  | 25.5%  |
| 加:公允价值变动收益 | -       | -       | -       | -        | -        | 投资资本增长率     | -5.3%  | -8.3%   | 26.6%  | 11.5%  | 12.5%  |
| 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%    | 19.4%  | 21.2%  | 22.2%  |
| 营业利润       | -123.4  | 236.3   | 1,191.0 | 1,598.0  | 2,083.1  | 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%   | 23.6%  | 25.5%  | 24.0%  |
| 利润总额       | 60.0    | 296.2   | 1,208.1 | 1,614.5  | 2,099.1  | 营业利润率       | -1.7%  | 3.0%    | 12.8%  | 14.8%  | 14.2%  |
| 减:所得税      | 16.8    | 81.8    | 302.0   | 403.6    | 524.8    | 净利润率        | 0.5%   | 2.6%    | 9.4%   | 11.0%  | 10.6%  |
| 净利润        | 38.5    | 201.3   | 881.1   | 1,185.9  | 1,549.3  | EBITDA/营业收入 | 11.6%  | 14.3%   | 22.1%  | 25.1%  | 22.4%  |
|            |         |         |         |          |          | EBIT/营业收入   | 4.3%   | 7.8%    | 16.5%  | 18.5%  | 17.1%  |
|            |         |         |         |          |          | 运营效率        |        |         |        |        |        |
|            |         |         |         |          |          | 固定资产周转天数    | 317    | 260     | 198    | 187    | 155    |
|            |         |         |         |          |          | 流动资产周转天数    | 141    | 128     | 121    | 129    | 126    |
|            |         |         |         |          |          | 流动营业资本周转天数  | 287    | 264     | 248    | 252    | 246    |
|            |         |         |         |          |          | 应收账款周转天数    | 41     | 43      | 43     | 42     | 43     |
|            |         |         |         |          |          | 存货周转天数      | 73     | 61      | 54     | 56     | 55     |
|            |         |         |         |          |          | 总资产周转天数     | 636    | 558     | 505    | 508    | 436    |
|            |         |         |         |          |          | 投资资本周转天数    | 468    | 395     | 358    | 366    | 302    |
|            |         |         |         |          |          | 投资回报率       |        |         |        |        |        |
|            |         |         |         |          |          | ROE         | 1.0%   | 4.9%    | 17.8%  | 19.5%  | 20.7%  |
|            |         |         |         |          |          | ROA         | 0.4%   | 1.8%    | 6.4%   | 7.4%   | 8.2%   |
|            |         |         |         |          |          | ROIC        | 2.3%   | 4.9%    | 14.1%  | 14.4%  | 16.3%  |
|            |         |         |         |          |          | 费用率         |        |         |        |        |        |
|            |         |         |         |          |          | 销售费用率       | 5.1%   | 4.9%    | 5.3%   | 5.2%   | 5.2%   |
|            |         |         |         |          |          | 管理费用率       | 2.0%   | 1.3%    | 1.2%   | 1.1%   | 1.1%   |
|            |         |         |         |          |          | 财务费用率       | 6.1%   | 4.8%    | 3.7%   | 3.7%   | 2.9%   |
|            |         |         |         |          |          | 三费/营业收入     | 13.1%  | 11.0%   | 10.2%  | 10.0%  | 9.2%   |
|            |         |         |         |          |          | 偿债能力        |        |         |        |        |        |
|            |         |         |         |          |          | 资产负债率       | 64.9%  | 62.9%   | 62.3%  | 60.3%  | 58.9%  |
|            |         |         |         |          |          | 负债权益比       | 184.9% | 169.4%  | 165.2% | 151.7% | 143.0% |
|            |         |         |         |          |          | 流动比率        | 0.81   | 0.84    | 0.86   | 0.88   | 1.11   |
|            |         |         |         |          |          | 速动比率        | 0.60   | 0.67    | 0.66   | 0.69   | 0.85   |
|            |         |         |         |          |          | 利息保障倍数      | 0.71   | 1.63    | 4.45   | 4.99   | 5.90   |
|            |         |         |         |          |          | 分红指标        |        |         |        |        |        |
|            |         |         |         |          |          | DPS(元)      | -      | 0.02    | 0.03   | 0.06   | 0.10   |
|            |         |         |         |          |          | 分红比率        | 0.0%   | 14.6%   | 4.9%   | 6.5%   | 8.7%   |
|            |         |         |         |          |          | 股息收益率       | 0.0%   | 0.3%    | 0.5%   | 0.9%   | 1.5%   |

| 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  | 881.1    | 1,185.9  | 1,549.3  | EPS(元)    | 0.03   | 0.15  | 0.66   | 0.89   | 1.16  |
| 加:折旧和摊销    | 522.9  | 511.4  | 524.3    | 714.8    | 781.5    | BVPS(元)   | 2.93   | 3.08  | 3.71   | 4.54   | 5.60  |
| 资产减值准备     | 13.1   | 2.6    | -        | -        | -        | PE(X)     | 230.3  | 44.1  | 10.1   | 7.5    | 5.7   |
| 公允价值变动损失   | -      | -      | -        | -        | -        | PB(X)     | 2.3    | 2.2   | 1.8    | 1.5    | 1.2   |
| 财务费用       | 436.0  | 315.1  | 345.6    | 400.1    | 425.4    | P/FCF     | -30.8  | 39.3  | 40.5   | 33.0   | 12.9  |
| 投资损失       | -1.9   | -0.9   | -1.8     | -1.5     | -1.4     | P/S       | 1.3    | 1.1   | 1.0    | 0.8    | 0.6   |
| 少数股东损益     | 4.6    | 13.1   | 25.0     | 25.0     | 25.0     | EV/EBITDA | 13.5   | 8.1   | 6.9    | 5.3    | 4.4   |
| 营运资金的变动    | -253.6 | -132.6 | -1,098.8 | -294.6   | -2,227.6 | CAGR(%)   | 204.0% | 94.4% | 145.9% | 204.0% | 94.4% |
| 经营活动产生现金流量 | 472.2  | 887.8  | 675.3    | 2,029.7  | 552.2    | PEG       | 1.1    | 0.5   | 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    | 0.6   | 1.8    | 1.8    | 2.0   |
| 融资活动产生现金流量 | -795.4 | -798.6 | 1,131.3  | -199.1   | 28.9     | REP       | 4.3    | 1.8   | 0.8    | 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。

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      |                       |
|       | 章政    | 021-35082861  | zhangzheng@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     |                       |
|       | 刘恭懿   | 021-35082961  | liugy@essence.com.cn      |                       |
|       | 孟昊琳   | 0755-82558045 | menghl@essence.com.cn     |                       |
|       | 北京联系人 | 王秋实           | 010-83321351              | wangqs@essence.com.cn |
|       |       | 田星汉           | 010-83321362              | tianxh@essence.com.cn |
| 李倩    |       | 010-83321355  | liqian1@essence.com.cn    |                       |
| 周蓉    |       | 010-83321367  | zhourong@essence.com.cn   |                       |
| 温鹏    |       | 010-83321350  | wenpeng@essence.com.cn    |                       |
| 张莹    |       | 010-83321366  | zhangying1@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      |                       |
|       | 巢莫雯   |               |                           |                       |

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