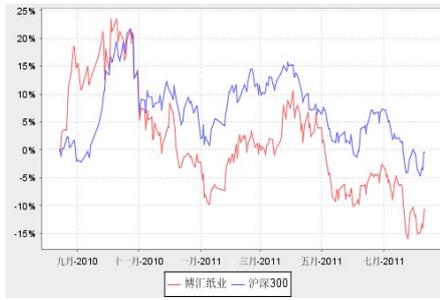


**博汇纸业 (600966. SH)**
**白卡销量增长带动业绩稳定增长**

**评级: 增持**      **前次: 增持**  
**目标价(元): 8.04-9.38**  
 分析师: 朱嘉      分析师: 孙国东  
 S0740510120017      S0740207010008  
 021-20315132      0531-68889511  
 zhuja@r.qlzq.com.cn      sungd@r.qlzq.com.cn  
 2011年8月29日

**基本状况**

总股本(百万股)	504.58
流通股本(百万股)	504.58
市价(元)	7.11
市值(百万元)	3587.55
流通市值(百万元)	3587.55

**股价与行业-市场走势对比**

**业绩预测**

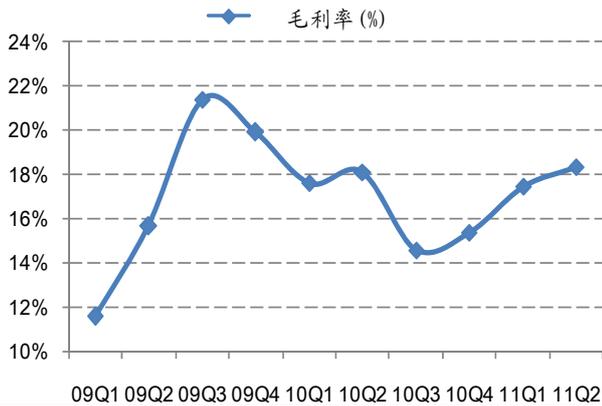
指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3,122.46	4,605.86	5,488.50	6,494.90	7,561.00
营业收入增速	-5.68%	47.51%	19.16%	18.34%	16.41%
净利润增长率	-21.41%	-18.24%	60.88%	29.22%	33.96%
摊薄每股收益(元)	0.40	0.32	0.52	0.67	0.90
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	25.86	24.33	13.68	10.59	7.90
PEG	—	—	0.22	0.36	0.23
每股净资产(元)	5.67	5.89	6.36	7.03	7.93
每股现金流量	1.07	-0.55	1.69	1.01	2.11
净资产收益率	6.97%	5.49%	8.18%	9.56%	11.35%
市净率	1.80	1.34	1.12	1.01	0.90
总股本(百万股)	504.58	504.58	504.58	504.58	504.58

备注: 市场预测取 聚源一致预期

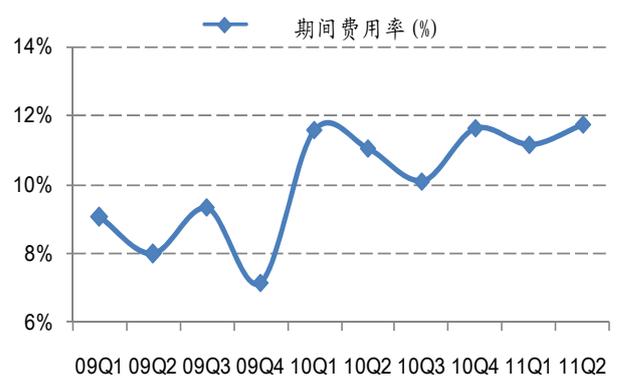
**投资要点**

- 公司今日公布中报, 实现营业收入 27.20 亿元, 同比增长 35.43%; 归属公司股东净利润为 1.25 亿元, 同比增长 32.46%; EPS 为 0.25 元。业绩符合我们的预期。**
- 产能扩张是公司业绩增长的主要原因。公司 35 万吨白卡纸项目于 2010 年一季度建成, 二季度正式投产, 今年将新增 10-15 万吨左右的白卡纸产量, 公司上半年业绩增长就来源于白卡纸产销量同比增长。**
- 公司综合毛利率保持平稳, 但主要产品毛利率微降。公司上半年的综合毛利率为 17.96%, 同比上升了 0.04 个百分点。但主要产品毛利率同比呈现微降, 其原因在于原材料成本同比上升幅度超过纸价上涨幅度。其中白卡纸毛利率下滑 0.15 个百分点, 文化纸下滑了 2.08 个百分点。**
- 公司期间费用率整体平稳略有上升。公司上半年的期间费用率为 11.74%, 同比上升 0.19 个百分点。其中销售费用率和管理费用率为下降趋势, 而财务费用率为上升趋势, 主要是 35 万吨白卡项目投产后利息不能资本化, 以及可转债利息支付的原因。**
- 公司三季度业绩可能环比下降, 但四季度消费旺季有望拉动公司业绩快速回升。三季度是传统的纸品消费淡季, 将影响到公司产品的销量; 同时原材料价格与纸价的下挫将直接导致公司产品的吨纸毛利下滑, 因此三季度业绩将出现环比下滑的态势。但 9 月份开始, 纸品进入了传统的消费旺季, 特别是包装纸, 届时量价齐升的情况将明显促使公司业绩环比回升。**
- 公司江苏大丰港的 75 万吨白卡纸项目成为公司后期业绩的基础。目前该项目正在审批当中, 预计将于 2012 年下半年投产, 届时公司的白卡纸产能将达到 130 万吨, 市场占有率有望大幅提升。**

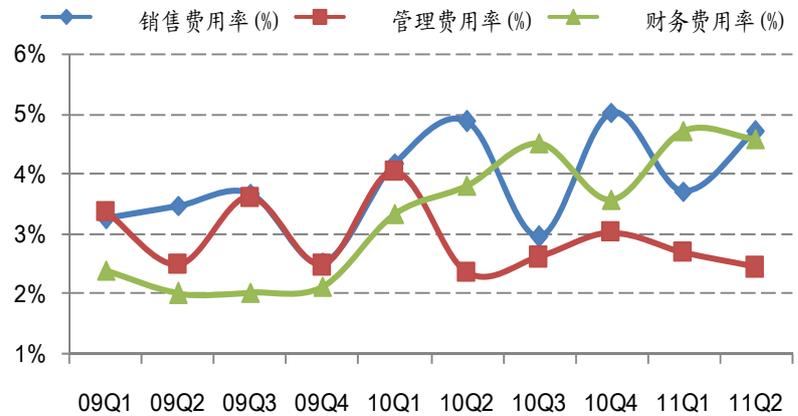
- 我们预计公司 2011、2012 年的 EPS 分别为 0.52 元和 0.67 元，对应的动态市盈率分别为 13.67 倍和 10.61 倍，给予公司 2012 年 12 - 14 倍 PE，公司目标价为 8.04 - 9.38 元，维持公司“增持”的投资评级。
- 股价催化剂：白卡纸继续提价，盈利能力继续上升；期间费用率的继续下降；75 万吨白卡项目进展快于预期。

**图表 1: 公司单季度毛利率走势**


来源：齐鲁证券研究所

**图表 2: 公司单季度期间费用率走势**


来源：齐鲁证券研究所

**图表 3: 公司三项费用详细情况**


来源：齐鲁证券研究所

图表 4: 盈利预测表

损益表 (人民币百万元)					资产负债表 (人民币百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	4,606	5,489	6,495	7,561	货币资金	339	1,113	1,441	1,616
增长率	47.5%	19.2%	18.3%	16.4%	应收款项	1,184	907	1,207	1,453
营业成本	-3,855	-4,648	-5,425	-6,296	存货	780	982	1,266	1,413
% 销售收入	83.7%	84.7%	83.5%	83.3%	其他流动资产	141	279	349	337
毛利	751	841	1,070	1,265	流动资产	2,443	3,281	4,264	4,818
% 销售收入	16.3%	15.3%	16.5%	16.7%	% 总资产	36.8%	35.6%	39.1%	44.2%
营业税金及附加	0	-8	-8	-6	长期投资	1	1	1	1
% 销售收入	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	4,019	5,761	6,483	5,935
营业费用	-199	-209	-240	-265	% 总资产	60.5%	62.5%	59.4%	54.4%
% 销售收入	4.3%	3.8%	3.7%	3.5%	无形资产	170	161	151	142
管理费用	-136	-154	-175	-189	非流动资产	4,205	5,938	6,649	6,092
% 销售收入	3.0%	2.8%	2.7%	2.5%	% 总资产	63.2%	64.4%	60.9%	55.8%
息税前利润 (EBIT)	415	471	646	806	资产总计	6,648	9,219	10,913	10,911
% 销售收入	9.0%	8.6%	9.9%	10.7%	短期借款	1,557	2,221	2,323	1,297
财务费用	-176	-155	-238	-260	应付款项	466	636	740	849
% 销售收入	3.8%	2.8%	3.7%	3.4%	其他流动负债	14	14	-36	-75
资产减值损失	-6	0	0	0	流动负债	2,037	2,871	3,027	2,070
公允价值变动收益	0	0	0	0	长期贷款	551	2,051	3,251	3,751
投资收益	0	0	0	0	其他长期负债	837	837	837	837
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	3,426	5,759	7,115	6,659
营业利润	233	316	408	547	普通股股东权益	2,970	3,207	3,546	4,000
营业利润率	5.1%	5.8%	6.3%	7.2%	少数股东权益	252	252	252	252
营业外收支	4	0	0	0	负债股东权益合计	6,648	9,219	10,913	10,911
税前利润	237	316	408	547					
利润率	5.1%	5.8%	6.3%	7.2%					
所得税	-46	-54	-69	-93					
所得税率	19.3%	17.0%	17.0%	17.0%					
净利润	191	262	339	454					
少数股东损益	28	0	0	0					
归属于母公司的净利润	163	262	339	454					
净利率	3.5%	4.8%	5.2%	6.0%					
现金流量表 (人民币百万元)					比率分析				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
净利润	191	262	339	454	每股指标				
少数股东损益	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.323	0.520	0.672	0.900
非现金支出	315	348	499	652	每股净资产 (元)	5.885	6.355	7.027	7.927
非经营收益	150	160	247	270	每股经营现金流 (元)	-0.546	1.687	1.010	2.113
营运资金变动	-932	81	-575	-310	每股股利 (元)	0.050	0.050	0.000	0.000
经营活动现金净流	-276	851	510	1,066	回报率				
资本开支	147	2,081	1,211	95	净资产收益率	5.49%	8.18%	9.56%	11.35%
投资	-1	0	0	0	总资产收益率	2.45%	2.85%	3.11%	4.16%
其他	0	0	0	0	投入资本收益率	5.75%	5.24%	6.12%	7.85%
投资活动现金净流	-148	-2,081	-1,211	-95	增长率				
股权募资	0	0	0	0	营业总收入增长率	47.51%	19.16%	18.34%	16.41%
债权募资	412	2,164	1,302	-526	EBIT增长率	17.56%	13.47%	37.26%	24.77%
其他	-178	-160	-273	-271	净利润增长率	-18.24%	60.88%	29.22%	33.96%
筹资活动现金净流	234	2,004	1,029	-797	总资产增长率	13.56%	38.67%	18.38%	-0.02%
现金净流量	-190	774	329	174	资产管理能力				
					应收账款周转天数	30.4	32.0	36.0	35.0
					存货周转天数	61.3	74.0	81.0	78.0
					应付账款周转天数	31.6	32.6	32.1	32.3
					固定资产周转天数	247.8	255.4	285.1	297.0
					偿债能力				
					净负债/股东权益	79.48%	114.21%	129.65%	99.32%
					EBIT利息保障倍数	2.4	3.0	2.7	3.1
					资产负债率	51.53%	62.48%	65.20%	61.03%

来源: 齐鲁证券研究所

## 投资评级说明

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15% 以上

增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有: 预期未来 6-12 个月内波动幅度在 -5%~+5%

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5% 以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海  
联系人:王莉本  
电话: 021-20315181  
手机: 18616512309  
传真: 021-20315125  
邮编: 200120  
地址: 上海市花园石桥路 66  
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳  
联系人:李霖  
电话:0755-23819303  
手机:15816898448  
传真:0755-82717806  
邮编:518048  
地址:深圳市福田区深南大道  
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京  
联系人:张哲  
电话: 021-20315112  
手机:18621368050  
传真: 021-20315125  
邮编: 200120  
地址: 上海市花园石桥路 66  
号东亚银行金融大厦 18 层

济南  
联系人:韩丽萍  
电话:0531-68889516  
手机:15806668226  
传真:0531-68889536  
邮编:250001  
地址:山东济南经七路 86 号  
证券大厦 2308