

下游需求相对稳健 盈利缓慢复苏

——博汇纸业（600966）调研快报

2012年5月20日

推荐/ 首次

博汇纸业

调研快报

王明德	分析师	执业证书编号: S1480511100001
联系人: 孙玉姣	010-6655 4090	邮箱: sunyj@dxzq.net.cn

事件:

我近日调研了博汇纸业, 与公司进行了深入交流。

评论:

1、公司为国内白卡纸龙头之一, 烟卡市场占有率第一

公司产品主要有白卡纸、书写纸、石膏护面纸、牛皮箱板纸、瓦楞纸等, 产能分别有65万吨、22万吨、15万吨、15万吨、2.5万吨, 合计约120万吨总产能。2011年营业收入占比分别为61.3%、18.5%、9.3%、8.5%和1.4%。盈利能力从高到低分别为白卡纸、书写纸、瓦楞纸、石膏护面纸和牛皮箱板纸。

公司重点发展方向为白卡纸, 目前白卡纸占营业收入的比重为61%, 盈利能力在诸品种中是最高的, 2011年毛利率为20.4%。未来继续扩大白卡纸的产能, 增强在白卡纸领域的龙头地位; 其他纸种维持现有产能。

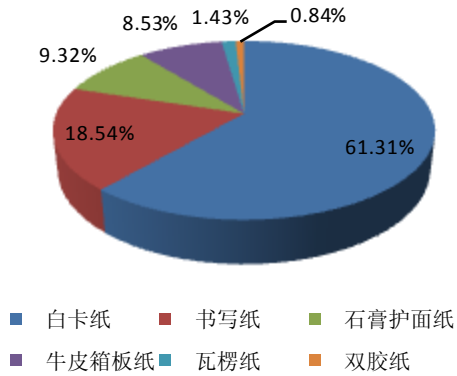
公司白卡纸分为烟卡和社会卡, 其中, 烟卡占比约为30%。公司烟卡市场占有率为30%, 全国排第一。公司拥有劲嘉股份、昆明彩印、万顺股份等优质客户, 在烟草领域形成稳固的品牌影响力。下游客户对烟卡成本的敏感度较低, 价格具有一定刚性特征, 目前烟卡价格要高于社会卡800元-1000元/吨。

表 1: 公司产能分布

产品	现有产能	扩产计划
白卡纸	65 万吨	2013 年江苏 75 万吨投产
书写纸	22 万吨	
石膏护面纸	15 万吨	
牛皮箱板纸	15 万吨	
瓦楞纸	2.5 万吨	
造纸产能合计	约 120 万吨	
纸浆产能合计	约 80 万吨	江苏项目拟配套 20 万吨化机浆

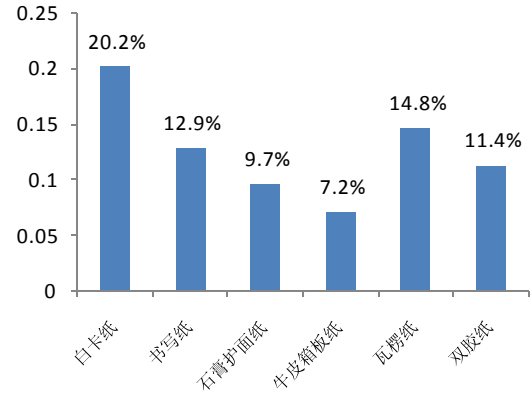
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 1: 公司营业收入构成 (2011 年)



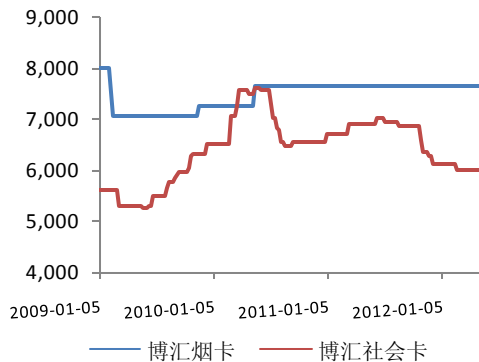
资料来源: 公司公告

图 2: 分产品毛利率 (2011 年)



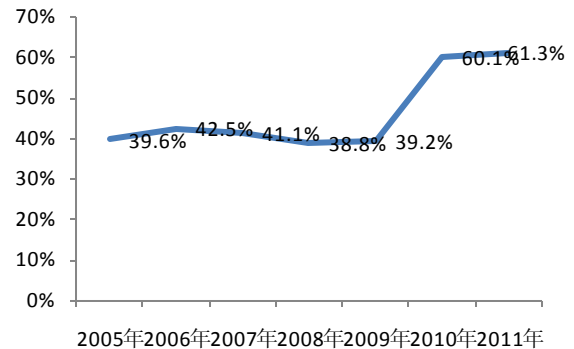
资料来源: 公司公告

图 3: 烟卡和社会卡市场价格对比 (元/吨)



资料来源: 纸业联讯

图 4: 公司历年白卡纸收入占比



资料来源: 公司公告

2、白卡纸行业今明两年产能可能面临过剩, 公司拟推迟新增产能投放时间

白卡纸属于较为高端的包装纸种, 下游需求来自于食品、饮料、服装、烟草、电子等行业; 受益于国内消费快速增长及消费升级, 2000-2010年间, 白纸板及白卡纸消费年均增长率为12.56%, 高于其他纸种消费增速。且盈利能力相对表现突出。

需求的快速增长及突出的盈利能力导致行业加速投资, 2011年—2012年白卡纸新增产能集中投放。据我们初步统计, 白卡纸2011年-2012年产能规划投放规模相当于当年市场容量的16%和35%左右。2012年-2013年白卡纸可能面临过剩, 这将导致白卡纸盈利能力下滑。类似于2011年铜版纸的情况, 当年铜版纸新增产能集中投放导致全行业亏损。

为应对以上可能发生的情况，公司拟将原定于2012年底投产的75万吨白卡纸项目推迟到2013年。这既能够避免行业的恶性价格竞争，又能避免开工不足而导致的固定资产折旧费用过快增长。

3、公司盈利缓慢复苏

公司主要产品白卡纸的下游需求相对稳定，今年一季度整个需求量未有明显下滑，较去年四季度环比改善。烟卡的价格仍维持在7000元，社会卡价格年初以来已经提价两次，提价幅度在8%左右。二季度之后需求会随着旺季的来临缓慢复苏。预计全年销量将较去年增长10%以内，全年均价与去年持平。

从成本来看，公司目前自制木浆比例在70%，进口纸浆占比为30%左右。由于今年国际整体纸浆需求萎靡，且新增产能较多，我们预计全年浆价上浮空间不大。公司自制木浆所需木材均在国内采购，主要为杨木片和桉木片。较高的自供比例能有效消化浆价上涨的风险。全年成本均价将较去年有所下降。

财务费用略增长。2011年底的资产负债率为58.3%，财务费用率为4.59%。公司75万吨白卡纸项目今年尚需投入20亿元左右资金，资金将全部来自于银行贷款。我们预计2012年公司资产负债率将达到61%左右；但是由于项目建设贷款计入固定资产成本，因此财务费用增幅较小，预计在10%以内。

公司一季度已经实现盈利，较去年四季度低点反弹。根据以上分析，二季度之后盈利将继续小幅反弹；但受制于下半年行业新增产能较多，盈利反弹空间受到较大抑制。

4、2013年新增产能投放后有望迎来业绩拐点

公司75万吨白卡纸产能2013年投放后，公司产品结构将有效优化，高毛利盈利品种大幅增加。我们预计2013年全年能释放25-30万吨新增产能，2014年达到设计产能的80%以上，2015年完全达产。2013-2015年公司将进入新一轮快速增长期。

白卡纸行业经过2012年的产能集中投放之后，2013年之后供求关系将有所好转；整体盈利能力将恢复。公司白卡纸收入占比将进一步提升，2013年有望迎来业绩增速拐点。

盈利预测及投资评级

我们预测2012-2014年公司营业收入为56亿元、68亿元和77亿元；归属于母公司股东的净利润分别为1.46亿元、1.85亿和2.63亿元，对应EPS分别为0.29元、0.37元和0.52元。对于目前估值分别为20.3倍、15.9倍和11.3倍。

造纸行业2012年、2013年平均估值为20.54倍和14.19倍，公司估值基本与行业水平持平。公司2012年为短期调整年，盈利将缓慢复苏。2013年后进入新一轮快速增长期，盈利增速迎来拐点。2013-2015年净利润复合增速有望超过30%。首次给予“推荐”评级。

表 2: 造纸类公司估值比较

代码	简称	每股收益 (元)		市盈率 PE	
		12E	13E	11E	12E
000488.SZ	晨鸣纸业	0.37	0.48	13.03	10.04
002078.SZ	太阳纸业	0.61	0.81	11.51	8.67
600308.SH	华泰股份	0.16	0.27	24.50	14.52
600433.SH	冠豪高新	0.35	0.6	31.57	17.83
600963.SH	岳阳林纸	0.25	0.34	19.32	14.21
600966.SH	博汇纸业	0.29	0.37	20.34	15.92
002067.SZ	景兴纸业	0.29	0.38	23.79	18.16
行业平均 (整体法)				20.54	14.19

资料来源: 东兴证券

利润表 (百万元)	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	5,330.33	5,700.00	6.94%	6,800.00	19.30%	7,700.00	13.24%
营业成本	4,443.50	4,799.40	8.01%	5,664.40	18.02%	6,391.00	12.83%
营业费用	254.38	256.50	0.83%	312.80	21.95%	369.60	18.16%
管理费用	152.25	153.90	1.09%	197.20	28.14%	231.00	17.14%
财务费用	244.50	245.92	0.58%	312.54	27.09%	286.96	-8.18%
投资收益	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	202.79	238.58	17.65%	306.26	28.37%	413.74	35.09%
利润总额	202.87	238.58	17.60%	306.26	28.37%	413.74	35.09%
所得税	31.56	42.94	36.09%	61.25	42.63%	82.75	35.09%
净利润	171.31	195.64	14.20%	245.01	25.24%	330.99	35.09%
归属母公司所有者的净利润	128.29	145.64	13.52%	185.01	27.04%	262.99	42.15%
NOPLAT	377.71	397.29	5.18%	495.04	24.60%	560.56	13.24%
资产负债表 (百万元)	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
货币资金	759.68	855.00	12.55%	1,020.00	19.30%	1,155.00	13.24%
交易性金融资产	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	403.67	468.49	16.06%	652.05	39.18%	632.88	-2.94%
预付款项	83.02	87.82	5.78%	93.48	6.45%	99.87	6.84%
存货	1,084.03	1,051.92	-2.96%	1,241.51	18.02%	1,400.77	12.83%
流动资产合计	3,385.26	3,412.20	0.80%	4,325.46	26.76%	4,570.46	5.66%
非流动资产	4,692.75	6,565.12	39.90%	5,877.59	-10.47%	5,475.63	-6.84%
资产总计	8,078.01	9,977.33	23.51%	10,203.05	2.26%	10,046.09	-1.54%
短期借款	1,889.42	1,888.42	-0.05%	1,887.42	-0.05%	1,886.42	-0.05%
应付帐款	469.65	525.96	11.99%	620.76	18.02%	700.38	12.83%
预收款项	89.29	89.29	0.00%	89.29	0.00%	89.29	0.00%
流动负债合计	3,144.05	2,609.41	-17.00%	2,715.06	4.05%	2,803.64	3.26%
非流动负债	1,565.80	2,886.00	84.31%	2,386.00	-17.33%	1,886.00	-20.96%
少数股东权益	295.50	345.50	16.92%	405.50	17.37%	473.50	16.77%
母公司股东权益	3,072.66	3,145.48	2.37%	3,219.49	2.35%	3,324.68	3.27%
净营运资本	241.21	802.79	232.81%	1,610.40	100.60%	1,766.82	9.71%
投入资本 IC	6,147.77	7,410.40	20.54%	6,878.40	-7.18%	6,415.60	-6.73%
现金流量表 (百万元)	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
净利润	171.31	195.64	14.20%	245.01	25.24%	330.99	35.09%
折旧摊销	337.95	0.00	N/A	543.46	N/A	553.96	1.93%
净营运资金增加	(164.61)	561.58	N/A	807.61	43.81%	156.42	-80.63%
经营活动产生现金流	324.28	801.30	147.10%	457.40	-42.92%	1,149.49	151.31%
投资活动产生现金流	(643.46)	(195.05)	N/A	(2,500.00)	N/A	(100.00)	N/A

融资活动产生现金流	645.69	498.14	-22.85%	(924.54)	N/A	(945.75)	N/A
现金净增(减)	326.51	1,104.39	238.24%	(2,967.14)	N/A	103.74	N/A

东兴证券

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

孙玉姣

南开大学理学学士、金融学硕士，2007-2011年在保险资产管理公司从事消费行业研究。2011年加盟东兴证券研究所，轻工、造纸行业高级研究员。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券