点评报告

行业公司研究—造纸—行业—

证券研究报告

博汇纸业(600966)

报告日期：2013 年 1 月 24 日

行业弱回暖 盈利复苏尚待时日

—博汇纸业跟踪报告

：黄薇　　执业证书编号：S1230511010005
：021-64718888-1813
：huangwei@stocke.com.cn

报告导读

行业弱回暖但仍未走出低迷

投资要点

❑ **行业弱回暖，部分纸种现小幅提价，跟涨不明显**

近期主要纸种中铜版纸、箱板纸价格均有所上扬，部分厂家也采取了限产保价等措施。但以白卡为代表的下游消费类纸种价格变动不大，也反映了消费的疲软。由于临近春节以消化库存为主，我们预计到 2 月中下旬主要纸种价格将以稳定为主。由于年末国际木浆供应趋紧，库存亦不在高位，故国际浆价持续上扬，但结合到经济实际的疲软态势，下游跟涨不明显。

❑ **白卡纸受产能释放拖累，价格难有起色**

受限酒令、经济低迷等多种因素的影响，高端包装纸的代表白卡纸年初以来价格下降了 10%以上。但我们认为抑制白卡纸价格的主要因素不是下游消费情况，而是供给的集中释放，预计未来半年白卡将继续新增产能在 120 万吨左右，价格向上的压力较大。

❑ **盈利预测及估值**

尽管整个造纸行业仍处在低迷中，我们认为主要纸种已处于亏损边缘的实际情况，将触发行业自身的产量调节，因此价格下跌空间亦有限。但就公司整体盈利情况来看，度过低迷期仍需等待，预计 12-14 年 eps 为 0.10 元、0.13 元和 0.19 元，当前股价对应的 PE 估值仍承压，增持评级。

财务摘要

（百万元）	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入	5330	5007	6485	7723
(+/-)	16%	-6%	30%	19%
净利润	128	50	63	95
(+/-)	-21%	-61%	26%	50%
每股收益（元）	0.25	0.10	0.13	0.19
P/E	18.52	46.30	35.62	24.37

评级	增持
上次评级	增持
当前价格	￥4.63

单季度业绩	元/股
3Q/2012	0.01
2Q/2012	0.03
1Q/2012	0.07
4Q/2011	-0.08

公司简介

相关报告

1《2012 年 3 季报点评：纸价承压，低迷态势或将延续至年底》2012.10.29
2《2012 年半年报点评-期待消费旺季带来价格回暖》2012.08.27
3《跟踪报告 20120725：行业低迷 公司蓄势》2012.07.25
4《2012 年为蓄势年》2012.04.27
5《博汇纸业：成长中的白卡纸新贵》2012.03.21

报告撰写人：黄薇
数据支持人：黄薇

附录：三大报表预测值

资产负债表				单位:百万元
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	3385.26	2337.31	5345.15	3616.84
现金	759.68	1031.17	1248.24	1492.19
应收账款	403.67	427.19	647.64	633.21
其它应收款	11.21	5.17	17.68	8.52
预付账款	83.02	164.50	130.00	235.60
存货	1084.03	525.26	1669.35	860.09
其他	1043.65	184.02	1632.25	387.22
非流动资产	4692.75	4557.14	4528.84	4380.44
长期投资	1.00	1.00	1.00	1.00
固定资产	3788.93	4220.68	4137.13	4205.71
无形资产	215.79	227.28	250.15	265.75
其他	687.03	108.17	140.56	-92.02
资产总计	8078.01	6894.45	9874.00	7997.29
流动负债	3144.05	2352.73	5387.38	3706.37
短期借款	1889.42	1663.33	4135.29	2759.43
应付账款	469.65	302.25	708.20	480.92
其他	784.98	387.15	543.89	466.01
非流动负债	1565.80	1106.65	972.40	658.21
长期借款	1124.85	863.18	630.19	365.37
其他	440.95	243.47	342.21	292.84
负债合计	4709.85	3459.38	6359.78	4364.57
少数股东权益	295.50	312.23	328.06	351.76
归属母公司股东权益	3072.66	3122.84	3186.16	3280.96
负债和股东权益	8078.01	6894.45	9874.00	7997.29

现金流量表				单位:百万元
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	122.69	1739.86	-1437.22	2599.85
净利润	171.31	66.90	79.15	118.50
折旧摊销	0.00	372.48	397.84	438.16
财务费用	244.50	235.38	319.31	373.37
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-271.43	1054.25	-2228.09	1667.11
其它	-21.68	10.84	-5.42	2.71
投资活动现金流	-478.49	-241.73	-367.11	-290.98
资本支出	79.57	68.71	-130.46	-97.32
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-398.92	-173.02	-497.57	-388.29
筹资活动现金流	776.93	-1226.64	-337.52	-745.58
短期借款	452.17	-226.09	113.04	-56.52
长期借款	-217.43	-261.67	-232.99	-264.83
其他	542.19	-738.88	-217.58	-424.24
现金净增加额	421.14	271.49	-2141.85	1563.29

利润表				单位:百万元
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	5330.33	5006.55	6485.43	7723.30
营业成本	4443.50	4314.80	5558.08	6593.98
营业税金及附加	14.86	14.02	19.46	24.71
营业费用	254.38	210.28	291.84	347.55
管理费用	152.25	140.18	188.08	223.98
财务费用	244.50	235.38	319.31	373.37
资产减值损失	18.05	5.01	9.73	11.58
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	202.79	86.89	98.93	148.12
营业外收入	0.12	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.04	0.00	0.00	0.00
利润总额	202.87	86.89	98.93	148.12
所得税	31.56	19.98	19.79	29.62
净利润	171.31	66.90	79.15	118.50
少数股东损益	43.01	16.73	15.83	23.70
归属母公司净利润	128.29	50.18	63.32	94.80
EBITDA	339.87	579.59	673.40	782.02
EPS	0.25	0.10	0.13	0.19

主要财务比率				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入增长率	15.73%	-6.07%	29.54%	19.09%
营业利润增长率	-12.88%	-57.15%	13.86%	49.72%
归属于母公司净利润增长率	-21.31%	-60.89%	26.18%	49.72%
获利能力				
毛利率	16.64%	13.82%	14.30%	14.62%
净利率	3.21%	1.34%	1.22%	1.53%
ROE	5.09%	1.95%	2.25%	3.26%
ROIC	4.09%	2.62%	2.60%	4.00%
偿债能力				
资产负债率	58.30%	50.18%	64.41%	54.58%
净负债比率	105.08%	80.10%	142.01%	92.21%
流动比率	1.08	0.99	0.99	0.98
速动比率	0.73	0.77	0.68	0.74
营运能力				
总资产周转率	0.72	0.67	0.77	0.86
应收账款周转率	12.08	12.05	12.07	12.06
应付账款周转率	10.82	11.18	11.00	11.09
每股指标（元）				
每股收益	0.25	0.10	0.13	0.19
每股经营现金流	0.24	3.45	-2.85	5.15

资料来源：贝格数据、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1、买入　：相对于沪深 300 指数表现 ＋20%以上；
2、增持　：相对于沪深 300 指数表现 ＋10%～＋20%；
3、中性　：相对于沪深 300 指数表现－10%～＋10%之间波动；
4、减持　：相对于沪深 300 指数表现－10%以下。

行业投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1、看好　：行业指数相对于沪深 300 指数表现＋10%以上；
2、中性　：行业指数相对于沪深 300 指数表现－10%～＋10%以上；
3、看淡　：行业指数相对于沪深 300 指数表现－10%以下。
我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。
建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司(已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000)制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券有限责任公司及其关联机构(以下统称"本公司")对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层
邮政编码：200031
电话：(8621)64718888
传真：(8621)64713795
浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn