

博汇纸业(600966)

中报业绩同比大增，关注下半年旺季行情 增持(下调)

2017年08月13日

证券分析师 马莉

执业证书编号: S0600517050002

联系电话: 010-66573557

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 汤军

执业证书编号: S0600517050001

tangji@dwzq.com.cn

研究助理 史凡可

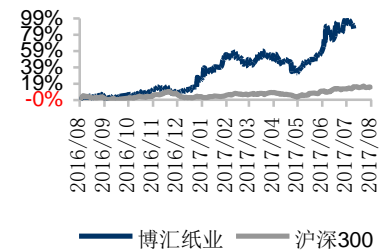
shifk@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	7,796.26	9,387.82	9,790.60	10,655.49
同比(%)	10.46	20.41	4.29	8.83
净利润(百万元)	201.32	847.90	910.20	1011.12
同比(%)	422.26	321.17	7.35	11.09
毛利率(%)	14.62	20.30	21.08	21.02
ROE(%)	5.01	18.26	16.43	15.99
每股收益(元)	0.15	0.63	0.68	0.76
P/E	40.84	9.70	9.03	8.13
P/B	2.00	1.59	1.39	1.22

投资要点

- **公司发布2017年中报，业绩超过市场预期：**2017年上半年公司实现收入40.58亿元，同比增长22.06%；归母净利润4.05亿元，同比大增516.88%；扣非净利润4.04亿元，同比大增1448.49%。其中单二季度实现营业收入20.17亿元，同比增长13.43%；归母净利润2.08亿元，同比大增277.48%。业绩增长略超市场预期。
- **销量维稳，单吨收入增长明显，看好下半年旺季持续提价：**2017年上半年，公司造纸业务合计实现生产95.46万吨（去年同期96.06万吨），实现销售84.93万吨（去年同期87.63万吨），产销率88.97%（去年同期91.22%），同比去年基本持平；合计实现收入40.05亿元，单吨收入4715元/吨，同比去年同期的3769元/吨平均提价946元/吨。其中，公司的主要纸种白卡纸实现销售61.54万吨，销售收入31.27亿元（单吨收入5081元/吨），对应2016年同期25.61亿元实现22.1%的增长。我们认为，在行业落后产能自然出清、环保利好供给端格局；下游电子等消费拉动需求增长、对白卡纸逐渐进行替代的大背景下，白卡纸供需格局向好。从纸价来看，博汇白卡纸均价由去年2月的4570元/吨持续上涨至今年5月的6850元/吨，涨幅达49.89%。近期5-8月由于行业处于淡季，纸价有所走低，白卡纸均价下调至目前的6250元/吨。随着下半年环保政策持续趋严、9月份行业进入旺季、且箱板牛皮卡纸价格的上涨也将带动白卡需求增加，我们预计后期白卡纸价格将重启涨势，看好下半年旺季纸价上涨行情。
- **毛利率大幅增加，三费率基本持平，单吨净利提升：**得益于纸价大幅提升，公司上半年造纸业务毛利率25.33%，较去年同期的12.98%实现了大幅提升。其中，白卡纸毛利率26.89%，较去年同期的11.87%增长了约15个百分点。报告期内，公司期间费用率合计11.04%，较去年同期11.78%下降0.74个百分点。其中由于吨产品运输成本增加，销售费用率5.31%（同增1.14 pct）；管理费用率1.66%（同减0.25 pct）；财务费用率4.07%（同减1.63 pct），主要系利息支出减少所致。综合来看，公司上半年销售净利率10.42%，较去年同期2.16%大幅增长。根据测算，公司上半年对应的单吨净利约为498元/吨，较去年同期104元/吨有较大的增长。随着白卡纸9月逐渐进入需求旺季，叠加下半年白卡、文化的上游纸浆价格或将承压（下半年有巴西175万吨、印尼140万吨的纸浆投放预期），预计下半年公司单吨净利仍有改善的空间。
- **中报存货略承压，经营性现金流表现较好：**由于库存商品及原材料较年初有所增加，公司上半年期末库存为17.01亿元（期初余额为12.11亿元），占期末总资产比例为13.34%，较期初的10.05%增加3.29个百分点，略有承压。上半年公司经营活动产生现金流6.77亿元，较去年同期的3.66亿元同比大增84.81%，主要是上半年销售商品产生的现金同比增加所致。报告期内，公司在建工程投入较期初增长41.89%至1.34亿元，这主要是由于公司上半年对卡纸车间及9.5万吨化学浆车间进行改造。截至报告期末，公司75万吨白卡纸项目累计投入464万元（计划投资总额32.31亿），预计该项目将于2019年进行投放。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.15
一年最低/最高价	3.30/6.74
市净率(倍)	1.82
流通A股市值(百万元)	8,222

基础数据

每股净资产(元)	3.38
资产负债率(%)	64.62
总股本(百万股)	1,337
流通A股(百万股)	1,337

相关研究

1. 员工持股彰显发展信心，三季度进入旺季价格有望超预期 -20170619

- **投资建议:** 博汇合计拥有白卡纸产能 140 万吨、箱板纸产能 15 万吨、石膏封面纸 15 万吨, 文化纸 (主要是铜版纸) 15 万吨、瓦楞纸 5-6 万吨, 合计总产能约 200 万吨 (不包括化机浆), 是白卡纸行业的纯正龙头。考虑到随着白卡纸逐渐进入需求旺季, 在供需格局改善的情况下纸价仍有提价预期, 在中报业绩超过预期的基础上, 我们提高 17、18 年净利润预期至 8.48 亿、9.10 亿, 对应 EPS 为 0.63、0.68 元, 当前市值对应 9.70、9.03 倍 PE。由于前期涨幅较大, 给予公司“增持”评级。
- **风险提示:** 环保政策执行力度低于预期、纸价上涨不达预期等。

博汇纸业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	5,923.6	7,173.7	7,963.5	9,035.9	营业收入	7,796.3	9,387.8	9,790.6	10,655.5
货币资金	1,207.5	2,235.3	3,100.3	3,681.9	营业成本	6,656.8	7,482.5	7,726.3	8,415.4
应收款项	3,127.8	3,130.7	2,988.4	3,279.5	营业税金及附加	44.9	54.1	56.4	61.4
存货	1,210.6	1,471.7	1,540.8	1,737.8	销售费用	382.2	452.3	463.1	491.2
其他	377.7	336.1	333.9	336.7	管理费用	99.7	108.0	111.6	121.5
非流动资产	6,120.1	6,173.5	5,994.4	5,664.5	财务费用	374.6	320.8	279.7	266.3
长期股权投资	-	-	-	-	投资净收益	0.9	1.8	1.5	1.4
固定资产	5,406.4	5,427.1	5,206.1	4,728.2	其他	0.9	22.5	45.4	51.8
无形资产	196.3	189.7	183.1	176.5	营业利润	236.3	945.9	1,106.6	1,246.5
其他	517.4	556.7	605.1	759.7	营业外净收支	59.9	128.7	124.0	104.2
资产总计	12,043.7	13,347.2	13,957.8	14,700.3	利润总额	296.2	1,074.6	1,230.6	1,350.8
流动负债	7,072.9	7,971.4	7,888.9	7,805.2	所得税费用	81.8	215.5	310.8	328.4
短期借款	4,402.4	4,382.4	4,282.4	4,182.4	少数股东损益	13.1	11.2	9.6	11.3
应付账款	832.7	1,605.7	1,502.4	1,586.1	归属母公司净利润	201.3	847.9	910.2	1,011.1
预收账款	157.4	259.9	175.3	298.3	EBIT	657.5	1,345.0	1,489.6	1,627.4
其他	1,680.4	1,723.4	1,928.8	1,738.3	EBITDA	1,161.4	1,849.1	1,998.1	2,136.2
非流动负债	499.6	208.9	159.2	160.1					
长期借款	421.4	200.0	150.0	150.0	重要财务与估值指	2016	2017E	2018E	2019E
其他	78.3	8.9	9.2	10.1	标				
负债总计	7,572.6	8,180.3	8,048.1	7,965.2	每股收益(元)	0.15	0.63	0.68	0.76
少数股东权益	351.4	351.4	351.4	351.4	每股净资产(元)	3.34	3.87	4.42	5.04
归属母公司股东权益	4,119.7	5,166.9	5,909.7	6,735.1	发行在外股份(百万股)	1,336.8	1,336.8	1,336.8	1,336.8
负债和股东权益总计	12,043.7	13,347.2	13,957.8	14,700.3	ROIC(%)	1.9%	18.8%	17.1%	16.6%
					ROE(%)	5.0%	18.3%	16.4%	16.0%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	14.6%	20.3%	21.1%	21.0%
经营活动现金流净额	887.8	2,837.1	1,838.5	1,380.4	EBIT Margin(%)	8.4%	14.3%	15.2%	15.3%
投资活动现金流净额	121.4	-195.3	-245.3	-295.3	销售净利率(%)	2.7%	9.2%	9.4%	9.6%
筹资活动现金流净额	-798.6	-1,614.0	-728.2	-503.6	资产负债率(%)	62.9%	61.3%	57.7%	54.2%
现金净增加额	223.4	1,027.8	865.0	581.6	收入增长率(%)	10.5%	20.4%	4.3%	8.8%
折旧与摊销	503.9	504.1	508.5	508.8	净利润增长率(%)	422.3%	321.2%	7.3%	11.1%
资本开支	32.6	200.0	250.0	300.0	P/E	40.84	9.70	9.03	8.13
营运资本变动	-178.6	1,083.6	61.8	-490.3	P/B	2.00	1.59	1.39	1.22
企业自由现金流	833.7	2,863.0	1,933.8	1,550.3	EV/EBITDA	7.08	4.45	4.11	3.85

数据来源: Wind 资讯、东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

