

博汇纸业 (600966)

公司研究/简评报告

纸品提价扩大盈利空间，利润率大幅提升

—博汇纸业 (600966) 2017 年半年报点评

简评报告/轻工制造

2017 年 08 月 14 日

一、事件概述

公司发布 2017 年半年报。报告期内，公司实现营业收入 40.58 亿元，同比增长 22.06%；归属于上市公司股东的净利润 4.05 亿元，同比增长 516.88%。实现基本每股收益 0.30 元。

二、分析与判断

➤ 利润实现高增长，毛利率大幅提升

公司上半年营收同比增长 22%，归母净利同比大增 517%，业绩表现靓丽。一季度纸价大幅上涨、二季度纸价相对平稳，保障了公司的盈利空间。报告期内主要纸种产能利用率均超过 90%，其中卡纸、箱板纸实现满产，除护面纸外，其余纸种产销量均接近或超过 90%，卡纸、文化纸、箱板纸、瓦楞纸、护面纸平均吨毛利分别为 1367、1022、488、535、859 元，毛利率分别高达 27%、21%、20%、19%、18%。

报告期内，公司盈利能力明显提升，综合毛利率同比提升 12.19pct 至 25.29%，净利率同比提升 8.26pct 至 10.42%。

➤ 期间费用控制有效，财务费用得到削减

报告期内，公司销售费用率同比上升 1.14pct 至 5.31%，管理费用率下降 0.25pct 至 1.66%，财务费用率下降 1.63pct 至 4.07%，期间费用率整体下降 0.74pct 至 11.04%。销售费用同比增长 56%，主要是产品销量增加及吨产品运输成本增加所致；管理费用的增长主要是折旧同比增加 1420 万元所致，伴随着营收的快速增长以及部分税金的核算科目变化，相应费率反而下降；财务费用同比下降 13%，主要是利息支出减少所致。

➤ 江苏博汇拟投建高档包装纸项目，白卡纸产能将进一步扩大

全资子公司江苏博汇拟投资建设二期高档包装纸项目，截至 6 月底，该项目累计投入资金 464.21 万元，计划投资总额为 32.31 亿元，建设周期为 24 个月，完全达产后可年产涂布白卡纸 75 万吨。由于消费逐步升级，低、中档包装纸将逐步被高档包装纸代替，高档包装纸和纸板的产量、消费量同步攀升，涂布白卡纸消费需求也随之增长。未来两三年随着新上纸机的陆续投产，公司涂布白卡纸产能将达到 210 万吨，进一步提升市场竞争力，保障公司的可持续发展。

➤ 推出员工持股计划，彰显员工对公司发展的信心

公司 7 月发布员工持股计划（草案），信托计划筹集资金总额为不超过 30,000 万元，按照不超过 2:1 的比例设立优先级份额和劣后级份额，本次员工持股计划筹集资金上限为 10,000 万元，将全额认购兴业国际信托有限公司管理设立的“兴业信托-博汇纸业 1 号员工持股集合资金信托计划”的劣后级份额。拟参加对象包括董监高、公司及下属子公司中层及以上管理与技术人员、基层核心骨干员工等共计不超过 350 人。公司此次推出员工持股计划，彰显高管及核心骨干人员对公司发展的信心。

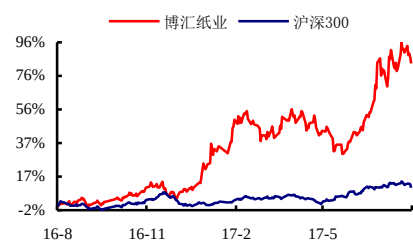
强烈推荐 维持评级

合理估值： 7.0—7.6 元

交易数据 2017-8-11

收盘价 (元)	6.15
近 12 个月最高/最低	6.56/3.36
总股本 (百万股)	1,337
流通股本 (百万股)	1,337
流通股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	82
流通市值 (亿元)	82

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind、民生证券研究院

分析师：陈柏儒

执业证号： S0100512100003
 电话： 010-85127729
 邮箱： chenbairu@mszq.com

研究助理：方方

执业证号： S0100116080010
 电话： 010-85127729
 邮箱： fangfang_yjy@mszq.com

相关研究

1.《博汇纸业 (600966) 2016 年业绩预告点评：产销同步增长，业绩大幅改善》
 20170126

三、盈利预测与投资建议

在行业供给侧改革、环保政策趋严的大背景下，我们看好公司行业龙头地位对业绩的支撑作用、以及未来高端产能扩大对业绩的提升作用，14 万吨文化纸项目目前停产，或对下半年业绩产生一定影响，预计公司 2017、18、19 年能够实现基本每股收益 0.54、0.63、0.71 元/股，对应 2017、18、19 年 PE 分别为 11X、10X、9X，维持公司“强烈推荐”评级。

四、风险提示：

纸品价格出现大幅波动；原材料价格出现大幅波动；市场竞争加剧。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	7,796	9,432	11,079	12,590
增长率（%）	10.5%	21.0%	17.5%	13.6%
归属母公司股东净利润（百万元）	201	720	836	943
增长率（%）	422.3%	257.7%	16.0%	12.8%
每股收益（元）	0.15	0.54	0.63	0.71
PE（现价）	40.84	11.42	9.84	8.72
PB	2.0	1.7	1.4	1.2

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	7,796	9,432	11,079	12,590
营业成本	6,657	7,742	9,090	10,337
营业税金及附加	45	39	48	60
销售费用	382	485	561	634
管理费用	100	180	190	206
EBIT	613	986	1,191	1,354
财务费用	375	19	19	19
资产减值损失	3	0	0	0
投资收益	1	2	2	1
营业利润	236	969	1,173	1,337
营业外收支	60	0	0	0
利润总额	296	1,098	1,298	1,441
所得税	82	220	328	350
净利润	214	878	970	1,091
归属于母公司净利润	201	720	836	943
EBITDA	1,124	1,413	1,585	1,707

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1207	1822	3410	4790
应收账款及票据	3128	3380	4102	4751
预付款项	163	226	254	281
存货	1211	1731	1974	2203
其他流动资产	135	135	135	135
流动资产合计	5924	7844	10162	12559
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	5406	4911	4356	3850
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	6120	5178	4212	3342
资产合计	12044	13022	14374	15901
短期借款	4402	4402	4402	4402
应付账款及票据	1749	1824	2126	2480
其他流动负债	8	8	8	8
流动负债合计	7073	7173	7556	7992
长期借款	421	421	421	421
其他长期负债	78	78	78	78
非流动负债合计	500	500	500	500
负债合计	7573	7673	8055	8491
股本	1337	1337	1337	1337
少数股东权益	351	509	643	791
股东权益合计	4471	5349	6319	7409
负债和股东权益合计	12044	13022	14374	15901

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	10.5%	21.0%	17.5%	13.6%
EBIT 增长率	94.3%	61.0%	20.7%	13.7%
净利润增长率	422.3%	257.7%	16.0%	12.8%
盈利能力				
毛利率	14.6%	17.9%	18.0%	17.9%
净利润率	2.6%	7.6%	7.5%	7.5%
总资产收益率 ROA	1.7%	5.5%	5.8%	5.9%
净资产收益率 ROE	4.9%	14.9%	14.7%	14.2%
偿债能力				
流动比率	0.8	1.1	1.3	1.6
速动比率	0.7	0.9	1.1	1.3
现金比率	0.2	0.3	0.5	0.6
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	40.2	37.1	38.6	38.6
存货周转天数	72.6	81.6	79.3	77.8
总资产周转率	0.6	0.8	0.8	0.8
每股指标 (元)				
每股收益	0.2	0.5	0.6	0.7
每股净资产	3.1	3.6	4.2	5.0
每股经营现金流	0.7	(0.0)	0.7	0.6
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	40.8	11.4	9.8	8.7
PB	2.0	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA	11.0	8.3	6.4	5.1
股息收益率	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	214	878	970	1,091
折旧和摊销	514	427	394	352
营运资金变动	(179)	(1,205)	(347)	(582)
经营活动现金流	888	(12)	910	775
资本开支	32	(644)	(696)	(622)
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	121	646	697	624
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(267)	0	0	0
筹资活动现金流	(799)	(19)	(19)	(19)
现金净流量	211	615	1,588	1,380

分析师与研究助理简介

陈柏儒，北京交通大学技术经济学硕士，2012年加盟民生证券研究院，从事轻工行业及上市公司研究。

方方，外交学院世界经济硕士，2016年加入民生证券研究院，从事轻工行业及上市公司研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。