

公司研究

公司点评

跟踪评级_维持: 短期_强烈推荐, 长期_A

一季度业绩低于预期, 期待新产能带来业绩增量

——博汇纸业(600966)公司点评

核心观点

公司年报符合预期, 一季报低于预期。2009年, 公司实现营业收入31.22亿元, 同比下降5.68%; 营业利润2.86亿元, 同比下降17.55%; 实现归属母公司所有者净利润1.99亿元, 同比下降21.41%; 实现基本每股收益0.40元, 稀释每股收益0.38元, 与我们之前的盈利预测完全一致, 拟不进行股利分配。2010年第一季度, 公司实现营业收入8.53亿元, 同比增长32.18%, 环比略有下降; 营业利润5173万元, 同比增长69.37%, 环比下降47.30%; 实现归属母公司所有者净利润3670万元, 同比增长72.14%, 环比下降44.35%; 实现基本每股收益0.07元, 稀释每股收益0.06元, 大幅低于市场预期。

下半年行业景气回升带动公司业绩大幅好转。公司下半年实现的净利润比上半年增长100%, 公司三、四季度一个季度利润就基本与整个上半年的利润持平, 下半年毛利率较上半年提升近8个百分点至20.61%。从细分品种来看, 仅有箱板纸和瓦楞纸下半年贡献毛利出现环比下降, 其他品种毛利均出现较大幅度提升, 对下半年毛利增长贡献最大为白卡纸和书写纸, 分别同比增长85.89%、84.17%。箱板纸和瓦楞纸盈利下降主要是由于成本上升幅度大于纸价上涨幅度, 从而导致盈利水平下降。

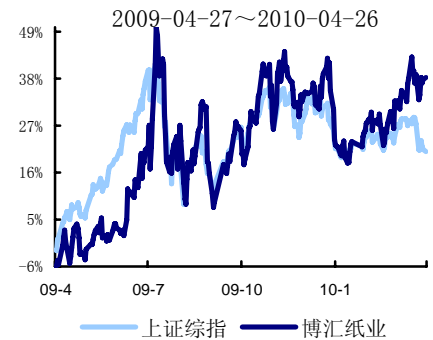
一季度收入同比增幅低于预期。公司一季度实现营业收入8.53亿元, 同比增长32%, 环比略有下降。在公司产能有增量、纸价环比大幅提升的前提下, 公司营业收入没有出现增长, 我们认为主要是由于销量环比有所下降所致, 从存货来看, 一季度末公司存货为7.64亿元, 较09年底增长了48%, 这也印证了我们公司一季报销量环比下降的判断。

成本费用上升导致一季度业绩环比下降。一季度归属母公司所有者净利润环比下降44%, 主要原因有: (1) 一季度毛利率仅有17.64%, 环比下降2.28个百分点, 主要是由于纸价上涨幅度不能覆盖木浆及废纸上涨; (2) 期间费用大幅增长, 同比增长接近70%, 环比增长超过55%, 其中销售费用、管理费用、财务费用分别同比增长69.31%、58.68%、83.30%, 从期间费用率来看, 一季度期间费用率达到了11.57%, 环比增长了4.43个百分点; 销售费用大幅增加系销售量增加及运费价格增加导致的运输费用增加所致; 管理费用大幅增长系环保投入费用及管理人

财务数据与估值

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入(百万)	3311	3122	5328	5785
同比增速(%)	4.52	-5.69	70.65	8.56
净利润(百万)	254	199	336	419
同比增速(%)	28.2	21.4	68.3	24.9
EPS(元)	0.5	0.4	0.67	0.83
P/E	21.0	26.6	15.8	12.7

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	50457.63
流通A股(万股)	39198.40
52周内股价区间(元)	7.25-11.83
总市值(亿元)	53.03
总资产(亿元)	44.05
每股净资产(元)	4.92

相关报告

《盈利恢复作铺垫, 新增产能当主角——博汇纸业(600966)投资价值分析》
2009-12-24

《制浆环节盈利明显好转, 关注新增浆纸产能释放——造纸及制浆行业回顾与展望》
2010-4-7

联系人: 巩俊杰

电话: 01084183316

Email: gongjunjie@guodu.com

执业证书编号: S0940208040096

联系人: 汪立

电话: 010-84183136

Email: wangli@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。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。

员费用增加所致；财务费用大幅增加系工程资本化利息减少所致。

年产 35 万吨白卡纸项目及配套 20 万吨化机浆项目是公司近两年业绩增长点。今年 2 月份，公司年产 35 万吨白卡纸项目已经成公司试车，目前日产量基本达到设计水平（约 1000 吨/天）。近期木浆价格持续上涨，制浆环节盈利水平明显提升，配套年产 20 万吨化机浆项目将凸显公司成本优势。

白卡纸龙头地位将进一步巩固。公司拟建年产 75 万吨白卡纸项目以及 9.8 万吨化机浆项目，项目总投资 30.86 亿元，建设周期大约 2 年，预计最早将在 2012 年中期开始贡献利润。该项目投产后，公司白卡纸产能将从 60 万吨提升至 135 万吨，增幅超过一倍，公司白卡纸龙头地位将进一步巩固。目前，规划建设白卡纸项目较少，并且白卡纸需求增长较快，符合国家产业政策发展方向，该项目将成为公司业绩中长期增长点。

维持公司“短期-强烈推荐，长期-A”投资评级。由于公司一季度业绩低于我们预期，以及期间费用率提升高于我们预期，因此我们下调了公司的盈利预测，预计公司 2010-2011 年每股收益（按当前股本计算）为 0.67 元、0.83 元，4 月 26 日收盘价为 10.51 元，对应 2010-2011 年动态市盈率为 15.8 倍、12.7 倍，公司估值处于行业较低水平，公司木浆自给率超过 60%，在当前高木浆的背景下公司成本优势明显，并且公司持续巩固白卡纸市场龙头地位及扩大白卡纸市场份额，因此我们维持公司“短期-强烈推荐，长期-A”投资评级。

图表 1：分季度业绩一览（单位：万元）

科目	2010Q1	2009Q4	2009Q3	2009Q2	2009Q1
EPS（元）	0.073	0.131	0.133	0.089	0.042
营业收入	85,279	88,878	79,403	79,449	64,516
同比变化	32.18%	56.12%	-8.35%	-18.11%	-28.70%
营业成本	70,236	71,176	62,426	67,006	57,034
同比变化	23.15%	41.37%	-9.52%	-11.36%	-19.07%
毛利率	17.64%	19.92%	21.40%	15.70%	11.60%
期间费用率	11.57%	7.15%	9.30%	8.00%	9.00%
销售费用率	4.18%	2.53%	3.70%	3.50%	3.30%
管理费用率	4.06%	2.48%	3.60%	2.50%	3.40%
财务费用率	3.33%	2.14%	2.00%	2.00%	2.40%
净利润	4,285	7,207	7,595	4,959	2,486
同比变化	72.37%	8089.77%	-16.12%	-54.06%	-72.20%
净利率	5.02%	8.11%	9.60%	6.20%	3.90%
归属母公司净利润	3,670	6,595	6,720	4,493	2,132
同比变化	72.14%	去年亏损	-16.14%	-53.28%	-73.95%

数据来源：国都证券研究所

图表 2：公司各业务盈利状况上下半年对比

万元	营业收入			毛利			毛利率		
	2009H2	2009H1	环比变化	2009H2	2009H1	环比变化	2009H2	2009H1	环比变化
卡纸	69,720	52,754	32.16%	14,873	8,001	85.89%	21.33%	15.20%	提升6.13个百分点
书写纸	52,089	45,353	14.85%	13,918	7,557	84.17%	26.72%	16.70%	提升10.02个百分点
箱板纸	20,750	19,850	4.54%	1,095	2,102	-47.89%	5.28%	10.60%	下降5.32个百分点
石膏护面纸	19,020	18,603	2.24%	3,659	1,439	154.26%	19.24%	7.70%	提升11.54个百分点
双胶纸	3,863	5,045	-23.43%	925	449	106.12%	23.96%	8.90%	提升15.06个百分点
瓦楞纸	2,829	2,359	19.91%	209	376	-44.47%	7.38%	15.90%	下降8.52个百分点

数据来源：国都证券研究所

图表 3: 博汇纸业盈利预测

单位: 万元	2008	2009	2010E	2011E
一、营业收入	331,067	312,246	532,840	578,470
营业收入增长 (%)	4.52%	-5.69%	70.65%	8.56%
主营业务毛利率 (%)	19.83%	17.49%	18.33%	19.01%
二、营业总成本	296,430	283,688	484,319	518,587
其中: 主营业务成本	265,408	257,642	435,181	468,492
营业税金及附加	1,048	50	1,705	1,851
资产减值损失	1,774	61	0	0
期间费用	28,200	25,935	47,433	48,245
其中: 销售费用	12,808	10,025	20,248	21,260
管理费用	6,990	9,245	15,985	16,784
财务费用	8,402	6,665	11,200	10,200
期间费用率 (%)	8.52%	8.31%	8.90%	8.34%
加: 公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
加: 影响营业利润的其他科目	0	0	0	0
三、营业利润	34,637	28,560	48,521	59,883
营业利润增长 (%)	24.39%	-17.55%	69.89%	23.42%
营业利润率 (%)	10.46%	9.15%	9.11%	10.35%
加: 营业外收入	305	2	0	0
减: 营业外支出	229	74	0	0
其中: 非流动资产处置净损失	31	0	0	0
加: 影响利润总额的其他项目	0	0	0	0
四、利润总额	34,714	28,287	48,521	59,883
利润总额增长 (%)	25.91%	-18.51%	71.53%	23.42%
减: 所得税	5,835	6,039	11,645	14,372
实际所得税率 (%)	16.81%	21.35%	24.00%	24.00%
五、净利润	28,879	22,248	36,876	45,511
净利润增长 (%)	37.02%	-22.96%	65.75%	23.42%
其中: 归属母公司所有者净利润	25,371	19,939	33,556	41,901
母公司净利润增长 (%)	28.23%	-21.41%	68.29%	24.87%
净利润率 (%)	7.66%	6.39%	6.30%	7.24%
少数股东损益	3,508	2,309	3,320	3,610
摊薄每股收益 (元/股)	0.50	0.40	0.67	0.83
每股净资产 (元/股)	4.92	5.32	5.98	6.81
净资产收益率 (%)	10.16%	7.43%	11.12%	12.19%

数据来源: 国都证券研究所

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理 宏观领域	xuwei hong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	夏茂胜	商业、纺织服装	xiamasheng@guodu.com
徐文峰	基础化工	xuwenfeng@guodu.com	马琳娜	建材	malinna@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
徐才华	机械-汽车及零部件	xucaihua@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	伍颖	石化、化工	wuying@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	潘蕾	医药行业	panlei@guodu.com
蔡建军	医药行业	caijianjun@guodu.com	王招华	钢铁行业	wangzhaohua@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	刘斐	煤炭电力	liufei@guodu.com
汪立	交运、造纸	wangli@guodu.com	鲁儒敏	电力	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色、新能源	xiaoshijun@guodu.com	傅浩	建材	fuhao@guodu.com
刘芬	机械	liufen@guodu.com	陈薇	衍生产品、金融工程和 券商发展战略研究	chenwei@guodu.com
苏昌景	基金研究、债券研究	suchangjing@guodu.com	冯翔	宏观研究、债券研究	fengxiang@guodu.com
李春燕	基金联络	lichunyan@guodu.com			