

博汇纸业 (600966. SH)
业绩略低于预期，期待后期发展

 评级: **增持**

 前次: **增持**

目标价(元):

8.80-9.90

分析师

分析师

孙国东

朱嘉

S0740207010008

S0730209070105

0531-81776391

021-68766564

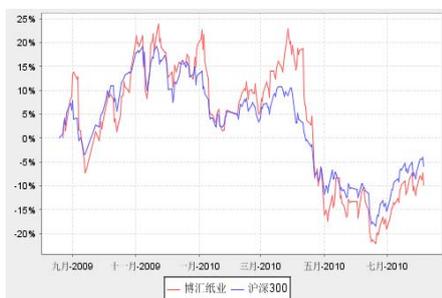
sungd@qlzq.com.cn

zhuja@qlzq.com.cn

2010年8月21日

基本状况

总股本(百万股)	504.58
流通股本(百万股)	391.98
市价(元)	7.98
市值(百万元)	4026.52
流通市值(百万元)	3128.04

股价与行业-市场走势对比

业绩预测

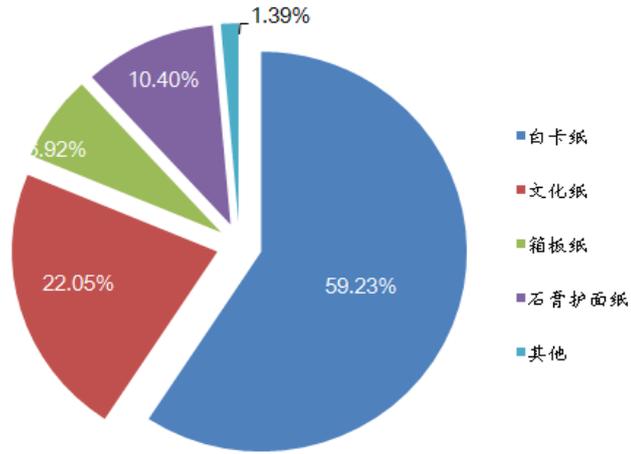
指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3,310.67	3,122.46	4,610.00	5,588.00	7,786.40
营业收入增速	4.52%	-5.68%	47.64%	21.21%	39.34%
净利润增长率	28.23%	-21.41%	37.98%	30.65%	13.26%
摊薄每股收益(元)	0.50	0.40	0.55	0.71	0.81
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	0.00	25.86	14.51	11.24	9.85
PEG	0.00	—	0.38	0.36	0.74
每股净资产(元)	4.92	5.67	6.22	6.93	7.74
每股现金流量	0.96	1.07	0.47	1.33	0.45
净资产收益率	10.22%	6.97%	8.77%	10.28%	10.43%
市净率	0.00	1.80	1.28	1.15	1.03
总股本(百万股)	504.58	504.58	504.58	504.58	504.58

备注: 市场预测取 聚源一致预期

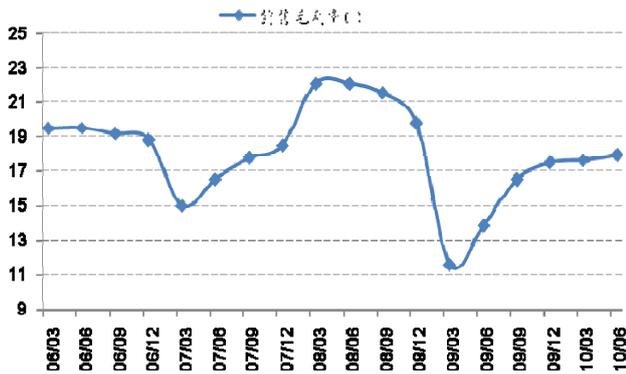
投资要点

- 公司于2010年8月21日公布中报,实现营业收入20.09亿元,同比增长39.53%;净利润为9400万元,同比增长42.34%;EPS为0.19元。公司上半年业绩略低于我们的预期。
- 公司业绩增长的主要原因为:公司各纸品的价格和盈利能力同比大幅提升,以及35万吨白卡纸项目今年2月建成投产后对业绩的增厚。2010年上半年,公司量价齐升,公司纸品盈利能力大幅提升,促进业绩大幅增长。公司综合毛利率同比提升了4.03个百分点,其中白卡纸毛利率的提升是主要贡献,同比提升了7.36个百分点。
- 公司2010上半年业绩低于我们预期的主要原因是:首先,公司期间费用率的上升幅度超过我们的预期。上半年,公司期间费用率为11.30%,同比上升了2.76个百分点;其中销售费用率为4.58%,同比上升了1.18个百分点;管理费用率为3.09%,同比上升了0.17个百分点;财务费用率为3.58%,同比上升了1.36个百分点。其次,公司书写纸和箱板纸的毛利率同比下滑幅度较大,其主要原因是废纸价格上涨幅度远超纸价上涨幅度。最后,35万吨白卡纸项目2月份建成投产,公司前期试车成本较大,部分影响了公司业绩。
- 白卡纸业务将成为公司后期发展重点。随着35万吨白卡纸项目于2010年2月建成投产,公司目前白卡纸产能达到了55-60万吨,占公司总产能的50%,占国内总产能的14.44%-15.54%,成为公司最主要的业绩来源,2010年上半年,白卡纸收入占公司总收入的59.23%,毛利占比为74.44%。公司另公告拟建设75万吨白卡纸生产线及9.8万吨/年化机浆技改工程项目,项目建设周期为24个月,投产后公司白卡纸产能可达130-135万吨。我们认为白卡纸四季度和2011年将保持较好的盈利能力,将继续增厚公司业绩。

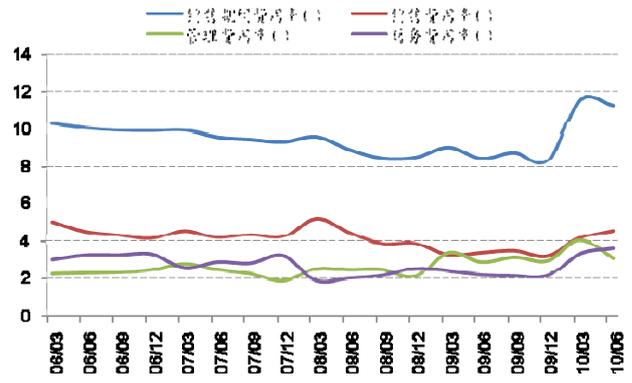
- 四季度，我们认为随着消费旺季的来临，白卡纸的销量及吨纸毛利均将出现明显回升，这将促进公司四季度业绩明显回升。
- 我们预测公司 2010、2011 和 2012 年净利润分别为 2.75 亿元、3.59 亿元和 4.07 亿元，同比增长 38.19%、30.55%和 13.37%，折合每股收益分别为 0.55 元、0.71 元和 0.81 元，对应的动态市盈率分别为 14.51 倍、11.24 倍和 9.85 倍，目前估值水平处于行业内偏低水平。我们给予公司 2010 年 16-18 倍的 PE，公司合理估值区间为 8.80 元-9.90 元，维持公司“增持”的投资评级。

图表 1: 2010 年公司收入构成


来源：齐鲁证券研究所

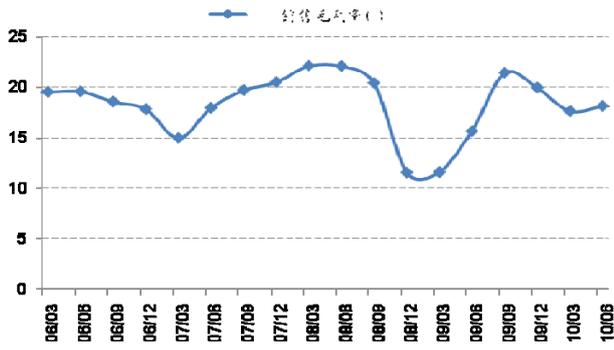
图表 2: 公司毛利率走势


来源：齐鲁证券研究所

图表 3: 公司期间费用率走势


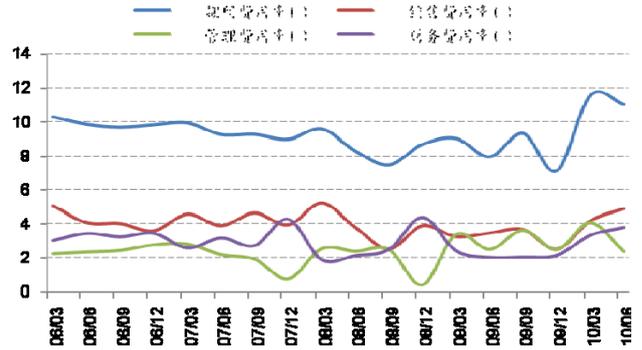
来源：齐鲁证券研究所

图表 4: 公司单季度毛利率走势



来源: 齐鲁证券研究所

图表 5: 公司单季度期间费用率走势



来源: 齐鲁证券研究所

附录 1: 财务预测简表
损益表 (人民币百万元)

	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	3,122	4,610	5,588	7,786
增长率	-5.7%	47.6%	21.2%	39.3%
营业成本	-2,576	-3,855	-4,601	-6,521
% 销售收入	82.5%	83.6%	82.3%	83.8%
毛利	546	755	987	1,265
% 销售收入	17.5%	16.4%	17.7%	16.2%
营业税金及附加	0	-12	-14	-17
% 销售收入	0.0%	0.3%	0.2%	0.2%
营业费用	-100	-180	-218	-296
% 销售收入	3.2%	3.9%	3.9%	3.8%
管理费用	-92	-101	-129	-179
% 销售收入	3.0%	2.2%	2.3%	2.3%
息税前利润 (EBIT)	353	462	627	773
% 销售收入	11.3%	10.0%	11.2%	9.9%
财务费用	-67	-85	-133	-203
% 销售收入	2.1%	1.8%	2.4%	2.6%
资产减值损失	-1	-4	-3	-13
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	286	373	491	558
营业利润率	9.1%	8.1%	8.8%	7.2%
营业外收支	-3	0	0	0
税前利润	283	373	491	558
利润率	9.1%	8.1%	8.8%	7.2%
所得税	-60	-63	-84	-95
所得税率	21.3%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润	222	309	408	463
少数股东损益	23	34	48	56
归属于母公司的净利润	199	275	359	407
净利率	6.4%	6.0%	6.4%	5.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	222	309	408	463
少数股东损益	0	34	48	56
非现金支出	200	283	335	445
非经营收益	66	88	137	208
营运资金变动	54	-442	-211	-891
经营活动现金净流	542	272	717	281
资本开支	1,663	69	2,081	1,211
投资	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
投资活动现金净流	-1,663	-69	-2,081	-1,211
股权募资	0	0	0	0
债权募资	1,262	474	1,672	1,789
其他	-107	-88	-137	-208
筹资活动现金净流	1,156	386	1,535	1,581
现金净流量	35	589	171	651

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	456	1,010	1,133	1,728
应收款项	500	637	773	1,186
存货	515	874	978	1,517
其他流动资产	136	244	307	475
流动资产	1,607	2,766	3,192	4,905
% 总资产	27.4%	40.7%	35.5%	42.8%
长期投资	0	0	0	0
固定资产	4,062	3,862	5,620	6,408
% 总资产	69.4%	56.8%	62.6%	55.9%
无形资产	175	166	157	148
非流动资产	4,247	4,038	5,787	6,566
% 总资产	72.6%	59.3%	64.5%	57.2%
资产总计	5,854	6,804	8,979	11,471
短期借款	931	405	577	1,867
应付款项	468	530	645	920
其他流动负债	-103	2	-18	-52
流动负债	1,297	937	1,205	2,734
长期贷款	725	1,725	3,225	3,725
其他长期负债	745	745	745	745
负债	2,767	3,407	5,174	7,204
普通股股东权益	2,863	3,138	3,497	3,904
少数股东权益	224	259	307	363
负债股东权益合计	5,854	6,804	8,979	11,471

比率分析

	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标				
每股收益 (元)	0.395	0.545	0.712	0.807
每股净资产 (元)	5.673	6.219	6.931	7.738
每股经营现金净流 (元)	1.074	0.471	1.325	0.447
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率				
净资产收益率	6.97%	8.77%	10.28%	10.43%
总资产收益率	3.41%	4.04%	4.00%	3.55%
投入资本收益率	5.51%	7.29%	7.21%	7.23%
增长率				
营业总收入增长率	-5.68%	47.64%	21.21%	39.34%
EBIT增长率	-21.26%	30.95%	35.72%	23.31%
净利润增长率	-21.41%	37.98%	30.65%	13.26%
总资产增长率	32.89%	16.23%	31.97%	27.76%
资产管理能力				
应收账款周转天数	33.1	34.0	32.0	36.0
存货周转天数	76.0	80.0	74.0	81.0
应付账款周转天数	33.5	30.3	31.4	31.0
固定资产周转天数	269.5	241.1	240.7	232.5
偿债能力				
净负债/股东权益	63.01%	54.90%	89.75%	108.00%
EBIT利息保障倍数	5.3	5.4	4.7	3.8
资产负债率	47.26%	50.08%	57.63%	62.80%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明
买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有: 预期未来 6-12 个月内波动幅度在 -5%~+5%

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话:021-58303470
手机:13641659577
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双
鸽大厦 19 楼

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话:021-58206173
手机:18621368050
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双
鸽大厦 19 楼

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-81283786
手机:15806668226
传真:0531-81283791
邮编:250010
地址:山东济南经十路 17703
号华特广场 B501