

博汇纸业 (600966. SH)
扩张模式无忧，白卡独领风骚
评级： 增持 前次： 增持
目标价 (元)： 9.18-10.90

分析师 分析师

孙国东 朱嘉

S0740207010008 S0730209070105

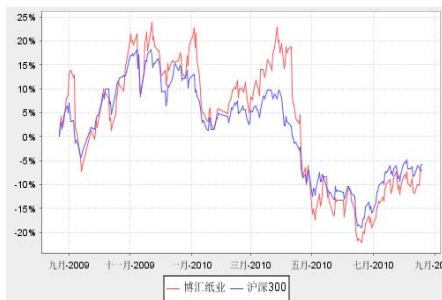
0531-81776391 021-68766564

sungd@qlzq.com.cn zhujia@qlzq.com.cn

2010年9月7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)	8.24
市值(百万元)	4157.71
流通市值(百万元)	3229.95

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	4,581.70	5,517.30	7,185.00
营业收入增速	4.52%	-5.68%	46.73%	20.42%	30.23%
净利润增长率	28.23%	-21.41%	28.53%	23.50%	18.19%
摊薄每股收益 (元)	0.50	0.40	0.51	0.63	0.74
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	15.63	12.66	10.71
PEG	0.00	—	0.55	0.54	0.59
每股净资产 (元)	4.92	5.67	6.11	6.64	7.27
每股现金流量	0.96	1.07	0.56	1.35	0.87
净资产收益率	10.22%	6.97%	8.32%	9.45%	10.20%
市净率	0.00	1.80	1.30	1.20	1.09
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

- 公司后期将白卡纸业务作为重点发展方向。公司目前拥有白卡纸产能近 60 万吨，市场占有率为 16% 左右。后期公司 75 万吨白卡纸新项目投产后，公司有望成为全国最大的白卡纸厂商。
- **扩张模式无忧。** 公司目前在白卡纸业务上的扩张之路与当年华泰股份在新闻纸上的扩张如出一辙。因此我们将两家公司的扩张在外部环境（宏观经济环境和行业环境）、公司策略（扩张途径、原材料策略和销售策略）及公司执行力等三方面进行了较为详细的对比，进而得出了良好的外部环境为公司扩张奠定了成功的基础，而公司自身也具备了快速发展的能力的结论。因此，我们认为公司此次的扩张具备了成功的多项基本因素，看好公司后期的发展。
- **白卡独领风骚。** 公司是未来最能体现白卡纸高景气度的上市公司。一方面，在各大宗纸品中，白卡纸未来的景气度最高，而且也是目前各纸品中毛利率最高的纸种；另一方面，上市公司中，博汇纸业是现在及未来白卡纸营收占比最大的公司（上半年博汇白卡纸占总营收的比重为 59.23%），而且随着公司新项目的实施，白卡纸营收占比预计将由 2009 年的 39.22% 提高到 2012 年的 67.92%。
- 公司其他业务将保持现有规模正常经营。其中，公司拥有文化纸 25 万吨产能，全年销量有望达到 21 万吨左右，毛利率有望回升至 15%；公司还分别拥有 15 万吨石膏护面纸和 18 万吨箱板纸产能，由于主要原材料—废纸的价格高企，其目前的盈利水平均处于较低水平，且后期大幅提升的可能性较小。
- 我们预计公司 2010、2011 和 2012 年的每股收益分别为 0.51、0.63 和 0.74 元，对应的动态市盈率分别为 15.63 倍、12.63 倍和 10.75 倍。结合 DCF 和 PE 估值，我们认为公司的合理价值区间为 9.18 元—10.90 元，对应的动态 PE 为 18 倍—21 倍，维持公司“增持”的投资评级。

内容目录

报告核心内容	- 4 -
外部环境对比	- 5 -
宏观经济发展周期对比	- 5 -
行业发展周期对比	- 6 -
行业集中度对比	- 6 -
行业供需状况对比	- 8 -
扩产后行业情况对比	- 9 -
公司策略对比	- 11 -
公司扩张途径对比	- 11 -
公司原材料策略对比	- 13 -
销售策略对比	- 14 -
公司执行力对比	- 14 -
对比后的结论	- 16 -
独领风骚的白卡纸	- 16 -
白卡纸是大宗纸品中最赚钱的品种	- 16 -
白卡纸成为博汇最主要的利润来源	- 17 -
公司其他业务分析	- 18 -
文化纸业务	- 18 -
石膏护面纸业务和箱板纸业务	- 19 -
业绩预测、估值及投资建议	- 20 -
业绩预测	- 20 -
绝对估值	- 21 -
相对估值	- 21 -
投资建议	- 22 -
风险提示	- 22 -

图表目录

图表 1: 两家公司扩张之路重要因素对比	- 4 -
图表 2: GDP 和纸品总销量历年增速情况	- 5 -
图表 3: GDP 和新闻纸、涂布白板纸消费量历年增速情况	- 5 -
图表 4: 我国报纸历年印量	- 6 -
图表 5: 新闻纸历年产量、消费量情况	- 6 -
图表 6: 我国白卡纸历年供需情况	- 6 -
图表 7: 涂布白板纸产量和消费量历年情况	- 6 -
图表 8: 新闻纸集中度情况	- 7 -
图表 9: 白卡纸集中度情况	- 7 -

图表 10: 涂布白纸板中白卡纸产能占比.....	- 8 -
图表 11: 我国历年烟草生产量及增速	- 9 -
图表 12: 我国食品、饮料行业历年收入情况.....	- 9 -
图表 13: 我国医药行业历年产量增长情况	- 9 -
图表 14: 我国化妆品行业历年收入增长情况.....	- 9 -
图表 15: 我国历年报纸用量情况	- 10 -
图表 16: 我国历年网民数量增长情况	- 10 -
图表 17: 我国包装行业分类占比	- 10 -
图表 18: 我国历年纸包装产量情况.....	- 11 -
图表 19: 我国规模以上企业平均单企产量情况.....	- 12 -
图表 20: 白卡纸主要厂商情况	- 12 -
图表 21: 我国历年废纸回收率	- 13 -
图表 22: 华泰历年市场占有率情况.....	- 14 -
图表 23: 华泰、晨鸣新闻纸毛利率对比.....	- 14 -
图表 24: 华泰扩张期新闻纸毛利增长情况	- 15 -
图表 25: 晨鸣各纸品历年毛利率情况	- 16 -
图表 26: 博汇白卡纸收入及毛利占比情况	- 17 -
图表 27: 博汇、晨鸣白卡收入占比比较.....	- 17 -
图表 28: 我国图书出版种类增长情况	- 18 -
图表 29: 我国图书出版总印张增长情况.....	- 18 -
图表 30: 我国历年期刊总印量情况.....	- 19 -
图表 31: 美国废纸历年供给情况	- 20 -
图表 32: 分产品预测表.....	- 21 -
图表 33: DCF 估值结果.....	- 21 -
图表 34: 行业重点公司估值表	- 22 -

报告核心内容

- 公司目前作出了将白卡纸业务作为主要的发展方向的发展策略，后期扩张计划明确。其在白卡纸业务上的扩产进程与华泰股份当年在新闻纸业务上的扩张十分相似。因此，我们将两家公司在业务扩张的各个方面进行一系列比较，最终得出了公司目前在白卡纸业务上的扩张既符合行业发展趋势，同时也是公司目前最佳的发展模式的结论。

图表 1: 两家公司扩张之路重要因素对比

	华泰股份 02 - 07年	博汇纸业 现在
扩张时间		
宏观环境对比	中国经济正处于一个高速发展期，GDP增速年均达到了11.23%，而宏观经济的高速发展也促进了纸品消费量的快速增长	目前，经过前期的全球经济危机后，中国经济处于平稳复苏的阶段，GDP增速将稳定在9%左右，与03-07年那个时期比较，GDP增速有所下滑
子行业生命周期对比	02年-07年我国新闻纸市场处于快速发展时期（成长期），我国报纸的印刷量连年增长，促使我国新闻纸需求的年均增速保持两位数的增长（年均13.57%的增长）	目前，白卡纸（涂布白板纸）正处于成长期，国内仍存在供给缺口，其需求增速仍保持在较好水平（08、09年是受全球经济危机影响导致增速偏缓，后期有望明显恢复），而白卡纸因其下游行业一直保持较快发展，目前其需求增速保持在每年12-15%左右的较高水平
行业集中度对比	02年，我国新闻纸行业正处于行业供不应求，集中度较分散的时期	由于其生产的技术及原材料要求高，设备前期投入较大，因此建设生产的均为大型企业，且目前生产厂家数量有限，因此该子行业的集中度从一开始就处于较高的水平。但从涂布白板纸整个大行业来看，目前白卡纸厂家的产能所占比例还是较小，仅占35%左右
行业供需状况对比	02-05年我国新闻纸处于供不应求的态势，06年始供需状况开始逆转	市场目前仍处于供给偏紧的态势，部分高端产品仍需要依靠进口来满足
扩张后行业情况对比	公司目前的经营困境更多来自于新闻纸子行业的原因。因此从整体上来看，我们认为华泰前期的扩张之路是成功的，而目前面临的困境更多的原因应在于新闻纸行业自身发展趋势的变化，而不能全部归咎于公司的扩张能力和管理。	白卡纸主要用途是为众多产品做外包装。而我国包装行业目前正处于高速发展的成长期阶段，根据包装联合会的预计，未来我国包装行业将仍然以明显高于GDP增速的速度快速增长。我们认为，后期我国包装行业将保持10-15%的增速。我们认为，博汇在白卡纸业务上的扩张将不会遭遇类似华泰新闻纸行业发展趋势转变的问题，其后期的扩张将被市场规模的快速增长所消化
公司策略对比		
扩张途径对比	新建产能	新建产能
原材料策略对比	主要依靠进口废纸，辅以部分国产废纸	自给为主，外购为辅
销售策略对比	国内市场为直接销售，向省级以上的报社投标；出口为代理商模式	烟卡采取直接对终端用户（烟标印刷企业）销售的策略；社卡采取代理商和经销商的营销策略
执行力对比	新闻纸市场份额逐年提升和产品毛利率处于行业较高水平已证明公司执行力	公司技术、资金和销售渠道等方面的完备，为后期扩张奠定了较好的基础
结论	公司目前占据了国内30%的市场份额，成为国内最大的新闻纸厂商	公司目前的扩张符合行业发展的趋势，行业现今的发展情况也为公司的扩张提供了良好的外部环境，而公司自身也具备了快速发展的能力，因此，我们认为公司此次的扩张具备了成功的多项基本因素

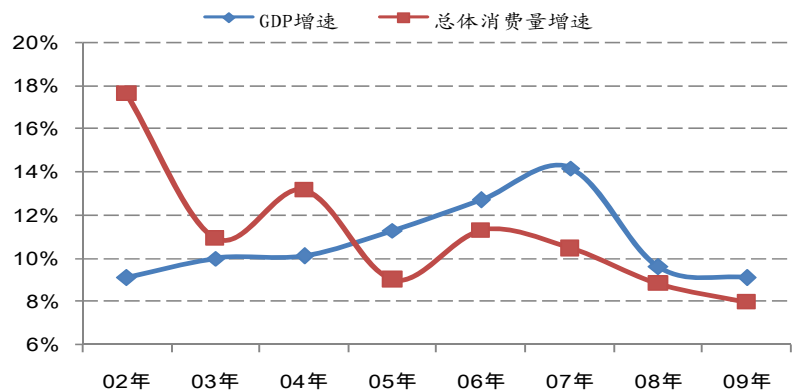
来源：齐鲁证券研究所

外部环境对比

宏观经济发展周期对比

- 03-07年，正是华泰股份在新闻纸产品上大幅扩张的时期，其新闻纸产能从最初的16万吨陆续扩张到目前的120万吨产能，市场占有率达到了30%左右，成为国内最大的新闻纸生产商。
- 这段时期，中国经济正处于一个高速发展期，GDP增速年均达到了11.23%，而宏观经济的高速发展也促进了纸品消费量的快速增长，进而使得华泰股份在产能大幅扩张的时候，面对着情况良好的消费市场，产能的扩张较为顺利地转化为利润的增长。

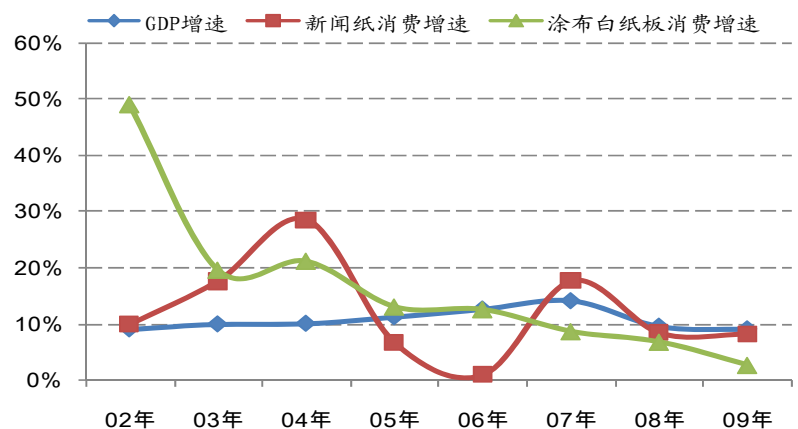
图表2: GDP和纸品总销量历年增速情况



来源：齐鲁证券研究所

- 目前，经过前期的全球经济危机后，中国经济处于平稳复苏的阶段，GDP增速将稳定在9%左右，与03-07年那个时期比较，GDP增速有所下滑。GDP增速的下滑，将导致国内纸品消费量的增速也较那个时期回落。
- 此时博汇在白卡纸上的扩张，从宏观经济背景的角度来看，其外部经济环境要弱于华泰当时扩张所面对的外部经济环境。

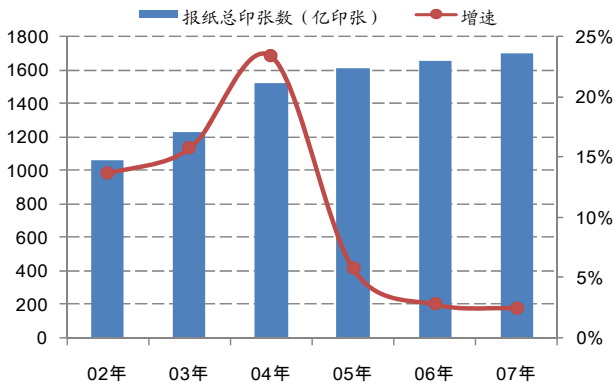
图表3: GDP和新闻纸、涂布白板纸消费量历年增速情况



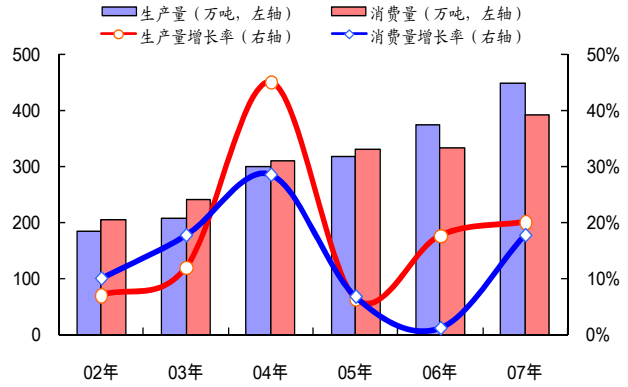
来源：齐鲁证券研究所

行业发展周期对比

- 02年-05年我国新闻纸市场处于成长期的末期,我国报纸的印刷量连年增长,促使我国新闻纸需求的年均增速保持两位数的增长(年均13.57%的增长),我国新闻纸行业从06年始开始步入成熟期。

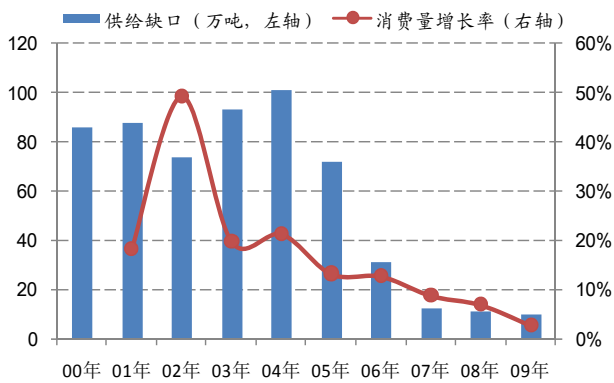
图表4: 我国报纸历年印量


来源: 齐鲁证券研究所

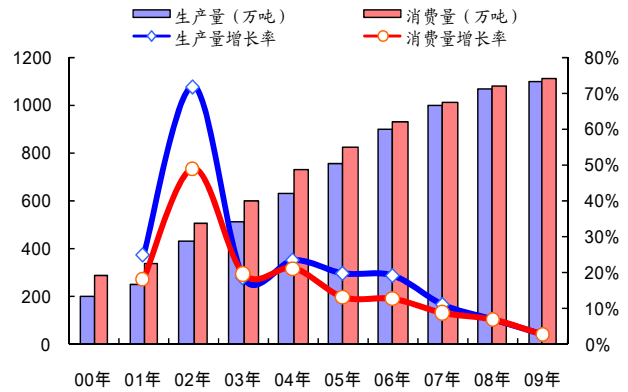
图表5: 新闻纸历年产量、消费量情况


来源: 齐鲁证券研究所

- 目前,白卡纸(涂布白纸板)正处于成长期,国内仍存在供给缺口,其需求增速仍保持在较好水平(08、09年是受全球经济危机影响导致增速偏缓,后期有望明显恢复),而白卡纸因其下游行业一直保持较快发展,目前其需求增速保持在每年12-15%左右的较高水平。

图表6: 我国涂布白纸板历年供需缺口情况


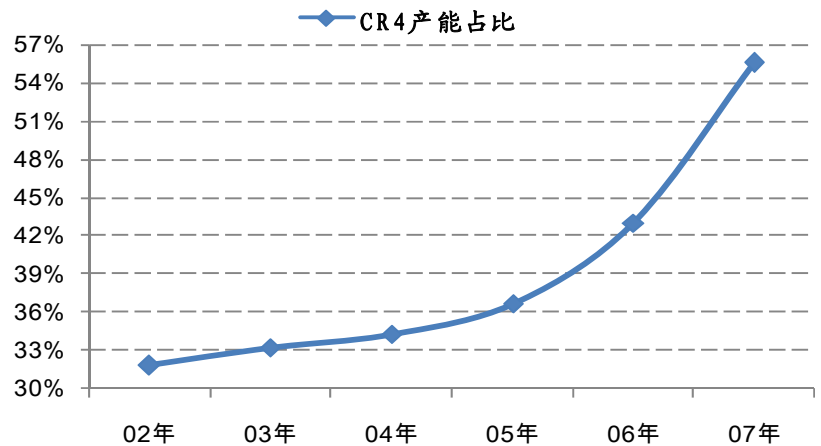
来源: 齐鲁证券研究所

图表7: 涂布白纸板产量和消费量历年情况


来源: 齐鲁证券研究所

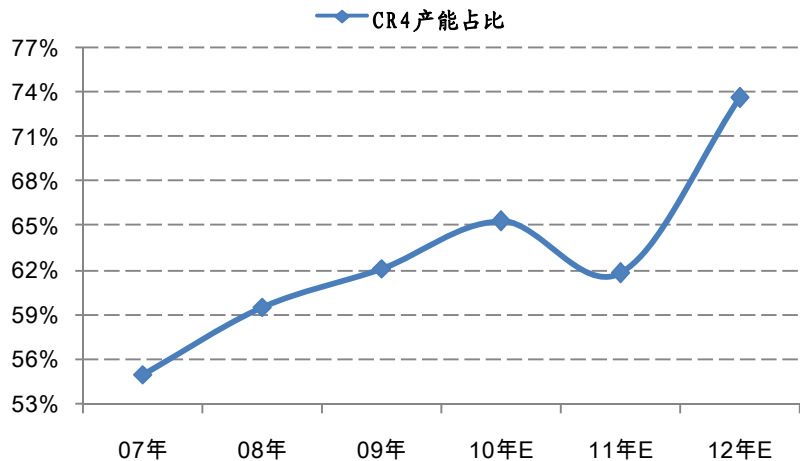
行业集中度对比

- 02年,我国新闻纸行业正处于行业供不应求,集中度较分散的时期,华泰此时的扩张,较为容易地扩大了自身的市场份额,既促使了行业集中度进一步向自身集中,同时也使得行业整体的利润向自身转移。由于华泰及其他公司的大幅扩张,我国新闻纸行业CR4产能占比从02年的31.82%迅速提升至07年的55.56%,同时行业也正式地步入了成熟期。

图表 8: 新闻纸集中度情况


来源: 齐鲁证券研究所

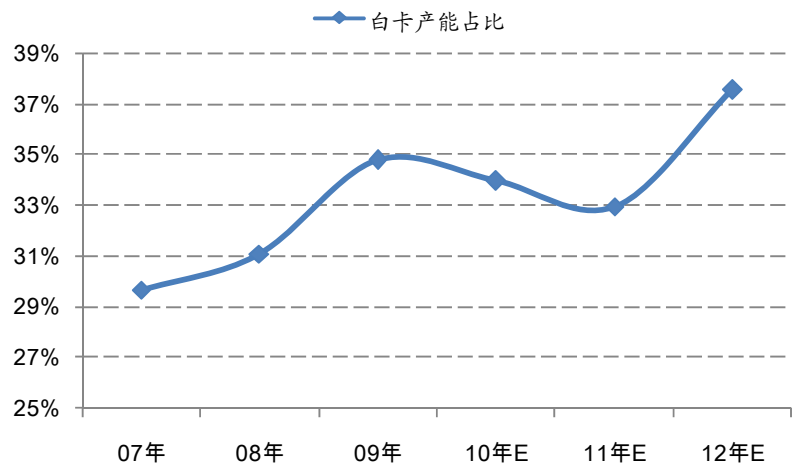
- 白卡纸, 由于其生产的技术及原材料要求高, 设备前期投入较大, 因此建设生产的均为大型企业, 且目前生产厂家数量有限, 因此该子行业的集中度从一开始就处于较高的水平。

图表 9: 白卡纸集中度情况


来源: 齐鲁证券研究所

- 但从涂布白板纸整个大行业来看, 目前白卡纸厂家的产能所占比例还是较小, 仅占 35%左右, 随着博汇等白卡大厂商的产能扩张, 后期其占比将有所提升, 提升空间仍然较大。

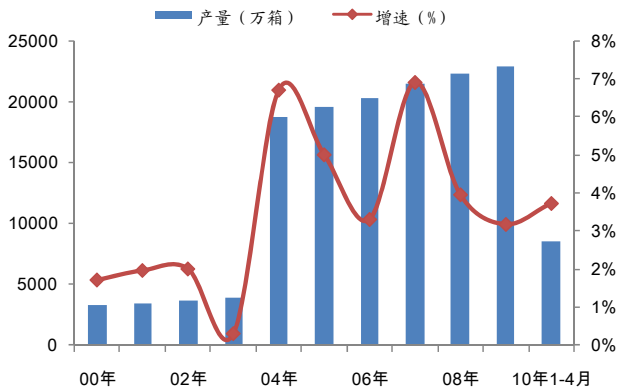
图表 10: 涂布白纸板中白卡纸产能占比



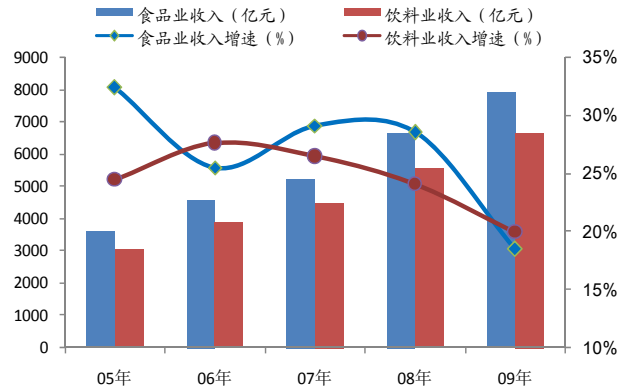
来源: 齐鲁证券研究所

行业供需状况对比

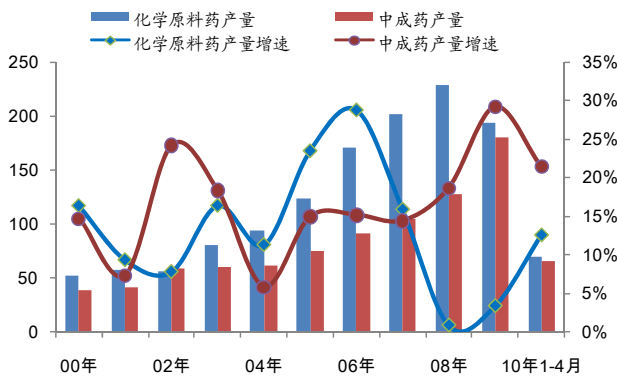
- 我们前面已谈到, 02 - 05 年我国新闻纸处于供不应求的态势, 而在 06 年, 由于华泰和其他企业的大幅扩产, 我国新闻纸供需状况出现反转, 从供不应求转变成供过于求。而我们仔细分析, 其实 06 年造成新闻纸供过于求的主要原因除了供给增长较快之外, 需求增速明显下滑也是主要原因之一, 06 年我国新闻纸需求增速迅速从 04 年的 28.52% 下滑至 1%, 其主要原因是因前期增长过快, 政府于 05 年始对报纸种类及发行量进行了控制, 直接导致需求增速的下滑。
- 对于白卡纸来说, 其市场目前仍处于供给偏紧的态势, 部分高端产品仍需要依靠进口来满足。
- 在我们之前的行业深度报告《行业集中度加速提高 龙头公司明显受益》中较为详细地分析了白卡纸的供需状况, 白卡纸目前产能在 350 万吨左右, 2010 年的新增产能为博汇纸业的 35 万吨项目投产; 2011 年的新增产能为华金集团的 24 万吨项目; 2012 年, 太阳的 40 万吨新项目的产能和博汇 75 万吨项目中的一条生产线将释放部分产能, 我们预计新增产能大概在 50 - 60 万吨左右。2010 - 2011 年, 白卡纸产能增速平稳。我们预计涂布白纸板 2010 - 2012 年的消费量分别为 1240、1350 和 1465 万吨, 同比分别增长 11.71%, 8.87% 和 8.52%。而其中白卡纸则由于消费升级等因素, 白卡纸消费有望明显替代涂布白板纸消费, 其消费量增速有望较涂布白板纸整体增速更高, 近三年增速均有望达到 12 - 15%。根据供需状况的判断, 白卡纸需求增速超过供给增速, 至明年整体上白卡纸仍然能保持较好的盈利能力, 而 2012 年新增产能对市场的冲击有望低于我们的预期。

图表 11: 我国历年烟草生产量及增速


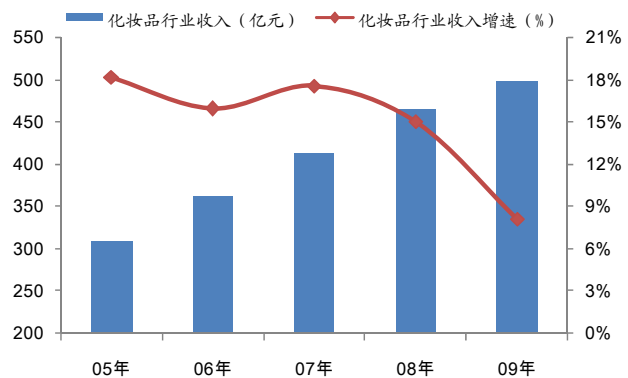
来源: 齐鲁证券研究所

图表 12: 我国食品、饮料行业历年收入情况


来源: 齐鲁证券研究所

图表 13: 我国医药行业历年产量增长情况


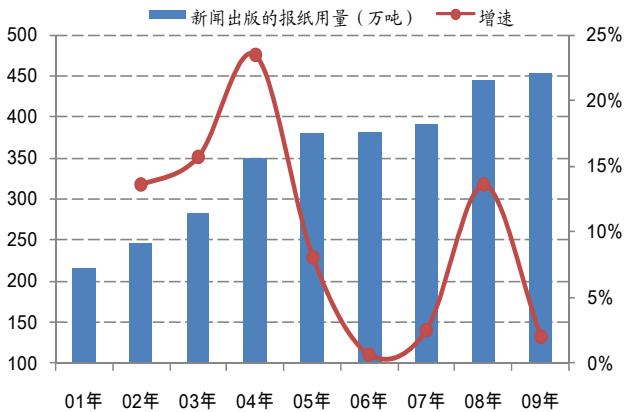
来源: 齐鲁证券研究所

图表 14: 我国化妆品行业历年收入增长情况


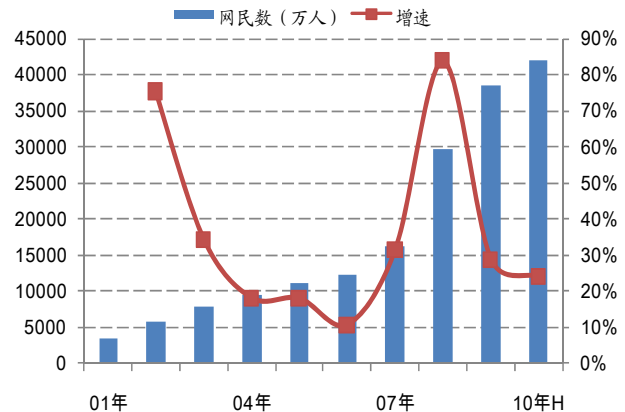
来源: 齐鲁证券研究所

扩产后行业情况对比

- 06 年华泰新闻纸最后一次扩产后至今, 公司新闻纸业务面临一定的困境, 盈利能力每况愈下。
- 我们认为目前国内新闻纸市场低迷的状况, 其主要原因一方面是当时产能集中释放, 导致供需状况明显转变; 而更主要原因在于国内需求增速的明显下降, 至今无法消化集中释放的产能。
- 而需求增速明显下降的原因是: 政府对报纸发行量的控制和网络普及对纸质媒体的强劲冲击所致。

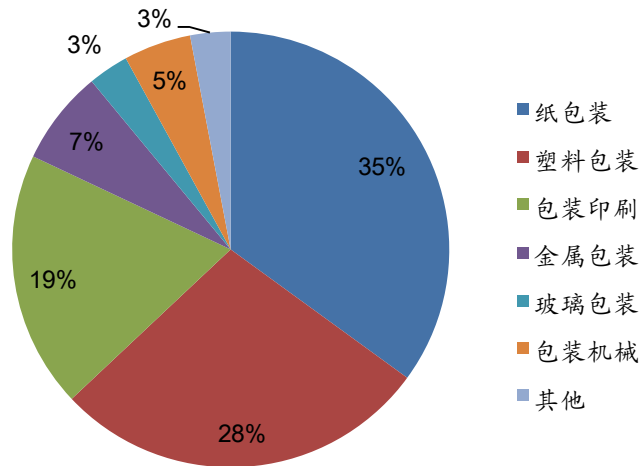
图表 15: 我国历年报纸用量情况


来源: 齐鲁证券研究所

图表 16: 我国历年网民数量增长情况


来源: 齐鲁证券研究所

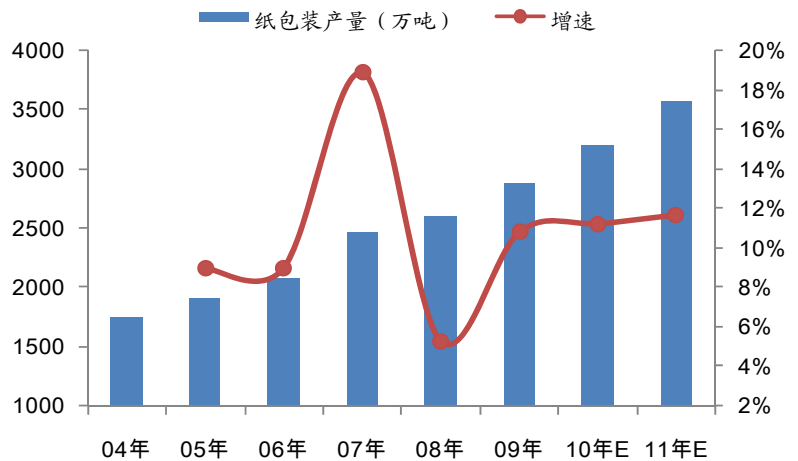
- 而从博汇的扩张产品白卡纸来看, 其主要用途是为众多产品做外包装。而我国包装行业目前正处于高速发展的成长期阶段, 改革开放 30 多年来, 我国包装产业总产值以年均递增 18% 以上的速度持续快速发展, 全国包装工业总产值从 1980 年的 72 亿元增长至 2008 年的 6270 亿元, 在我国国民经济 42 个主要行业中, 包装产业从 80 年代初期第 41 位跃升到目前的第 14 位。

图表 17: 我国包装行业分类占比


来源: 齐鲁证券研究所

- 与发达国家相比, 中国包装消费人均很低。美国每年人均用于包装的费用为 311 美元, 日本 460 美元, 欧洲 385 美元, 而我国大约在 12 美元左右, 仅为发达国家的 3%-4%。随着中国经济的持续稳定增长、城市现代化进程的加快和人民生产水平的继续提高, 包装产业在中国有一个巨大的潜在市场。根据包装联合会的预计, 未来我国包装行业将仍然以明显高于 GDP 增速的速度快速增长。我们认为, 后期我国包装行业将保持 10-15% 的增速。

图表 18: 我国历年纸包装产量情况



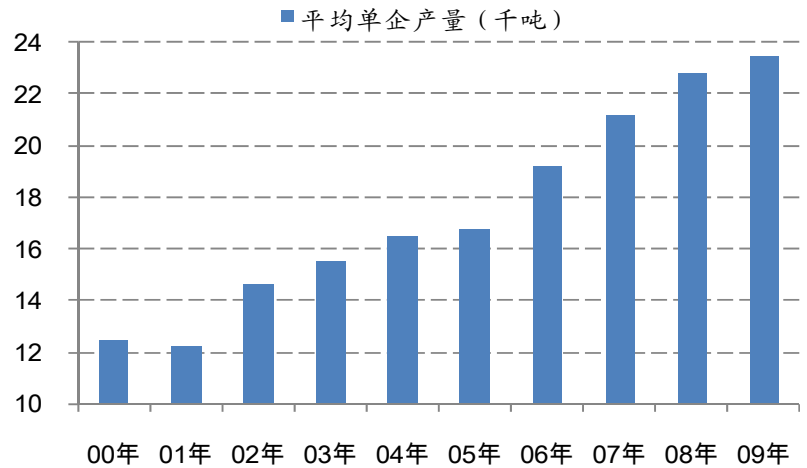
来源: 齐鲁证券研究所

- 而在包装行业中，纸包装占比达到了近 40%，是包装行业中的主力军。而纸包装的环保性使得其成为后期国家大力支持的绿色环保行业，我们认为纸包装子行业的增速有望超过包装行业的整体增速。
- 下游纸包装行业的快速发展必然带来包装用纸需求的快速增长，作为包装用纸中的高档产品，白卡纸同时还将享受消费升级所带来的市场规模的扩张。因此我们认为，博汇在白卡纸业务上的扩张将不会遭遇类似华泰新闻纸行业发展趋势转变的问题，其后期的扩张将被市场规模的快速增长所消化。

公司策略对比

公司扩张途径对比

- 华泰和博汇在扩张途径上均不约而同地选择了新建产能，而不是对外收购，其中既有造纸行业大背景的原因，也有公司产品子行业的特性的原因。
- 依照我国造纸行业的大背景，从时间、成本以及外部环境等各方面因素来看，收购并不比新建产能更占优势，而规模以上企业的单企产能的低下，更使得绝大多数企业对于龙头企业来说不存在并购的价值。

图表 19: 我国规模以上企业平均单企产量情况


来源: 齐鲁证券研究所

- 对华泰而言, 由于当时我国新闻纸行业的集中度较低, 且绝大多数企业的设备陈旧, 制造成本较高, 如果华泰当时选择了并购扩张的途径, 其并购后的产品较其他企业并不占据任何优势。
- 而当其选择了新建产能, 进口先进设备的扩张道路时, 其产品在品质, 原材料成本及制造成本等各方面均处于行业先进水平, 进而促使其产品在较长的时间内保持了业内最高的毛利率, 体现出很强的竞争力, 更为公司带来了近 30% 左右的市场份额。
- 而博汇选择新建产能的扩张途径, 其更多的原因在于白卡纸子行业的目前特殊的市场情况。生产技术要求较高且生产设备昂贵, 构成了白卡纸较高的进入壁垒, 将众多小纸厂拒之门外, 目前生产白卡纸的厂商均为较有实力的大企业。对于博汇来说, 目前尚无实力去并购其他白卡纸生产商, 新建产能是其目前扩张可选的唯一途径。

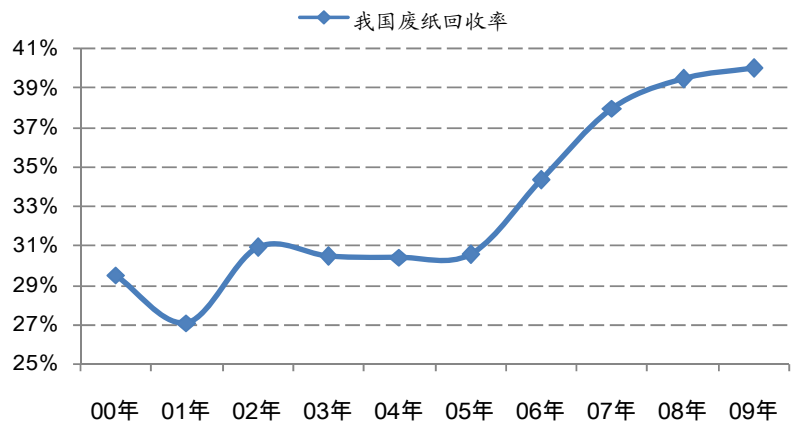
图表 20: 白卡纸主要厂商情况

厂商名称	2010 年产能 (万吨/年)	市场占有率	占涂布白板纸总 量比例
宁波中华纸业	85	22%	8%
太阳纸业	85	22%	8%
博汇纸业	60	16%	5%
晨鸣纸业	40	10%	4%
美利纸业	30	8%	3%
红塔仁恒纸业	30	8%	3%
新乡新亚纸业	20	5%	2%
亚太森博纸业	17	4%	2%
河南兆丰纸业	10	3%	1%
金奉源纸业	9	2%	1%
合计	386	100%	35%

来源: 齐鲁证券研究所

公司原材料策略对比

- 由于各自产品的不同，华泰和博汇采取了不同的原材料策略。我们认为，原材料策略的不同导致了两家公司扩张后将在生产成本上面临不同的境遇。
- 新闻纸的原材料主要是废纸（废报纸），再配以极少量的木浆，因此废纸价格的高低是决定新闻纸生产成本最主要的因素。从扩产至今，华泰的原材料策略采取的是主要依靠进口废纸，辅以部分国产废纸。华泰采取该策略的主要原因是因为我国废纸回收率过低，不得不主要依靠进口来满足自身的需求。而进口废纸价格的逐步上涨，该策略使得华泰面临着原材料成本日益上涨的压力。

图表 21：我国历年废纸回收率


来源：齐鲁证券研究所

- 而博汇则不同，其扩产产品白卡纸的主要原材料是木浆，其中分为化机浆和化学浆两种。公司采取了以自给为主，外购为辅的原材料策略，目前公司拥有两条化机浆生产线（设计产能 20 万吨，实际产能 40 万吨），一条化学浆线（产能 9.8 万吨），木浆自给率达到了 75%左右。公司较高的木浆自给率在很大程度上抵御了木浆价格上涨所造成的原材料成本的压力，保持了产品较高的盈利水平。
- 后期公司准备新建的 75 万吨白卡新项目，公司已准备为其配备一条化机浆线（设计产能 9.8 万吨，预计实际产能为 20 万吨），我们预计公司后期仍将继续建设新浆线以满足新项目对木浆的需求。
- 公司木浆生产所需的木片（杨木片和桉木片）均在国内采购，其中杨木片于本地采购，而桉木片则于湛江采购。公司采购木片的价格波动幅度远小于木浆市场价格波动的幅度，使得公司自制木浆的成本相对稳定，同时在绝大多数的情况下，也明显低于木浆的市场价格，降低了公司的生产成本。

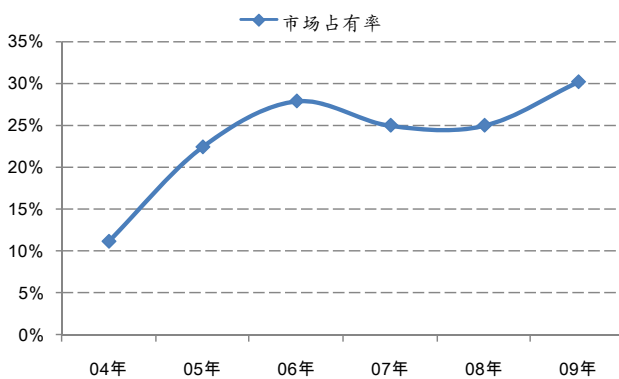
销售策略对比

- 华泰新闻纸的销售策略分为国内与出口两块。在国内市场，由于新闻纸终端用户集中于报社，因此公司采取直接对报社直接销售的营销策略，公司的销售模式为投标模式，主要是向省级以上的报社投标，目前各标的期限均为1年期，公司的销售主要分布在北京市、广东省及东三省这三大城市及地区；出口方面，公司的销售模式为代理商模式，公司并不与国外客户直接接触，完全靠代理商进行国外市场开拓，但目前出口占比很小，可以忽略不计。
- 博汇白卡纸这块的销售策略，烟卡和社卡有所不同。烟卡方面，公司采取直接对终端用户（烟标印刷企业）销售的策略，剔除中间环节以获得长期稳定的客户和较好的销售价格；社卡方面，由于社卡的终端用户非常广泛，公司采取代理商和经销商的营销策略，充分利用代理商和经销商的力量进行市场拓展。
- 两家公司根据自身产品不同的客户情况而分别采取了不同的策略，应该说华泰和博汇的销售策略均为合理可行的营销方案，其方案的执行力成为策略能否成功的重要因素。

公司执行力对比

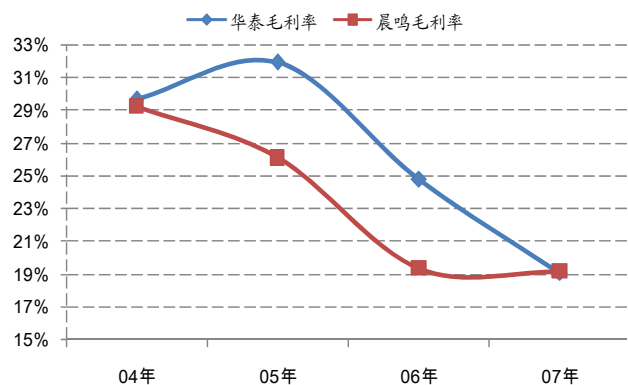
- 华泰的执行力可从其扩张时期新闻纸市场份额逐年提升和产品毛利率处于行业较高水平、公司新闻纸业务毛利逐年增长等方面得到印证。

图表 22: 华泰历年市场占有率情况

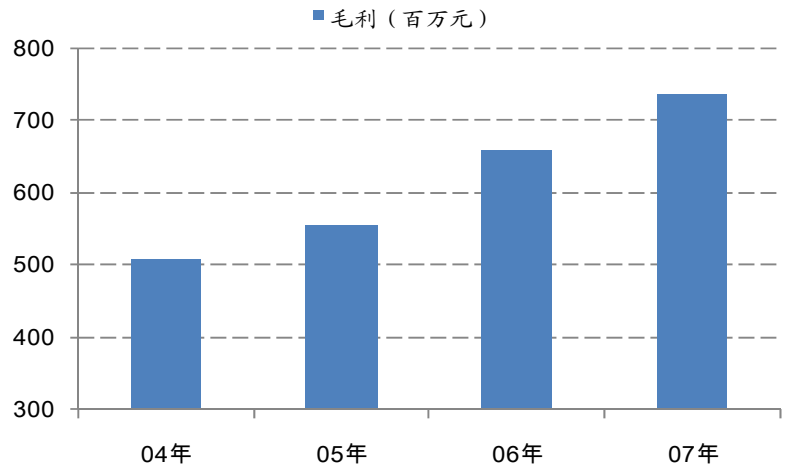


来源：齐鲁证券研究所

图表 23: 华泰、晨鸣新闻纸毛利率对比



来源：齐鲁证券研究所

图表 24：华泰扩张期新闻纸毛利增长情况


来源：齐鲁证券研究所

- 而从博汇来说，白卡纸的涂布技术是其主要的技术壁垒之一，其第一条白卡纸生产线的成功投产，意味着公司在造纸技术层面实现了跨越式的发展，一举突破的技术壁垒，为公司后期白卡纸业务的扩张奠定了良好的基础。
- 技术方面，今年 35 万吨白卡纸的新生产线采用的是国际最先进的技术和机器，其成功投产意味着公司已成功驾驭了目前最先进的技术，因此我们认为公司后期 75 万吨新项目在生产技术方面不会存在太多的问题。
- 资金方面，公司前期公告中表示该项目的资金全部来自自筹和贷款，我们通过调研得到的最新情况，目前已有多家银行组成银团与公司进行了初步的洽谈。我们认为在资金方面亦将不会存在大问题。
- 在销售渠道方面，从第一条白卡生产线投产至今，公司已建立起较为完备的销售渠道。在烟卡方面，与全国最大的烟标印刷企业均建立了良好的业务关系，为后期烟卡销量的扩大奠定了良好的基础；社卡方面，代理商与经销商体系的建立使得公司的销售渠道保持了较为良好的运转。在 75 万吨项目陆续投产后，公司只需加大渠道的销售力量，而不用建设渠道。
- 公司现有的销售渠道是否能承受 75 万吨的产能扩张所带来的销售压力，成为目前最关键的问题。关于这个问题，我们的观点是：首先，公司 75 万吨项目将分为两条生产线建设，两条生产线的投产时间错开，尽可能地减少对市场的冲击；其次，白卡纸市场近几年均将处于高速发展的阶段，其需求增速有望保持 12-15% 左右的增长，需求的快速增长有望在较短时间内消化公司的新建产能(短时间内可能对市场有所影响)；最后，在白卡纸这个技术含量较高的纸种中，先发优势在企业竞争中将得到充分的体现，因此现有的销售渠道将成为该行业领先者较大的竞争优势。

对比后的结论

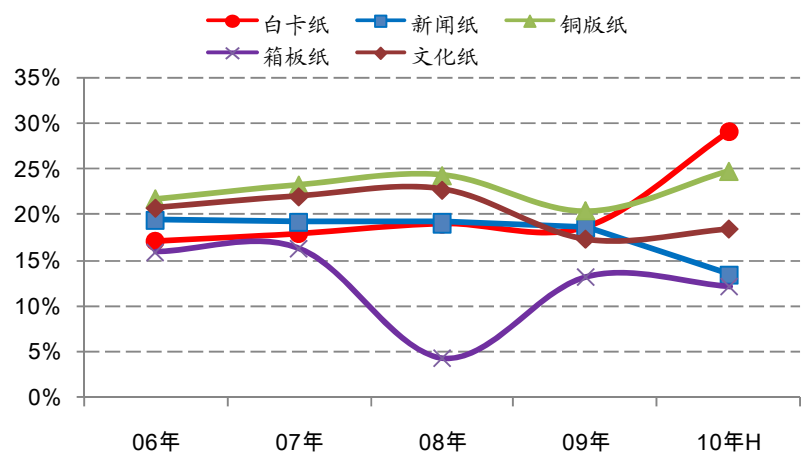
- 华泰方面，我们可以从华泰近几年的业绩中可以看到，由于目前新闻纸行业的不景气，公司目前在经营方面面临着一定的困难，其新闻纸业务的盈利能力每况愈下，公司业绩也不尽如人意。而这是否代表着公司当年的扩张失败呢，我们并不这么认为，公司当年的扩张使得公司目前占据了国内 30% 的市场份额，成为国内最大的新闻纸厂商，同时公司的产品也逐步走向国门，开始占据国外市场，扭转了我国新闻纸原先部分依靠进口满足国内需求的态势。
- 因此从整体上来看，我们认为华泰前期的扩张之路是成功的，而目前面临的困境更多的原因应在于新闻纸行业自身发展趋势的变化，而不能全部归咎于公司的扩张能力和管理。
- 在经过多方面对比后，我们认为博汇目前的扩张符合行业发展的趋势，目前行业的发展情况也为公司的扩张提供了良好的外部环境，而公司自身也具备了快速发展的能力，因此，我们认为公司此次的扩张具备了成功的多项基本因素，看好公司后期的发展。

独领风骚的白卡纸

白卡纸是大宗纸品中最赚钱的品种

- 前面我们已经分析了白卡纸的供需情况，目前其为五大纸品（新闻纸、铜版纸、箱板纸、文化纸和涂布白板纸）中最赚钱的品种。各子行业市场情况分析详见我们 8 月 4 日发布的行业深度报告《造纸行业深度报告：行业集中度加速提高 龙头公司明显受益》。
- 我们可以从行业风向标——晨鸣纸业（产品最齐全）中报中对比各纸品的毛利率情况，从中就可看出白卡纸盈利水平的独领风骚。

图表 25：晨鸣各纸品历年毛利率情况

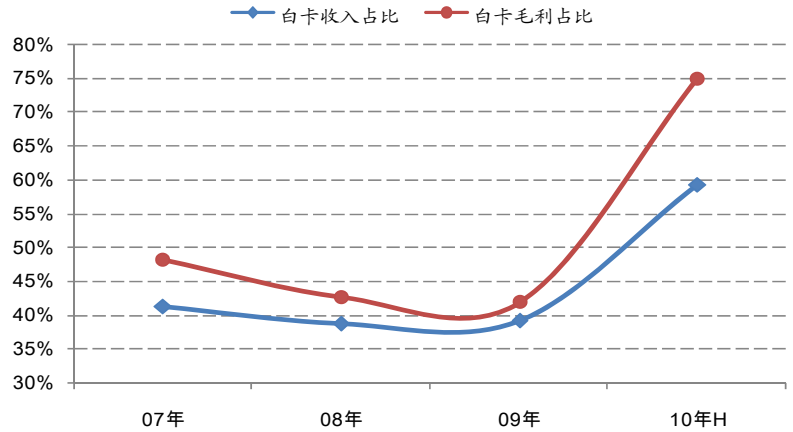


来源：齐鲁证券研究所

白卡纸成为博汇最主要的利润来源

- 白卡纸目前已经是博汇最主要的利润来源，上半年白卡纸占博汇总营收的比重为 59.23%，毛利中的占比更是达到了 74.86%。后期随着博汇 35 万吨新投产项目产能的全部释放，以及 75 万吨新建项目的投产，其占比将进一步大幅提升。

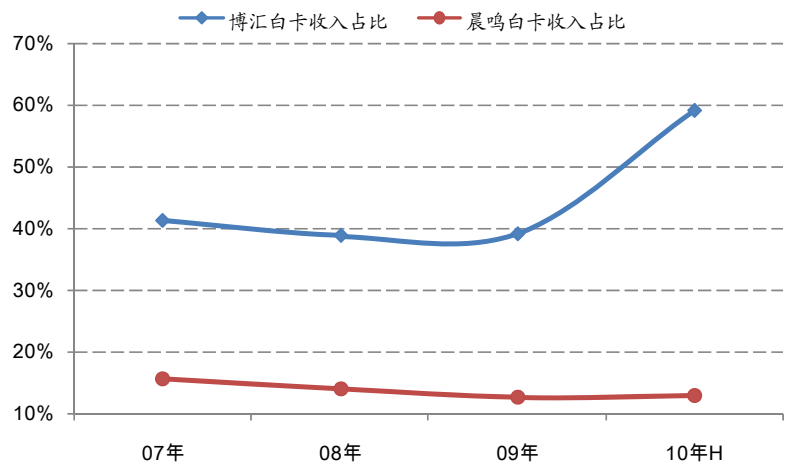
图表 26: 博汇白卡纸收入及毛利占比情况



来源: 齐鲁证券研究所

- 在上市公司中，博汇纸业是现在及未来白卡纸营收占比最大的公司，上半年博汇白卡纸占总营收的比重为 59.23%，其他公司中晨鸣纸业及太阳纸业都在 20%以下，而且，随着公司新项目的实施，白卡纸营收占比预计将由 2009 年的 39.22%提高到 2012 年的 67.92%。公司将成为白卡纸高景气度的最大受益者。

图表 27: 博汇、晨鸣白卡收入占比比较



来源: 齐鲁证券研究所

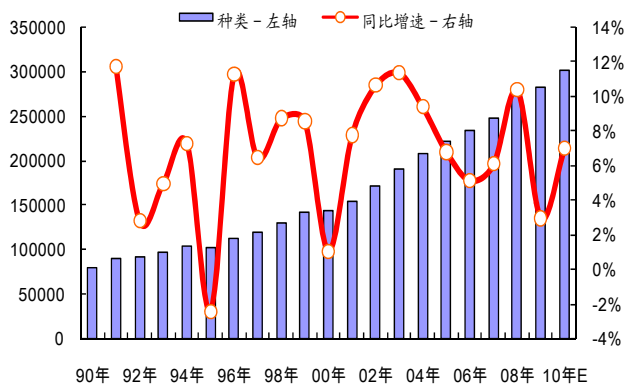
公司其他业务分析

- 据我们调研了解到的情况，公司目前将白卡纸业务作为首要发展方向，在可预见的两三年内公司将不会对其他纸种实施扩张计划。

文化纸业务

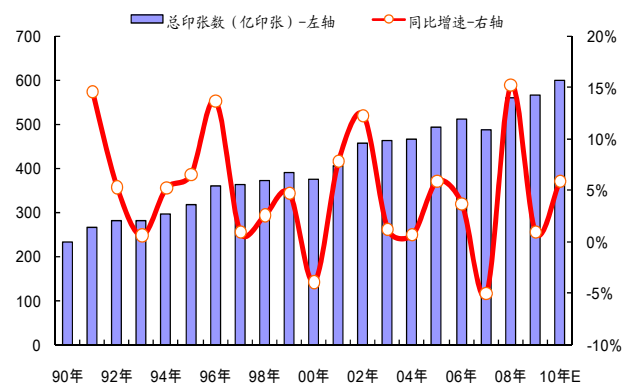
- 我们在前期的行业深度报告《造纸行业深度报告：行业集中度加速提高龙头公司明显受益》中曾较为详细地分析了文化纸的市场情况。
- 供给方面：文化纸产能投放分散，我们估计在 2010 年文化纸将有 100 - 200 万吨的产能集中投放，与行业容量相比约增加 10% 以上，超过需求 8% 的增速，但工信部前不久刚公布了 18 个行业今年淘汰落后产能的具体目标，其中确定造纸行业将淘汰 432 万吨，我们预计其中大部分将为低档文化纸产能，将明显提升文化纸的集中度。由此来看，今年文化纸落后产能的淘汰量将冲抵新增产能，其市场情况有望趋好。
- 需求方面：从我国图书历年的出版情况中，我们可以看到近年我国每年图书出版的种类均保持着在 5% 左右的增长速度，08 年，图书的出版种类已达到了 27.4 万种，同比增长 10.41%；总印张数达到了 561.13 亿印张，同比增长 15.34%，整体增速较快，但由于新闻出版总署明确表示将控制图书出版种类，其后期增长速度将明显下降，同时，结合新闻出版业“十一五”发展规划目标（到 2010 年末，我国图书出版总量将达到 70 亿册，人均年消费图书将达到 5.3 册），我们预计 2009 年和 2010 年的增速分别为 3% 和 7% 左右，后期可能维持在 3 - 5% 左右的增长速度。

图表 28：我国图书出版种类增长情况 单位：种



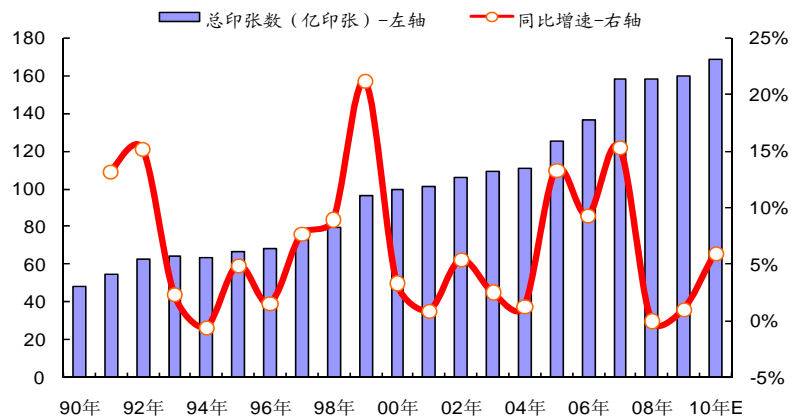
来源：齐鲁证券研究所

图表 29：我国图书出版总印张增长情况



来源：齐鲁证券研究所

- 我国期刊总印张自 98 至 08 年十年间，年均增长 9.78%。08 年则由于上一年 15.33% 的超速增长而停滞，我们预计 09 年因经济危机的原因，其增速依然较低，但 2010 年有望恢复到 6% 左右的增长，后期将随经济增长而保持较为平稳的增长。

图表 30: 我国历年期刊总印量情况


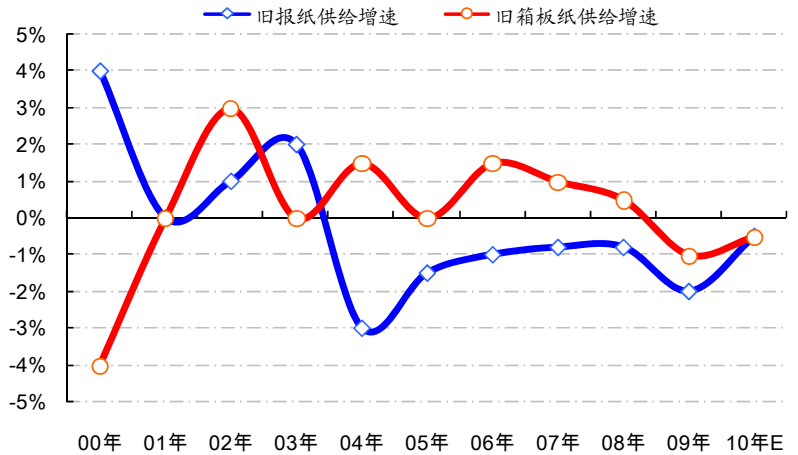
来源: 齐鲁证券研究所

- 根据实际情况, 我们预计文化纸 2010 - 2012 年的消费量分别为 1590、1700 和 1820 万吨, 同比分别增长 7.82%, 6.69%和 5.69%。
- 综合来看, 文化纸下半年供给方面由于淘汰产能冲抵新增产能, 新增供给有限, 而需求则保持平稳增长, 我们认为后期文化纸市场情况将保持平稳增长, 其盈利能力将保持稳定态势。
- 公司目前拥有文化纸产能 25 万吨, 公司上半年销量仅为 9.5 万吨, 明显低于预期, 主要原因是公司产品结构进行了调整, 从原先的低档书写纸转为轻型文化纸, 其中试车, 技改影响了产销量及毛利率, 下半年产销量和毛利率有望恢复正常。
- 成本方面, 由于公司生产技术的改变, 原料配比也相应的出现了变化, 减少了混和浆的用量, 稍稍增加了自制化机浆的用量, 整体成本大致稳定。上半年公司文化纸毛利率低于预期, 主要原因是原材料中外购针叶浆的价格大幅上涨, 以及产品结构调整所致。公司预计全年文化纸的毛利率将达到 15% 左右, 同时四季度由于春季教材开始印刷, 文化纸的销量将明显上升, 全年销量有望达到 20 万吨左右。
- 目前公司文化纸的含税销售价为 5500 - 5800 元/吨, 毛利率为 14% 不到, 后期随着前期高价原材料库存的消耗完毕, 毛利率有望出现回升, 全年有望达到 15% 左右。

石膏护面纸业务和箱板纸业务

- 公司目前石膏护面纸和箱板纸产能分别为 15 万吨和 18 万吨, 其原材料均主要为废纸。上半年公司石膏护面纸的销量为 6.5 万吨, 全年有望达到 13 万吨左右; 箱板纸全年销量有望保持在 17 万吨。
- 原材料方面, 公司主要采用美废, 直接从国外进口, 周期为 2-3 个月左右。由于上半年美废价格的上涨幅度过大, 公司产品的盈利能力受到了较大影响。

- 由于网络替代，单位 GDP 用纸量的下滑，主要废纸供给国家近年国内纸品消费增速缓慢甚至出现一定程度的下降，因此我们认为，未来全球废纸供给量有限。

图表 31：美国废纸历年供给情况


来源：齐鲁证券研究所

- 整体来看，全球废纸供给后期增幅有限，而我国未来需求增速依旧将保持高增长，在此情况下，我们认为，后期废纸价格将维持在高位，公司两种产品后期盈利能力大幅提升的可能性较小，将维持目前的盈利水平
- 目前，公司石膏护面纸的毛利率为 10% 左右，而箱板纸的毛利率则为 9% 左右。

业绩预测、估值及投资建议

业绩预测

- 我们预计公司 2010、2011 和 2012 年的营业收入分别为 45.82、55.17 和 71.85 亿元，对应各年的每股收益分别为 0.51、0.63 和 0.74 元。

图表 32: 分产品预测表

主要产品销售假设	2010E	2011E	2012E
白卡销量 (万吨)	44.00	55.00	80.00
销售价格 (不含税, 元/吨)	5900.00	6100.00	6100.00
吨成本 (元/吨)	4639.00	4809.50	4904.40
吨毛利 (元/吨)	1261.00	1290.50	1195.60
毛利率	21.37%	21.16%	19.60%
文化纸销量 (万吨)	21.00	24.00	25.00
销售价格 (不含税, 元/吨)	4870	4970	5160
吨成本 (元/吨)	4127.00	4207.50	4328.00
吨毛利 (元/吨)	743.00	762.50	832.00
毛利率	15.26%	15.34%	16.12%
石膏护面纸销量 (万吨)	13.00	13.00	14.00
销售价格 (不含税, 元/吨)	3100.00	3150.00	3250.00
毛利率	11.00%	12.00%	13.00%
箱板纸销量 (万吨)	17.50	17.50	17.50
销售价格 (不含税, 元/吨)	3200.00	3200.00	3200.00
毛利率	8.00%	9.00%	9.00%

来源: 齐鲁证券研究所

绝对估值

- 我们采取 DCF 估值, 主要假设前提为:

假定市场无风险利率为 3.8%, 风险溢价为 6.8%, 据此测算 WACC = 10.19%, 假定公司 $\beta = 1.4$, 永续增长率 TV = 1%。

- DCF 结果显示, 公司合理估值为 10.90 元。

图表 33: DCF 估值结果

每股价值	10.90			TV增长率	1.0%							
隐含 P/E	21.45			WACC	10.19%							
企业值	8,123.62			债务	2,401.23							
股票价值	5,497.90			投资	455.95							
				少数股东权益	224.49							
会计年度截止日: 12/31	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	TV	合计
FCFF	213.03	-1,431.12	-806.01	842.13	1,149.48	1,042.62	1,048.97	1,128.61	1,265.48	1,281.01	14,071.51	19,805.71
PV(FCFF)	193.32	-1,178.57	-602.37	571.13	707.46	582.32	531.67	519.11	528.22	485.23	5,330.13	7,667.67

来源: 齐鲁证券研究所

相对估值

- 目前, 造纸行业重点公司 2010 年的平均 PE 估值为 27 倍, 我们认为可以给予公司 2010 年 18 - 22 倍 PE, 据此计算出公司的合理价格区间为 9.18 - 11.22 元。

图表 34：行业重点公司估值表

	每股收益			收盘价	市盈率			评级
	09A	10E	11E		09A	10E	11E	
博汇纸业	0.40	0.51	0.63	8.24	20.60	16.16	13.08	增持
太阳纸业	0.48	0.72	0.87	12.75	26.56	17.71	14.66	增持
晨鸣纸业	0.41	0.52	0.69	7.29	17.78	14.02	10.57	增持
银鸽投资	0.06	0.15	0.20	5.65	94.17	37.67	28.25	持有
华泰股份	1.69	0.35	0.52	10.20	6.04	29.14	19.62	持有
岳阳纸业	0.14	0.31	0.41	10.51	75.07	33.90	25.63	增持
景兴纸业	0.08	0.37	0.45	7.59	94.88	20.51	16.87	增持
平均					57.59	27.05	20.19	

来源：齐鲁证券研究所

投资建议

- 作为战略方向明确的白卡纸龙头企业，公司未来有望成为中国最大的白卡纸生产商，其白卡纸业务具有良好的发展空间。结合 DCF 和 PE 的估值结果，我们认为公司合理的估值区间应为 9.18 - 10.90 元，维持公司“增持”的投资评级。

风险提示

- 宏观经济出现重大变化将影响到公司产品的销售情况；
- 原材料价格的波动将影响到公司产品的盈利水平；
- 公司后期销售能力将影响到新增产能能否转化为业绩增长。

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	4,582	5,517	7,185
增长率	5.7%	46.7%	20.4%	30.2%
营业成本	-2,576	-3,782	-4,525	-5,911
% 销售收入	82.5%	82.5%	82.0%	82.3%
毛利	546	800	992	1,274
% 销售收入	17.5%	17.5%	18.0%	17.7%
营业税金及附加	0	-12	-14	-15
% 销售收入	0.0%	0.3%	0.2%	0.2%
营业费用	-100	-188	-215	-273
% 销售收入	3.2%	4.1%	3.9%	3.8%
管理费用	-92	-137	-154	-201
% 销售收入	3.0%	3.0%	2.8%	2.8%
息税前利润 (EBIT)	353	463	609	784
% 销售收入	11.3%	10.1%	11.0%	10.9%
财务费用	-67	-112	-174	-262
% 销售收入	2.1%	2.4%	3.2%	3.6%
资产减值损失	-1	-4	-2	-10
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	347	433	512
营业利润率	9.1%	7.6%	7.8%	7.1%
营业外收支	-3	0	0	0
税前利润	283	347	433	512
利润率	9.1%	7.6%	7.8%	7.1%
所得税	-60	-59	-74	-87
所得税率	21.3%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润	222	288	359	425
少数股东损益	23	32	43	51
归属于母公司的净利润	199	256	317	374
净利率	6.4%	5.6%	5.7%	5.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	222	288	359	425
少数股东损益	0	32	43	51
非现金支出	200	282	335	442
非经营收益	66	115	178	267
营运资金变动	54	-404	-192	-698
经营活动现金净流	542	313	722	488
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	451	1,733	1,565
其他	-107	-115	-216	-314
筹资活动现金净流	1,156	336	1,517	1,251
现金净流量	35	580	157	527

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	456	1,004	1,119	1,594
应收款项	500	633	763	1,094
存货	515	835	927	1,326
其他流动资产	136	239	302	430
流动资产	1,607	2,712	3,111	4,445
% 总资产	27.4%	40.2%	35.0%	40.4%
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%	57.2%	63.2%	58.2%
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%	59.8%	65.0%	59.6%
资产总计	5,854	6,750	8,898	11,011
短期借款	931	182	615	1,680
应付款项	468	521	634	835
其他流动负债	-103	40	30	8
流动负债	1,297	743	1,280	2,524
长期贷款	725	1,925	3,225	3,725
其他长期负债	745	745	745	745
负债	2,767	3,413	5,249	6,993
普通股股东权益	2,863	3,080	3,350	3,667
少数股东权益	224	256	299	350
负债股东权益合计	5,854	6,750	8,898	11,011

比率分析

	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标				
每股收益 (元)	0.395	0.508	0.627	0.741
每股净资产 (元)	5.673	6.105	6.638	7.268
每股经营现金净流 (元)	1.074	0.558	1.346	0.865
每股股利 (元)	0.000	0.076	0.094	0.111
回报率				
净资产收益率	6.97%	8.32%	9.45%	10.20%
总资产收益率	3.41%	3.80%	3.56%	3.40%
投入资本收益率	5.51%	7.41%	7.11%	7.59%
增长率				
营业总收入增长率	-5.68%	46.73%	20.42%	30.23%
EBIT增长率	-21.26%	31.22%	31.56%	28.77%
净利润增长率	-21.41%	28.53%	23.50%	18.19%
总资产增长率	32.89%	15.31%	31.83%	23.75%
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	242.6	243.8	251.9
偿债能力				
净负债/股东权益	63.01%	55.37%	95.01%	113.39%
EBIT利息保障倍数	5.3	4.1	3.5	3.0
资产负债率	47.26%	50.56%	59.00%	63.51%

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