

2010年10月31日

博汇纸业 (600966)

白卡纸产能扩张推动业绩持续提升

评级: 增持 (首次)

投资要点:

- **两大因素推动造纸行业景气度提升:** 国家政策对供应面的控制利好行业稳定发展。超预期的落后产能关停优化了造纸行业供需结构; 人民币升值降低造纸行业进口成本。纸业公司原材料进口占比很大, 人民币升值有助于降低进口原材料的成本。从资本投入上来看, 人民币升值也降低进口设备的成本。
- **白卡纸景气度有望持续:** 我国白卡纸产能约为 350 万吨, 而未来两年新增产能有限。预计未来三年消费量符合增长率达到 15%。市场自发调节下未来 2 年白卡纸高景气度有望维持, 行业盈利空间将持续, 这在造纸行业中十分难得。
- **白卡纸新生产线上马, 加速扩张巩固行业地位:** 白卡纸恰是公司最主要的产品, 也是盈利能力最强的产品。行业景气度较高使得产品价格上升, 浆线成本控制良好。35万吨包装纸项目的达产和75万吨项目投产将进一步凸显白卡纸的主导地位。随着新生产线度过磨合期逐步放量, 白卡纸盈利能力仍将上升。
- **其他产品经营情况:** 公司目前拥有文化纸产能 25 万吨。产品结构调整影响了上半年产销量从而压制了盈利能力, 预计文化纸市场将保持供需平衡, 随着产量的恢复, 毛利水平也会随之提升至行业平均水平。石膏护面纸和牛皮箱板纸产能分别为 15 万吨和 18 万吨, 基本微利, 预计这两种产品后期盈利能力维持目前水平是大概率事件。
- **盈利预测、估值与投资评级:** 公司在白卡纸领域的扩张将推动业绩不断提升, 假设公司 35 万吨包装纸生产线 2011 年完全达产, 75 万吨生产线 2012 年投产释放 50% 产能, 预计公司 2010 年至 2012 年分别实现每股收益 0.43 元、0.56 元、0.71 元, 对应 10 月 29 日收盘价, PE 分别为 22 倍、17 倍、14 倍, 复合增长率为 21.08%, 给予增持评级, 建议逢低关注。

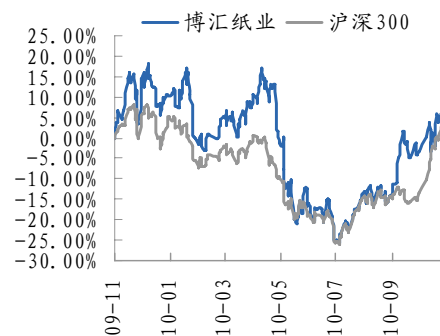
盈利预测与估值

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	3122.46	4378.21	5011.16	6127.12
同比 (%)	-5.69	40.22	14.46	22.27
净利润 (百万元)	199.39	216.97	282.56	358.25
同比 (%)	-21.41	8.82	30.23	26.79
毛利率 (%)	17.49	17.48	18.21	19.15
ROE (%)	6.97	7.54	9.60	11.86
每股收益 (元)	0.40	0.43	0.56	0.71
P/E	24.42	22.44	17.23	13.59
P/B	1.70	1.69	1.65	1.61

分析师	朱丹
执业证书编号	S0600209070104
	袁理
执业证书编号	S0600109090896
联系电话	0512-62938652
邮箱	yuanl@gsgj.com.cn

联系人	李雅娜
联系电话	021-63122950
邮箱	liyn@gsgj.com.cn

博汇纸业与沪深 300 指数走势比较图



市场数据	2010年10月29日
总股本 (万股)	50457.76
流通 A 股 (万股)	39198.54
收盘价 (元)	9.65
6 个月换手率 (%)	296.31

财务数据	2010Q3
营业收入 (亿元)	31.48
净利润 (亿元)	1.33
摊薄每股收益 (元)	0.26
每股净资产 (元)	5.94

1. 公司概况

公司主要经营文化纸、箱板纸、白卡纸、石膏护面纸、造纸木浆的生产销售，在全国 30 个省、市、自治区建立了销售办事处，产品出口到欧美、中东、澳洲、东南亚等地，主要用户为大型出版社、印刷物资公司、印刷包装公司、大型烟厂等。

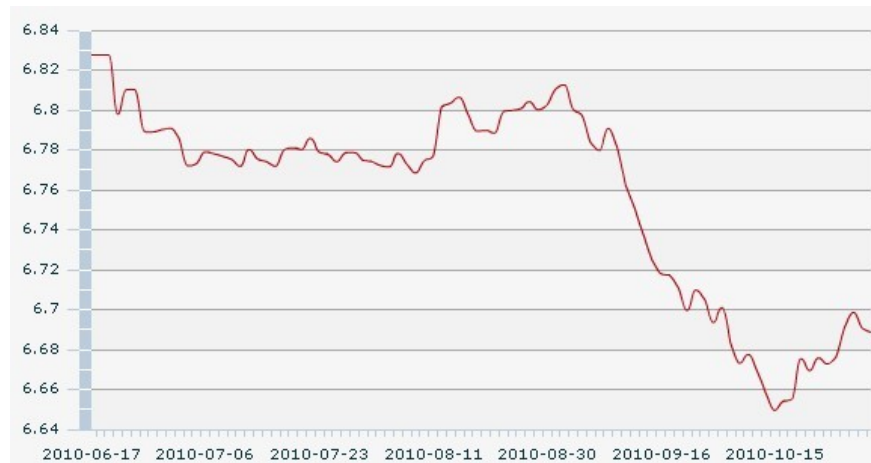
目前公司主要生产能力包括 55 万吨白卡纸、25 万吨文化纸、15 万吨石膏护面纸、15 万吨牛皮箱板纸和 2 万吨的瓦楞纸。白卡纸方面扩张明显，2010 年 2 月，年产 35 万吨高档包装纸板项目试车，计划达产后实现公司具备一定优势的烟卡产能占比 55%。公司原材料产能包括 20 万吨化机浆、10 万吨化学浆，浆自给率达 70%。

2. 两大因素推动造纸行业景气度提升

第一，国家政策对供应面的控制利好行业稳定发展。淘汰落后产能改变全行业产能过剩局面。国家“十一五”节能减排目标任务艰巨，造纸行业 432 万吨的淘汰落后产能计划，较 5 月初公布的目标 53 万吨大增 715%，超预期的落后产能关停优化了造纸行业供需结构。追溯到 2007 年 6 月，国家原计划十一五期间关停 650 万吨落后产能，至 2009 年底该目标已经基本完成。2010 年大幅上调关停产能目标，使得全行业在十一五期间将关停超越 1000 万吨落后产能，而今年关停量占全国总产能达 5%，迅速提升。被淘汰的主要品种是以草浆为主要原料的低档文化纸、低档箱板纸、灰底白板纸等，这些纸品生产的污染较为严重，超预期的落后产能关停优化了纸行业供需结构，利好行业长期稳定发展。

第二，人民币升值降低造纸行业进口成本。由于全球经济复苏趋势不明朗，各国在争取国际贸易中优势地位上不遗余力，人民币升值压力与日俱增。同时，美联储进行二次量化宽松货币政策的预期正浓，导致美元指数大幅走低，人民币兑美元汇率持续升值。纸业公司原材料进口占比很大，约 60% 的木浆、不低于 40% 的废纸原料依赖进口，人民币升值有助于降低进口原材料的成本。从资本投入上来看，人民币升值也降低进口设备的成本。

图 1: 2010 年 8 月以来人民币持续升值



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

3. 白卡纸成为公司未来业绩增长的关键

3.1. 白卡纸行业景气度有望持续

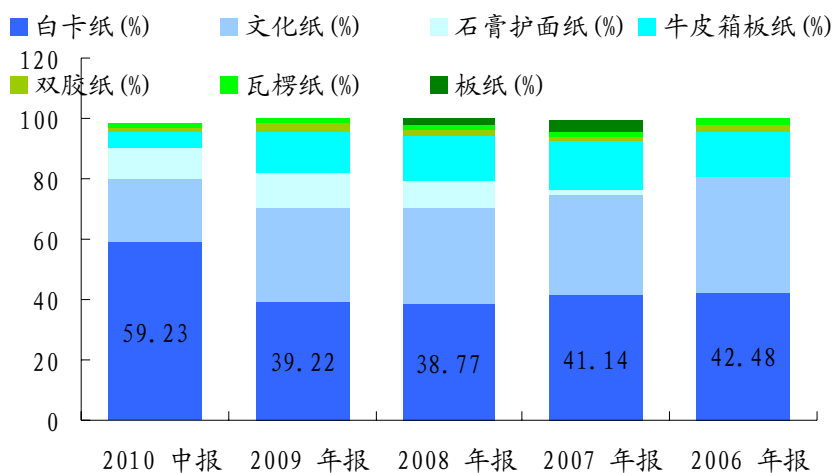
我国白卡纸产能约为 350 万吨, 而未来两年新增产能有限。2010 年的新增产能为博汇纸业的 35 万吨生产线, 2011 年的新增产能是华金集团 24 万吨, 随着太阳纸业、博汇纸业新项目投产, 2012 年预计新增产能大概在 50 - 60 万吨左右。需求方面, 白卡纸主要用于食品饮料、卷烟、医药等消费类行业, 具备一定抗周期特征。预计涂布白板纸 2010 - 2012 年整体消费量将呈现 10% 的增长, 而消费升级的大趋势将推动白卡纸对涂布白板纸消费形成替代, 其消费量增速有望高于涂布白板纸整体增速, 预计未来三年复合增长率将达到 15%。这意味着在市场供求关系自发调节下, 未来 2 年白卡纸供需情况良好, 高景气度有望维持, 行业盈利空间将持续, 这在造纸行业中十分难得。

3.2. 新生产线上马, 加速扩张巩固行业地位

白卡纸恰恰是公司最主要的产品, 也是盈利能力最强的产品。2010 年上半年白卡纸营业收入占比达到 59.23%, 毛利占比 75.05%, 35 万吨包装纸项目的达产和 75 万吨项目投产将进一步凸显白卡纸的主导地位。

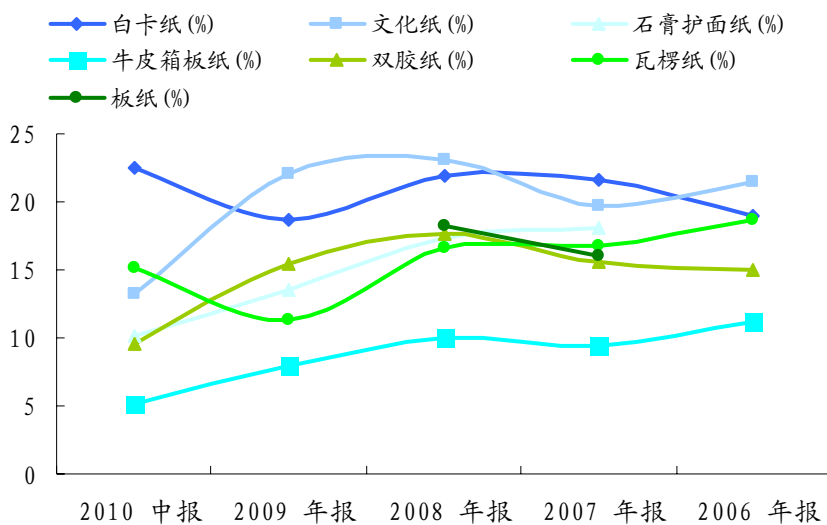
白卡纸盈利能力突出, 2010 年中报显示白卡纸毛利率达到 22.53%, 居公司各类产品之首。行业景气度较高使得产品价格上涨, 同时浆线发挥了良好的成本控制作用, 平抑部分原材料价格上涨的风险。未来新生产线将度过磨合期逐步放量, 白卡纸盈利能力仍有上升空间。

图 2: 产品营业收入构成-白卡纸成为大头



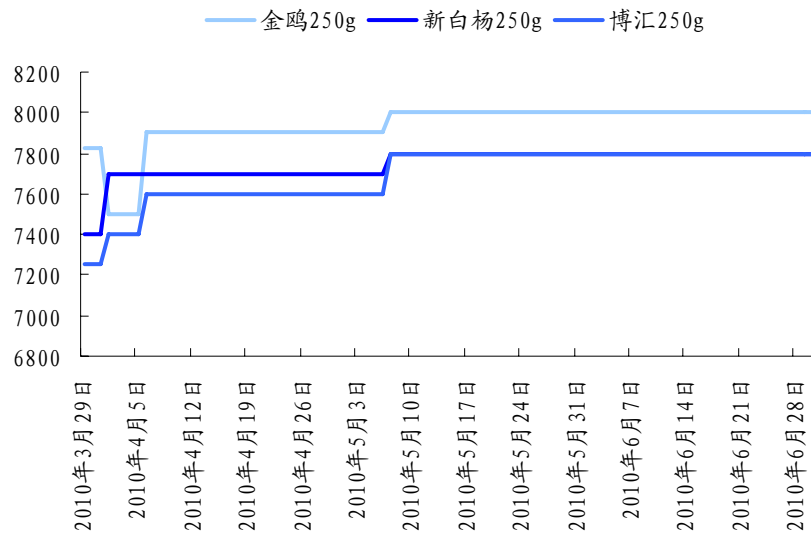
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图 3: 分产品毛利情况-白卡纸是盈利主力



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图 4: 2010 年上半年白卡纸价格提升



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

公司转债项目35万吨高档包装纸板生产线已于2010年2月成功试车, 未来计划烟卡的比例达55%。公司一直占据烟卡行业主流地位, 市场份额约为30%。烟卡行业进入壁垒较高, 下游需求基本呈现稳定增长, 竞争情况相对比较温和。公司2009年烟卡销量18万吨, 预计2010年有望增加至30万吨, 市占率进一步扩张。而社会卡行业下游需求依然强劲, 每年仍能保持15%左右增速; 供给面上, 近一两年新增产能较少供需状况良好, 未来景气度相对较高, 公司也有望分羹。

公司拟投资30.86亿元建设75万吨/年高档包装纸板及与之配套的9.8万吨/年化机浆技改工程项目, 项目建设周期为24个月, 预计2012年投产, 届时公司白卡纸产能将达130万吨, 跃居行业首位。

4. 其他产品经营情况

公司目前拥有文化纸产能25万吨。2010年公司将低档书写纸转为较为高档的轻型文化纸, 产品结构调整影响了上半年产销量从而压制了盈利能力, 公司上半年销量仅为9.5万吨。由于国家淘汰产能力度加大对供给形成限制, 而需求端继续稳定增长, 预计文化纸市场将保持供需平衡, 盈利空间未来也将维持。公司完成文化纸业务转型后, 随着产量的恢复, 毛利水平也会随之提升至行业平均水平。

公司石膏护面纸和牛皮箱板纸产能分别为15万吨和18万吨, 基本处在微利水平, 两种纸品原材料均主要为废纸。石膏护

面纸和箱板纸全部直销，箱板纸销售区域主要集中在青岛和天津。上半年公司石膏护面纸的销量为6.5万吨，预计全年有望达到13万吨左右，箱板纸全年销量有望保持在17万吨。由于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相对高增长，预计废纸价格将维持在高位水平。因此这两种产品后期盈利能力维持目前水平是大概率事件。

5. 盈利预测、估值与投资评级

公司在白卡纸领域的扩张将推动业绩不断提升，假设公司35万吨包装纸生产线2011年完全达产，75万吨生产线2012年投产释放50%产能，预计公司2010年至2012年分别实现每股收益0.43元、0.56元、0.71元，对应10月29日收盘价，PE分别为22倍、17倍、14倍，复合增长率为21.08%，给予增持评级，建议逢低关注。

6. 风险提示

可能影响公司未来经营业绩的风险主要有：

- 1) 新增产能投产进度低于预期。
- 2) 宏观经济系统性风险行业下游需求与盈利空间。

免责声明

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。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。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，需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：

行业投资评级：

买入：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10%以上；

增持：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 10%；

中性：行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

股票投资评级：

买入：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20%以上；

增持：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 20%；

中性：股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区翠园路 181 号
邮政编码：215028
传真：（0512）62938663
公司网址：<http://www.gs jq.com.cn>