

博汇纸业 (600966. sh)

节能减排的收益者

陆晓鸣 造纸行业 首席研究员

电话: 020-87555888-657

eMail: lxm@gf.com.cn

节能减排将继续提高文化纸和箱板纸的盈利能力

随着国家关闭环保不达标纸厂力度的加大,以草浆为原料的文化纸的供给将继续减少,公司文化纸的价格和盈利能力将继续提高,与 07 年比,08 年公司文化纸每吨有 300 元到 500 元的提价空间。

增发项目形成 07 年和 08 年利润增长点

项目之一的石膏板护面纸生产线将在 08 年达产,公司石膏板护面纸销售量将快速增长,预计 08 年将达 10 万吨左右;公司另一个项目化机浆生产线将在 08 年投产,随着进口木浆价格的持续上涨,项目投产将大幅降低公司原料成本。

投产建议

博汇纸业 2007 年静态市盈率和 2008 年动态市盈率分别是 36.71 倍和 20.17 倍,考虑到公司未来成长性和扩张能力,我们给予 08 年 23 倍的 PE,半年内目标价位 26.22 元,给予持有评级。

预测及评估

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	2,630.32	3,167.60	3,555.6	4124.5	4743.17
EBITDA(百万元)	448.62	533.54	770.34	874.46	980.93
净利润(百万元)	146.38	197.85	360.14	400.14	440.
净利润增长率	15.06%	35.17%	82.02%	11.11%	10%
每股收益(元)	0.520	0.627	1.142	1.269	1.395
市盈率	11.58	36.71	20.17	18.15	16.51
市净率	1.19	3.21	2.77	2.4	2.1
EV/EBITDA	6.87	16.06	11.12	9.80	8.74
每股红利(元)	0.05	0.1	NA	NA	NA
股息率(%)	0.83	0.43	NA	NA	NA

来源: 山东博汇纸业股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

持有

当前价格(元)	23.55
目标价格(元)	26.00
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	5.18%	38.69%	177.27%
上证综指	-8.0%	-10.74%	50.93%

股票数据

总股本(万股)	31,536.00
流通 A 股(万股)	21,690.98
主要股东:	

山东博汇集团有限公司

主要股东持股比例	33.77%
流通 A 股比例	68.78%

财务比率

ROE	8.75%
ROA	4.66%
资产负债率	42.30%
每股净资产(元)	7.17

2007 年报数据

一、07 年经营业绩分析

（一）业绩分析

年报显示，2007年全年公司实现营业收入、营业利润和归属于上市公司股东的净利润分别达316759.61万元、27844.98万元和19785.45万元，同比分别增长19.57%、24.38%和34.7%，经营业绩的增长略高于预期，每股收益0.627元。

公司2007年经营业绩的增长主要来自三个方面：一是销售收入的增长；二是产品盈利能力的提高，由于公司主要产品卡纸的盈利能力提高，公司营业利润增长幅度高于营业收入增长幅度，三是经营效率的持续提高，公司“三费”占营业收入的比例由06年的9.77%降到07年的9.34%。公司净利润增长幅度高于营业利润增长幅度，主要是公司所得税比去年同期减少。

（二）主营业务分析

2007年，公司营业收入的增长主要来自卡纸和箱板纸销量和销售收入的增长，其次是07年公司公开发行项目石膏护面纸的投产形成新的业绩增长点。07年公司卡纸和箱板纸销量分别达22.92万吨和17.85万吨，石膏护面纸的投产当年销售4.76万吨，形成新增销售收入14533.08万元（包括板纸）。

2007年，造纸的主要原料—进口木浆和废纸的价格持续上涨，上半年，文化纸产品的毛利率持续下降，卡纸由于能随原料价格上涨即日调整价格，毛利率比06提高。另一方面，国家加大节能减排的治理力度，节能减排的落实有了实质性进展，各地关闭了一批小纸厂和环保不达标的造纸企业，这一举措影响在下半年开始显现，由于关闭的小纸厂和环保不达标的造纸企业大多数是以麦草和芦苇为原料的中档文化用纸生产厂，文化用纸供给减少，价格上涨，而麦草和芦苇等非木浆原料价格下降。中档文化纸价格的上涨及木浆和废纸浆原料价格的持续上涨，带动了高档文化纸和其他纸产品价格下半年普遍上涨。大型造纸企业由于环保设备完善，成为本次节能减排的收益者，而直接收益的就是博汇纸业这类以草浆为原料的大型文化纸生产企业，博汇纸业文化纸产品价格和盈利能力在下半年明显提高。公司书写纸07年下半年的营业利润率达24.36%，比07年上半年提高了9.94个百分点。

07年全年，卡纸营业利润率也比上年同期提高了2.59个百分点。主要产品盈利能力的提高，使公司主营业务利润的增长高于主营业务收入的增长。

表 1：07 年主要产品经营情况（单位：万元）

分产品	营业收入	同比增长 (%)	营业利润 率 (%)	营业利润率比上年 增减 (%)
书写纸	107574.77	6.2	19.75	减少 1.74 个百分点
双胶纸	4450.37	-34.56	15.58	增加 0.56 个百分点
卡纸	130312.94	16.62	21.62	增加 2.59 个百分点
石膏护面纸	2620.83		18.06	
板纸	11912.25		16.05	
箱板纸	52553.54	37.50	9.46	减少 1.73 个百分点
瓦楞纸	5690.91	14.36	16.71	减少 1.90 个百分点

数据来源：公司年报

二、未来几年公司发展趋势分析和经营业绩预测

（一）公司竞争优势分析

1、主要产品已具有规模优势和较大的市场份额

目前盈利能力最强的文化纸产销量在同类企业中列第一。07年公司销售收入第一位的卡纸经营在国内与太阳纸业、红塔纸业并列国内三强，尤其是烟卡，目前年产量接近15万吨，经过四年的市场开拓，公司卡纸特别是烟卡的经营已具有明显的规模优势和较大的市场份额，得到愈来愈多客户的认可和采用，并形成了一批稳定的大客户群体，市场地位逐年巩固，销售渠道畅通，为公司进一步扩大卡纸的经营规模和不断拓展产品的市场空间，打下一个良好的市场基础。

2、执行能力强

公司上市前是民营企业，从一个小企业，以制造业为主逐步发展到目前规模。几年来，在完全竞争的行业环境中，公司依靠不断提高经营管理效率和市场开拓能力实现利润最大化和公司规模的逐年扩大，在市场开拓、提高经营管理效率和成本控制能力及相关措施的实施过程中，民营企业奖惩分明的经营作风，保证了具体措施的落实和执行，并形成了较强执行力。同时，较强的执行力，又保证了公司不断改进的管理、成本控制水平和具体措施的落实与执行。

3、成本控制能力强，经营效率高

在每个经营环节上不断挖潜，降低成本和寻求更优，已形成制度，贯穿和固化在企业日常的经营活动中。企业每个生产车间和公司主要管理环节，定期对各项成本指标进行考核并寻求继续挖潜的途径和措施，近年来，通过对工艺的改进、老设备的技术改造，不断降低单位产品的原材料、能源和水的消耗，通过提高和优化销售模式、努力控制管理成

本，不断降低单位产品经营和管理成本，保证了公司经营的高效率，05年，公司多项经营效率指标处于业内领先水平。

在市场竞争加剧、产品盈利空间压缩、行业毛利率降低的经营环境下，较强的成本控制能力，保证产品的盈利能力，支撑了公司不断扩大经营规模和实现规模效益，提高了公司的竞争力。

4、涂布白卡纸生产技术和工艺上已有丰富的积累，产品质量稳定

涂布白纸板生产的技术和工艺比普通文化纸或包装纸的复杂和难以掌握，经过近二年的生产和经营，公司已掌握了涂布白纸板生产线的技术和工艺，产品质量已达设计标准，产品质量稳定，公司在涂布白纸板生产技术、管理和人员上有了较丰富的积累，这就为公司今后进一步扩大涂布白纸板或新建其它高档纸项目，在技术、管理和人员上有了充分的储备。

（二）未来几年业绩预测

今后几年，国家将继续加大节能减排及关闭环保不达标纸厂的执行力度，博汇纸业将从中直接收益。随着国家关闭环保不达标纸厂力度的加大，以草浆为原料的文化纸和箱板纸的供给将继续减少，公司文化纸和箱板纸的价格和盈利能力将继续提高，我们预计08年公司文化纸每吨有300元到500元的提价空间；公司07年增发的二项目将成为08年和09年的利润增长点：项目之一的石膏板护面纸生产线将在08年达产，目前国家已将环保的石膏板墙列为建筑业的重点推广项目，随着石膏板墙应用的推广，国内石膏板护面纸的市场需求将逐年增加，公司石膏板护面纸销售量将快速增长，预计08年将达10万吨左右；公司另一个项目化机浆生产线将在08年投产，随着进口木浆价格的持续上涨，化机浆的投产将大幅降低公司原料成本，提升公司产品的盈利能力。

我们预计08年，公司将通过文化纸产品的提价增加销售收入8300万元，利润6000万元；石膏板护面纸生产线的达产，增加销售收入30000万元，利润3000万元；化机浆项目的投产将降低成本并增加利润6000万元。我们预计，08年，公司营业收入、营业利润和归上市公司股东的净利润将分别达355560万元、42150万元和36014万元。08年后，公司将通过林纸一体化的产业延伸、卡纸经营规模的继续扩大，保持经营业绩的持续增长。

（三）相对估值与投资建议

目前，博汇纸业2007年静态市盈率和2008年动态市盈率分别是36.71倍和20.17倍，考虑到公司未来业绩的增长和扩张能力，我们给予08年23倍的PE，半年内目标价位26.22元，给予持有评级。

表 2: 造纸行业主要上市公司估值水平

代码	简称	2007 年每股 收益	08 年每股收益	收盘价(元) 2008-02-29	2007 年动 态市盈率	2008 年动 态市盈率
600963	岳阳纸业	0.276	0.462	20.84	75.51	45.08
00488	晨鸣纸业	0.579	0.637	17.77	30.69	27.90
600966	博汇纸业	0.627	1.142	23.03	36.71	20.17
002078	太阳纸业	1.04	1.338	41	39.41	30.65
600308	华泰股份	0.905	1.06	25.41	28.09	23.96

数据来源: 广发证券发展研究中心

注: 岳阳纸业和晨鸣纸业2007年业绩为预测值, 2007年市盈率为动态市盈率.

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

博汇纸业(600966)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。