

# 齐鲁大地纸业奇葩 可转债发行创百年博汇

## ——山东博汇纸业股份有限公司投资价值分析报告

深圳市怀新企业投资顾问有限公司

### 投资要点:

- 博汇纸业发行 9.75 亿元可转债, 募集资金将投向年产 35 万吨高档包装纸板项目, 涂布白卡纸产能排名居全国前列, 进一步巩固公司的领先地位;
- 造纸行业全面复苏, 二季度公司盈利状况环比明显改善, 预计未来公司将充分受益行业转暖的机遇;
- 公司技术实力雄厚, 被认定为“国家火炬技术重点高新技术企业”, 高档涂布白卡纸项目为“国家火炬计划项目”;
- 白卡纸市场空间广阔。目前涂布白卡纸市场需求强劲, 公司现有产能远远不能满足市场需要, 项目实施将突破产能瓶颈, 公司经营迈上新台阶;
- 募投项目成为公司新的盈利增长点。项目预计两年达产, 全面达产后, 年生产涂布白卡纸 35 万吨, 预计正常年销售收入为 20.25 亿元, 主营业务利润为 3.98 亿元;
- 股东回报高。公司原股东可按每股配售 1.80 元可转债的比例优先配售。因转债有着较高流动性溢价等因素, 预计上市后将具有较高的涨幅, 原股东将获得较好的收益;
- 假设公司募投项目顺利进行, 则博汇纸业 2010、2011 年摊薄前 EPS 分别为 0.63 元、0.78 元。相对于可转债初始转股价 10.34 元, 市盈率为 16.41、13.26 倍, 未来转股价值的提升空间较大, 建议积极参与申购可转债。

### 第一部分 博汇纸业领先业界

山东博汇纸业股份有限公司(简称博汇纸业 600966)成立于 1994 年, 是一家集纸张的研发、生产、销售于一体的大型股份制企业, 是国内造纸行业骨干企业之一, 公司主营涂布白卡纸、文化用纸及包装纸。目前公司已经形成 20 万吨白卡纸、25 万吨文化纸、15 万吨箱板纸和 15 万吨石膏护面纸的产能。其中, 公司主导产品白卡纸和文化纸贡献了公司七成左右的销售收入, 最近三年, 两类产品的毛利占毛利总额的比例平均为 85.48%。此外, 公司还向上游延伸, 形成了 20 万吨化机浆和 9.5 万吨化学浆产能。

公司自成立以来取得了诸多荣誉, 被山东省工商行政管理局认定为“免检企业”, 山东省造纸行业“斗强企业”, 客户满意的“斗佳”造纸企业, 被认定为“国家火炬技术重点高新技术企业”, 高档涂布白卡纸项目为“国家火炬计划项目”, 博汇牌书写纸被山东省质量技术监督局认定为山东名牌产品, 是国家免检产品, 企业被授予“山东省百强民营企业”, 首届中国优秀民营企业。

公司产品主要包括: 涂布白卡纸、书写纸、牛皮箱板纸、石膏护面纸和瓦楞纸等。

表 1: 公司产品用途情况

序号	产品名称	用途
1	书写纸	教材和图书杂志等的双色或单色印刷
2	涂布白卡纸	香烟、化妆品、医药等高档产品的印刷包装
3	石膏护面纸	纸面石膏板的生产
4	牛皮箱板纸	包装纸箱的生产
5	瓦楞纸	包装纸箱间的缓冲部位

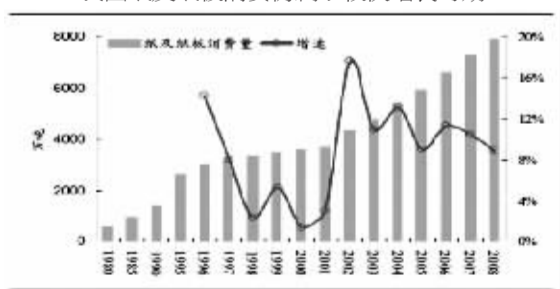
### 第二部分: 造纸行业渐露春意 白卡纸光明前景可期

一、造纸行业复苏脚步加快, 目前我国已经是世界上仅次于美国的第二大纸品消费国, 我国纸及纸板消费仍处于较快增长时期

造纸产业是与国民经济和社会事业发展关系密切的重要基础原材料产业, 纸及纸板的消费水平是衡量一个国家现代化水平和文明程度的标志。全球造纸行业生产与消费每年以 2-3% 的速度增长, 随着我国国民经济的快速增长, 特别是消费支出、工业生产和外贸出口等因素带来的纸及纸板消费猛增, 我国造纸行业发展步入快速增长期。

目前我国已经是世界上仅次于美国的第二大纸品消费国, 各类纸和纸制品的消费量约占世界纸消费总量的 1/6。2007 年我国人均纸品的消费量约为 55 千克, 较上年增长 5 千克, 略低于全球平均水平, 与发达国家相比, 仍有较大差距。因此, 随着我国经济持续快速增长, 人均可支配收入水平不断提高, 行业需求具有很大的增长潜力。2000-2007 年, 我国纸及纸板生产量年均增长 13.39%, 消费量年均增长 10.72%, 均高于同期我国国民经济 GDP 年均增长率。

我国纸及纸板消费仍属于较快增长时期

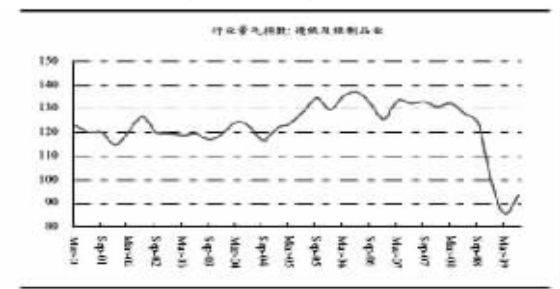


数据来源: 中国造纸年鉴

但由于国际经济危机的冲击, 我国造纸行业发展也暂时有所回落, 2008 年 1-11 月全国共生产机制纸及纸板 7.690 万吨, 同比增长 10.6%, 增速较 2008 年 5 月高峰时下滑 5 个百分点, 其中 2008 年 11 月份单月造纸产量 687 万吨, 同比下降 3%; 而外需不振也影响到出口形势, 2008 年 1-11 月累计出口 384 万吨, 同比下降 10.7%。同时, 原材料价格大幅回落, 纸品价格环比下行。

随着多项振兴经济措施的实施, 2009 年以来行业状况开始出现改善, 造纸行业产量恢复增长, 纸价触底反弹以及原材料价格大幅回升, 2009 年二季度行业景气指数明显上升。当前白卡纸、铜版纸以及双胶纸价格指数 纸业联讯 较年初分别上涨了 18.5%、16.9%、3.98%, 特别是进入 5 月份以后主要部分纸品(白卡纸、铜版纸)进入加速上涨通道, 自 5 月初至 8 月中旬, 白卡纸和铜版纸的涨幅分别为 15.2% 和 18.5%, 涨幅明显好于前 4 个月。随着国内、国际经济复苏加快, 为博汇纸业这样优质的纸品生产企业创造了机遇, 也为公司募投项目产品提供了良好的发展空间。

### 二季度行业景气度显著提升



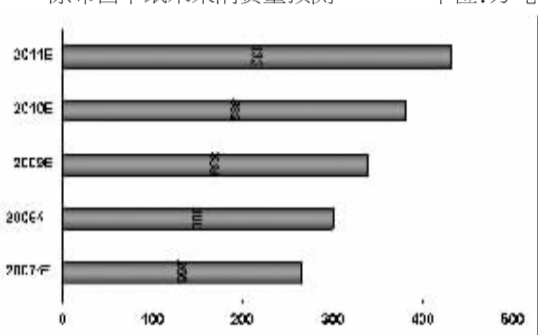
数据来源: WIND

二、国民经济的迅速发展带动着包装、印刷产业蓬勃发展, 作为消费类的包装用涂布白卡纸行业增长迅速, 空间广阔

博汇纸业发行可转债, 募投项目 35 万吨高档包装纸板工程项目共需投入 18.39 亿元, 主要产品为涂布白卡纸。经过多年发展, 公司已在白卡纸产品研究开发、生产组织和市场营销上形成独特的优势, 建立了有效的市场竞争地位。随着国民经济、生活水平的不断提高, 居民消费水平不断升级, 包装用纸的需求趋于高档, 对强度高、外观精美兼有广告功能的外包装需求增加, 涂布白卡纸发展前景广阔。

1、下游行业发展平稳。涂布白卡纸主要用于卷烟、化妆品和医药等产品的包装。2005 年-2007 年, 这三个下游行业年复合增长率分别为 8%、12% 和 22% 左右, 预计下游产业将会平稳增长, 未来几年的涂布白卡纸行业消费年增长 10-15%, 预计 2010 年, 涂布白卡纸的市场需求量将达到 350-400 万吨。

涂布白卡纸未来消费量预测 单位: 万吨

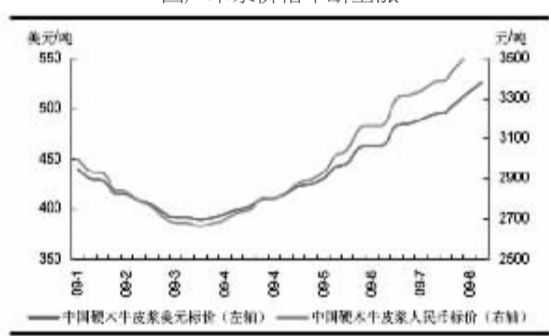


2、进口替代效应明显。涂布白卡纸尤其是高档涂布白卡纸一直是我国进口量较大的纸种之一, 随着近年来国内白卡纸企业的逐步壮大, 产品质量稳步攀升, 国产白卡纸对进口产品的替代效应逐步显现, 未来白卡纸的替代进口将为国内白卡纸企业新增年约 20-30 万吨的市场空间, 可有效缓解新增产能带来的市场压力。

3、符合环保理念。由于全球性的环保要求, 提倡“绿色包装”, 在目前尚未找到更理想的绿色包装材料与技术的形势下, 正在世界范围内掀起“以纸代塑”的包装热潮。2008 年 1 月 8 日, 我国政府宣布自 2008 年 6 月 1 日起在全国范围内禁止生产、销售、使用超薄塑料购物袋, 所有超市和商场也一律不得免费提供塑料购物袋。涂布白卡纸作为纸包装的重要原料, 其市场需求将面临新的增长点。

4、价格上涨空间较大。白卡纸价格与木浆价格紧密相关。由于白卡纸的主要原材料均为木浆, 木浆占白卡纸成本构成的 60% 左右, 除供需状况外, 其市场价格与木浆价格紧密相关, 后期木浆价格企稳回升, 将直接促进其价格和毛利率的回升。

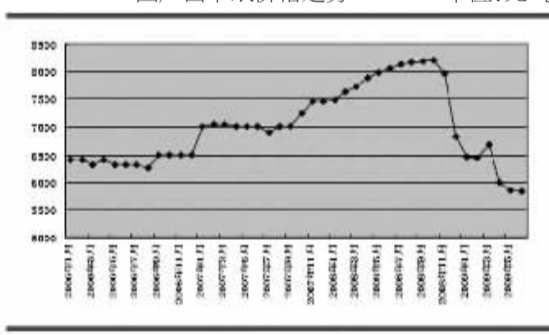
国产木浆价格不断上涨



资料来源: 中国纸业网

由于下半年是白卡纸的传统销售旺季(中秋、圣诞等假日消费因素), 近期, 白卡纸主要厂商纷纷准备提高价格, 提价幅度将达到 200 元/吨, 博汇纸业的产品价格也有望水涨船高, 下半年白卡纸业绩进一步提高比较明确。

国产白卡纸价格走势 单位: 元/吨



数据来源: 中国纸业网

### 第三部分 可转债募集发行 高档包装纸再上新台阶

博汇纸业发行 9.75 亿元可转债获证监会审核通过。募集资金将投向年产 35 万吨高档包装纸板项目。在此之前, 公司已拥有 20 万吨的同类产品产能。由于此项目已由公司先期建设, 预计 2010 年初即可投产。

公司原股东可按每股配售 1.80 元可转债的比例优先配售。因转债有着较高流动性溢价等因素, 预计上市后将具有较高的涨幅, 原股东将获得较好的收益。博汇纸业可转债发行规模属于中等, 假设 9.75 亿元的可转债以 10.34 元的初始转股价全部转股, 将增加博汇纸业 9429 万股流通股, 对总股本的增幅为 18.69%, 对公司业绩的摊薄有一定压力。

表 2: 博汇纸业可转债发行基本信息

债券名称	山东博汇纸业股份有限公司 可转换公司债券	付息方式	年付息
债券面值	100 元	发行规模	9.75 亿元
评级单位	上海新世纪资信评估投资服 务有限公司	信用评级	AA-
票面利率	第一年的利率为 1.0%, 第二年的利率为 1.2%, 第三年的利率为 1.4%, 第四年的利率为 1.7%, 第五年的利率为 2.0%。		
债券期限	5 年 (2009.9.23-2014.9.23)		
转股期限	4.5 年 (自可转债发行结束之日满 6 个月后至到期日止)		
初始转股价	10.34 元		
发行方式	本次发行的可转债向公司原股东按每股配售 1.80 元可转债的比例优先配售, 公司股东可优先配售的可转债数量为其在股权登记日收市后登记在册的持有公司股份数乘以 1.80 元, 再按 1.000 元/手转换为手数。配售后余额部分采用网下配售和网上定价发行相结合的方式发行。		

表 3: 募集资金投入项目

项目名称	投资总额 (亿元)	建设期 (月)	2010年 (80%)	2011年 (100%)	备注
年产 35 万吨高档包装纸板工程	18.39	18	28 万吨	35 万吨	不足部分由公司自有资金或通过其他融资方式解决。

本次发行可转债募集资金全部投向高档包装纸板工程, 项目建成后公司新增 35 万吨涂布白卡纸产能, 这对于公司未来发展具有重要意义。

发挥协同效应, 提高综合竞争力。造纸行业市场竞争十分激烈, 且规模和综合优势已构成竞争力的重要因素。35 万吨白卡纸项目的建设, 将有助于公司纸品和木浆生产线之间的有效协同, 目前公司的 9.5 万吨化学浆项目和 20 万吨化机浆项目尚有富余, 富余的木浆全部用于 35 万吨白卡纸项目, 形成浆纸一体化优势, 有助于公司提升整体竞争实力, 实现“做强做大纸业”的目标。

产能瓶颈得到有效解决。2004 年, 公司利用首次公开发行股票募集资金建设了年产 20 万吨高档包装纸板工程, 自项目建成以来, 公司涂布白卡纸生产线的产能利用率和产销率逐年上升且处于较高的水平; 最近三年, 产能利用率平均为 109.20%, 产销率平均为 98.62%。产能不足成为影响公司发展的重要因素, 公司现有产能远远不能满足市场需求, 项目达产后, 公司白卡纸产能将提高为 55 万吨年, 产能扩大 2.75 倍, 有效解决公司现有涂布白卡纸产能不足的问题, 白卡纸产能位居全国第三, 显著提升公司行业地位。

表 4: 最近三年, 公司产品的产能利用率和产销率情况

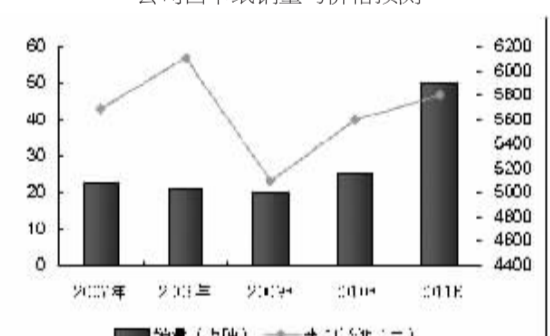
项目	2008年度		2007年度		2006年度	
	产能利用率 (%)	产销率 (%)	产能利用率 (%)	产销率 (%)	产能利用率 (%)	产销率 (%)
书写纸	88.10	93.34	91.36	103.86	97.78	98.18
涂布白卡纸	107.95	97.27	115.00	99.65	104.65	98.95
石膏护面纸	76.60	99.48	116.84	75.80	-	-
板纸	102.80	98.90	116.53	102.00	92.07	98.55
瓦楞纸	86.80	105.99	96.80	100.83	84.40	106.64
合计	93.79	97.02	106.06	99.53	98.07	98.81

公司盈利能力显著增强。公司 2006 年-2008 年涂布白卡纸市场需求强劲, 销售复合增长率为 7.18%, 市场占有率约为 8%; 最近三年涂布白卡纸年均销售 21.54 万吨, 项目建成后将新增 35 万吨年涂布白卡纸产能, 投产期第一年 (预计 2010 年) 设计达产 80%, 公司涂布白卡纸产能为 48 万吨年; 投产期第 2 年 (预计 2011 年) 100% 达产, 公司涂布白卡纸产能将达到 55 万吨年。

同行业其他公司近期投资涂布白卡纸项目较少, 将出现一定量的供需缺口, 公司产品销量前景是可以乐观预期的, 预计正常年销售收入为 20.25 亿元, 主营业务利润为 3.98 亿元。

首期计划将于 2009 年初投产, 全年可生产涂布白卡纸 28 万吨左右, 预计可实现净利润 1 亿多元, 增厚每股收益 0.20 元 (按现有股本不考虑转债摊薄), 项目全部达产后, 预计净利润达 1.5 亿元, 增厚每股收益 0.30 元。

公司白卡纸销量与价格预测



注: 价格数据不含税

### 第四部分: 综合竞争实力突出 保障公司未来成长

博汇纸业作为民营股份制企业, 注重利用内、外部力量, 保证决策科学性。公司一方面强调制度化建设, 建立了健全的管理制度和控制手段, 不断进行制度创新、管理创新; 另一方面强调人的主观能动性, 重“人”因素, 凝聚力强, 激励机制灵活, 可以充分调动和发挥员工工作积极性。经过多年的奋斗拼搏, 博汇纸业不断发展壮大, 形成了突出的竞争优势。

#### ◆ 具有行业领先的技术研发能力

公司非常重视科技研发, 重视研发经费的投入和科技人才的引进和培养, 公司造纸化工工程技术研究中心是省级研发中心, 中心技术力量雄厚, 聘请多位行业专家作为技术顾问, 对现有的造纸产品和工艺流程进行研发和改造, 不断有新产品和新技术应用到实际生产中。2004 年 5 月和 2007 年 9 月, 公司两次被科学技术部火炬高新技术产业开发中心认定为“国家火炬计划重点高新技术企业”, 被山东省科学技术厅认定为“山东省制造业信息化示范企业”。

#### ◆ 营销网络遍布全国, 客户优质稳定

公司地处经济发达的东部地区, 人口密度大, 大型出版社集中, 是我国最大也是最具增长潜力的纸品消费市场之一。经过不断的积累和开拓, 公司培养了一支熟悉市场、经验丰富的销售队伍, 以各省市省会和沿海经济发达城市为主在全国建立了 28 个销售办事处和 1 个全资子公司 (金达尔纸业), 公司凭借良好的产品质量、价格优势和诚信的服务, 获得了如劲嘉股份、粤东印刷物资有限公司等客户的信任, 建立了稳定优质的合作关系。

#### ◆ 产品质量标准与国际接轨

公司建立了严密的质量控制组织体系。为 ISO9002 质量体系认证企业, 并于 2004 年获得“采用国际标准产品标志证书”, 产品质量标准与国际接轨。公司未涂布印刷书写纸“博汇”牌书写纸是国家免检产品、国家火炬计划产品、山东名牌产品, 涂

布白卡纸是国家火炬计划产品, 芯层染色防伪涂布白卡纸为专利产品。公司主要设备处于国内先进水平, 年产 20 万吨高档包装纸板项目设备达到国际先进水平。

#### ◆ 区位和原材料供应优势明显

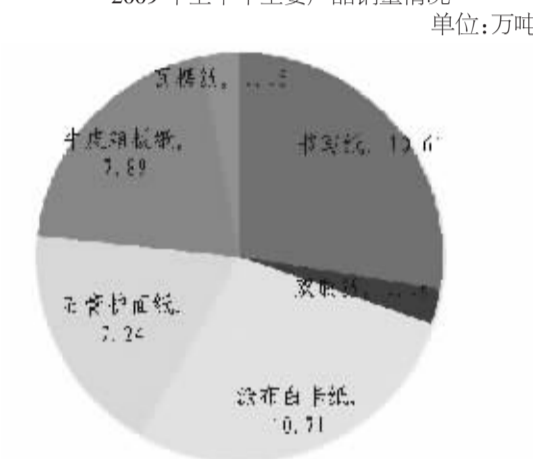
公司地处造纸行业聚集地山东省, 造纸业位居全国第一。产业聚集的特点使得公司在成本、行业信息、新产品研发、市场开拓等方面保持良好的竞争优势。

公司生产用主要原材料包括商品木浆、木材 (桉木片和原木)、进口废纸等。公司地处全国重点小麦主产区鲁西南地区和黄河中下游地区, 麦草供应充足; 在进口原料方面, 公司地处山东半岛, 木浆及废纸等原材料进口运输便捷, 公司采用国外供应商直接供货为主, 国内代理商供货为辅的方法, 开辟了多条原料供应渠道, 能够充分保证生产需要。同时, 公司周边地区的林业企业或农户利用滩涂地、盐碱地和山地等积极发展速生林木, 有助于优化公司原材料的供应环境。

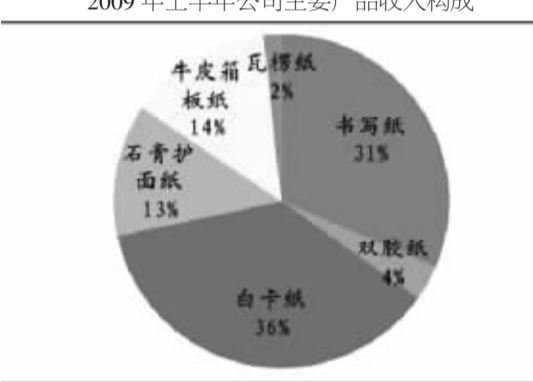
### 第五部分: 估值偏低 具有良好的投资价值

受国际金融危机影响, 博汇纸业 2009 年上半年表现不尽如人意, 2009 年上半年, 公司实现营业收入 14.40 亿元, 同比下降 23.2%; 营业利润 9174 万元, 同比下降 61.9%, 实现摊薄每股收益 0.13 元。

2009 年上半年主要产品销量情况



2009 年上半年公司主要产品收入构成



但纸业的冬天已经过去, 二季度公司盈利状况环比改善明显。主要体现在以下几个方面: 1、从每股收益来看, 一季度公司实现每股收益 0.042 元, 二季度实现每股收益 0.089 元, 环比增长 110.7%; 2、从毛利率来看, 二季度公司毛利率为 15.66%, 环比一季度提升了近 4 个百分点; 3、从净利润率来看, 二季度公司净利润率为 6.24%, 环比一季度提高了 2.44 个百分点。4、二季度公司产量环比增加 1.70 万吨, 增长 9.15%, 而销售量环比增加 4.80 万吨, 增长 28.27%; 5、产销率由 2009 年第一季度的 91.44% 提高到第二季度的 107.45%。公司正在走出低谷, 迎来行业的转机。

公司毛利率水平逐季恢复

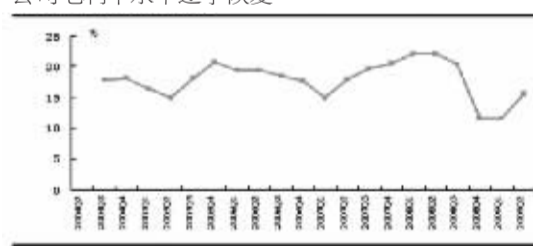


表 5: 博汇纸业盈利预测

项目	2007年	2008年	2009E	2010E	2011E
主营业务收入 (亿元)	31.68	33.11	32.32	41.46	51.37
净利润 (亿元)	1.98	2.54	2.02	3.18	3.94
每股收益 (元)	0.43	0.50	0.40	0.63	0.78
市盈率	23.12	19.88	24.85	15.78	12.74

注: 按 2009 年 9 月 21 日收盘价计算

表 6: 造纸行业估值

公司简称	代码	EPS0		PE08		PE09		PE10	
		8A	9E	E	A	E	E	E	E
太阳纸业	002078	0.46	0.73	0.83	36.20	22.81	20.06		
晨鸣纸业	000488	0.52	0.39	0.53	15.60	20.79	15.30		
美利纸业	000815	0.43	0.26	0.38	22.33	36.92	25.26		
岳阳纸业	600963	0.21	0.18	0.33	42.71	49.83	27.18		
华泰股份	600308	0.66	0.61	0.73	19.68	21.30	17.79		
合兴包装	002228	0.27	0.41	0.54	49.89	32.85	24.94		
平均		0.43	0.43	0.56	31.07	30.75	21.76		

注: 按 2009 年 9 月 21 日收盘价计算

基于国家宏观经济发展超出预期, 造纸行业转暖日益明朗, 预计 2009 年下半年, 博汇纸业经营将重回上升轨道, 假设公司募投项目顺利进行, 则公司 2010 年、2011 年摊薄前 EPS 分别为 0.63 元、0.78 元。相对于可转债初始转股价 10.34 元, 市盈率为 16.41、13.26 倍, 无论从博汇纸业历史估值还是行业估值水平来看, 初始转股价对应的市盈率都处于较低的水平。转股价格相对较低, 意味着未来转股价值的提升空间较大, 公司可转债具有良好的投资价值, 建议投资者积极参与申购。

根据公司战略, 公司将在继续做强做大白卡纸和文化纸的基础上, 充分利用市场机会和各造纸公司市场定位的差异, 充分发挥公司的技术、管理、机制和营销优势, 发展高附加值产品, 调整并优化产品结构, 提高产品附加值, 适度扩大生产规模, 2010 年前产能达到 120 万吨; 加快林、浆、纸一体化步伐, 扩大自制木浆规模提高木浆自给率, 博汇纸业的未来更值得期待。