

Company

历久弥新 立足造纸 衍盛文明

——山东博汇纸业股份有限公司公开增发A股网上交流精彩回放

出席嘉宾

山东博汇纸业股份有限公司董事长 杨延良先生
 山东博汇纸业股份有限公司董事、副总经理 杨升先生
 山东博汇纸业股份有限公司董事会秘书 杨国栋先生
 山东博汇纸业股份有限公司财务部经理 史霄女士
 广发证券机构客户部总经理助理 姚军先生
 广发证券投资银行部高级经理 周巍先生



山东博汇纸业股份有限公司董事长 杨延良先生致推介辞

尊敬的各位股东、各位网友：
 大家好！
 很高兴大家能在百忙中参加博汇纸业A股增发网上路演，共同关注和参与博汇纸业的发展。首先，请允许我代表山东博汇纸业股份有限公司，对所有热心参与的朋友致以衷心的感谢。多年来，正是广大投资者对博汇的支持与厚爱，推动着公司不断的成长进步，不断地取得新高度。我希望

借此机会，表达公司管理层对大家的谢意，同时希望大家对公司发展和本次增发提出宝贵的意见和建议。博汇纸业成立至今，经历了十余年的发展，渐渐获得了国内外市场的肯定，在全国设立了28个销售办事处，产品出口到欧美、中东、澳洲、东南亚等世界各地。同时“博汇”牌烟卡、涂布白卡纸、书写纸、牛皮箱板纸等产品，分别获得了“国家免检产品”、“山东省名牌”、“山东省著名商标”、“中国知名品牌”等荣誉。

展望未来，我们将继续做大做强造纸行业，依托资本市场，适应不断变化的需求，秉承“以市场为导向，以效益回报股东，回报社会”的理念，全面开展规范化、整体化、规模化经营管理，“博汇”将成为国际性的优质知名品牌，引领中国造纸行业的发展。今天有这个机会和大家通过网络进

行交流，希望大家对我们博汇纸业的经营情况、未来发展和公司的本次增发方案有进一步的了解，你们有什么疑问我们会真诚解答。希望通过交流使广大的博汇纸业投资者对公司未来发展充满信心。在今后的发展中，博汇也将一如既往，信守正确的经营理念，坚持规范的运作管理，与时俱进、开拓创新，努力将博汇纸业建设成为我国造纸产业的航空母



成为全国造纸行业的标志性企业，以最好的业绩回报股东、回报社会！谢谢大家！

广发证券投资银行部高级经理 周巍先生致辞

尊敬的各位嘉宾、各位朋友：
 大家好！
 首先，我谨代表博汇纸业的保荐机构广发证券欢迎大家参加山东博汇纸业股份有限公司的A股增发网上路演。广发证券作为博汇纸业的合作机构，本次能够与博汇纸业携手，为博汇纸业的进一步

发展贡献力量，我们深感荣幸。值得庆幸的并不只是因为我们能够参与博汇的增发项目，更在于我们可以与投资者一起关注和参与博汇纸业的发展壮大，见证博汇纸业在高速发展轨道上迈出的重要一步。

博汇纸业自上市以来，始终保持着快速稳定的增长，我们相信，博汇纸业所具备的行业地位、规模优势、良好的经营业绩、巨大的发展潜力必将使其由优秀走向卓越！广发证券也将一如既往地为博汇纸业提供高质量的金融服务，并愿与博汇纸业及各位投资者共同分享成功的喜悦。此次年

产15万吨石膏护面纸技术改造项目和年产9.5万吨化学木浆技改工程的实施，不仅符合博汇纸业业务发展的需要，使博汇得以在一个更完整的平台上发展造纸业务，大幅度提高公司的经济效益和综合竞争能力，实现可持续发展的快速发展。我们对博汇纸

业未来的发展前景充满信心，我们诚挚地向广大投资者推介这样一家运作规范、特色鲜明、极具发展潜力的优秀企业。欢迎大家踊跃认购。
 最后，我谨代表广发证券预祝博汇纸业本次发行取得圆满成功！谢谢！

行业背景和公司市场地位

问题：我们知道，公司主要产品是文化纸、涂布白卡纸和牛皮箱板纸，公司产品的生产能力和公司在国内的造纸行业占有什么样的市场地位？

杨延良：目前公司具有年产25万吨文化纸、20万吨涂布白卡纸、15万吨牛皮箱板纸、15万吨石膏护面纸的生产能力，公司书写纸近三年的国内市场占有率为7%左右，稳居国内第二位。公司自2004年底投产涂布白卡纸，烟卡的市场占有率达28%，在国内烟卡市场排名稳居前列。

问题：造纸行业近年来的发展趋势以及现状如何？

杨延良：全球造纸行业生产与消费每年以2-3%的速度增长，亚洲以8.5%的速度增长，名列各大洲之首，而中国造纸行业以18.13%的年平均增幅列亚洲之首。目前我国已成为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占世界纸消费总量的14%以上。
 目前我国造纸行业已开始进入由分散经营向规模经营过渡的阶段，企业的规模优势和规模效应开始逐步体现，造纸行业进入资本、技术、规模、品牌等全面竞争阶段。从长期来看，随着厂家规模的扩大，行业集中度的提高，行业内的竞争将逐步趋于稳定。

问题：请问造纸行业对于新进入者的资金和技术障碍是否明显？造纸行业的环境门槛有多高？

杨升：现代造纸业是资金和技术密集的基础原材料工业。以1万吨高档纸浆和纸浆产能为例，从木材到纸浆大约需要投入1.5-2亿元人民币，从纸浆到成品至少

需要1亿元投入。即每1万吨成品纸产能大约需投入2.5-3亿元人民币。此外，造纸业在技术上的现代化工程、大型高速机械、计算机自动控制系统于一体。因此，没有一定的资金和技术支撑，难以立足和参与激烈的造纸行业市场。

近年来国家对造纸行业的环保标准提出了更高的要求，落后产能将被淘汰，而对于本行业的新进入者则具有较高的环保门槛。

问题：公司在行业中的有什么样的竞争优势？

杨升：（1）原材料供应优势：公司地处全国重点小麦主产区，麦草供应充足；公司地处山东半岛，进口木浆及废纸运输便捷，公司采用国外供应商直接供货为主，国内代理商供应为辅的方式，开辟了多条原料供应渠道，能够充分保证生产需要。
 （2）主营业务突出：公司的主要产品为文化纸、涂布白卡纸和牛皮箱板纸，2004-2006年度公司主营业务利润占全部业务利润的比例分别为99.54%、99.34%、99.45%。
 （3）运营效率优势明显：根据2006年报，在造纸行业中盈利能力强的四家上市公司中（晨鸣纸业、华泰纸业、岳阳纸业、博汇纸业），本公司固定资产周转率和流动资产周转率最高，管理费用率与期间费用率最低。公司的资产净利率较高，仅次于华泰股份。综合分析可以看出公司整体盈利能力较强，运营效率较高。

（4）技术及研发优势：公司是国家级高新技术企业，山东省制造业信息化示范企业，设有省科技厅认定的工程研发中心，已取得11项专利，承担了3项国家级火炬计划、2项国家级重点火炬计划和1项国家重点项目的开发。
 另外，公司主要生产设备从国外进口，

设备的先进性保证了产品质量。公司以各省市和沿海经济发达城市为主在全国28个城市建立了销售办事处。国内许多大型出版社和烟厂充分认可“博汇”品牌，与公司建立了长期稳定的合作关系。

问题：主承销商如何看待博汇纸业的未来发展？

姚军：我们对博汇纸业的未来充满信心。公司主要产品在各个细分市场都受欢迎，稳定的市场需求，出色的研发能力和良好的客户关系以及优良的产品质量保证给博汇纸业新市场的进一步开拓提供了很大发展机遇。而且公司已经做好了这方面的准备，此次募投项目达产后，将直接带来公司效益的大幅度提升。

募集资金投向及公司运营状况

问题：请问公司此次募集资金将如何使用？

杨升：本次募集资金将用于两个项目：年产15万吨石膏护面纸技术改造项目和年产9.5万吨化学木浆技改工程，计划总投资额65,798万元。

问题：请问年产15万吨石膏护面纸技术改造项目的背景及市场前景如何？

杨升：纸面石膏板是国家建设部推广的新型墙体材料。随着中国经济的快速发展和城市化进程的加快，据预计国内石膏板用量将以30%的年均增长率增长，今后五年石膏板总用量将由现在的9亿平方米提高至20亿平方米。石膏护面纸是生产纸面石膏板的专用纸，起到模型板的作用。纸面石膏板的大量应用将使石膏护面纸的市场需求迅速增长，尤其是高档石膏护面纸的需求缺口较大，公司利用规模大的造纸

企业将精力投入纸业大产品上，规模小的企业无资金与技术优势发展此产品的市场机会，发展此产品。

问题：请问年产9.5万吨化学木浆技改工程的项目背景及市场需求与预测？

杨升：本工程年产9.5万吨化学木浆技改项目是公司调整现有纸浆结构，减少销售运输费用，压缩草浆用量，提高产品档次和提高原有草浆回收率的一项重要举措。该项目生产的化学木浆将用于公司涂布白卡纸及高档文化纸的生产，将有效降低公司原料木浆的成本，减少对进口木浆的依赖，提高公司盈利能力与竞争力。

问题：请说明一下本次募集资金投资项目的进展及市场开拓情况？

杨升：截至2007年6月30日，本次募集资金投资项目的进展情况如下：
 一、年产15万吨石膏护面纸技术改造项目已利用自有资金和银行贷款完成全部投资。2007年8月，该项目实现一次性试车成功，试生产的产品已通过新建建材厂的质量检验，并已小批量使用。公司将利用现有的销售网络，抽调骨干人员，通过召开产品推介会和订货会的方式加强营销力度，切实做好好产品的售后服务，在保证产品质量、稳定国内中高端市场的基础上，逐步进入国际市场。

二、年产9.5万吨化学木浆技改工程。截至2007年6月30日，该项目共投入资金11,996.11万元，占拟投资总额的27.77%。

问题：项目建成后对公司的效益及发展前景如何？

史霄：年产15万吨石膏护面纸项目建

成达产后，每年可增加利润总额4,408万元；年产9.5万吨化学木浆项目建成达产后，每年可增加利润总额9,397万元；两个项目建成达产后，合计可增加税前利润1.38亿元。项目建成后，将优化和调整公司的产品、原料结构，提高整体的盈利能力。

问题：我们知道，在造纸行业中，原材料价格对企业利润影响非常大，能否对公司使用的主要原材料价格趋势进行预测？

杨升：麦草：根据国务院批准的《节能减排综合性工作方案》，随着木浆小产能的关停，麦草的消耗量将大幅下降，采购成本将进一步降低。
 废纸：随着废纸用途的逐渐扩大，需求量的逐年提升，采购价格将稳中有升。
 木浆：近几年国际浆价持续高位盘整，随着国内外新浆厂建设和国内原料林逐渐进入砍伐期，木浆价格将回落。
 另外人民币升值将对公司降低进口木浆、废纸及设备的采购成本产生积极影响。

问题：当前公司环保处理的运营情况和未来在环保方面支出计划如何？

杨国栋：近三年，公司未受到环保部门的处罚，公司现有的废水日处理能力为10

万立方米，除满足现有的污水处理需求外，尚有一定的富余处理能力；公司目前的COD排放浓度为150毫克/升，优于国家标准。今后公司将在项目投入的同时配套建设相应的环保治理设施，满足国家及区域的环保标准。

问题：请介绍公司近三年的净利润及2006年主要财务指标，公司财务是否健康？

史霄：公司2004-2006年度的净利润分别为7,057.04万元、12,722.24万元和14,637.66万元，呈逐年递增的态势。2006年，公司存货周转率为4.42，应收账款周转率为7.44，资产负债率为54.83%，流动比率为1.03，速动比率0.59，公司资产运转良好，负债较少，短期偿债能力也较有保障。

问题：公司的未来发展规划是什么？

杨延良：（1）调整、优化产品结构；在继续做大做强白卡纸、文化纸的基础上，充

分发挥公司的技术、管理、机制与营销优势，调整、优化产品结构，降低经营风险。

（2）适度扩大生产规模：公司将适度扩大规模，2010年前产能力争达到120万吨。
 （3）加大研发与环保投入：公司将加大研发投入，储备高环保、高附加值的产

品；进一步提高环保治理水平，逐步达到发达国家的环保标准。
 （4）加快林、浆、纸一体化步伐：林业资源的储备将决定造纸企业的生存，因此，公司计划择机大力发展林业资源，在速生林基地合作造林，在条件好的地区大量种植自有林；在现有基础上扩大自制木浆规模。

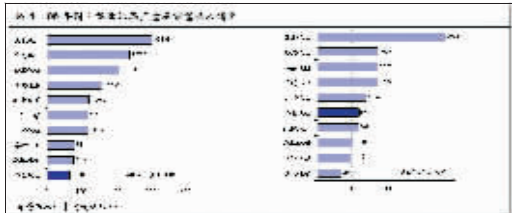
问题：对博汇纸业的市场价格定位你们是如何估价的？

姚军：博汇纸业的市场价格是由投资者来决定的，但我要告诉您的是公司主业突出、经营稳健、业绩良好、规模效益突出、发展前景广阔，是一个值得长期持有的公司。

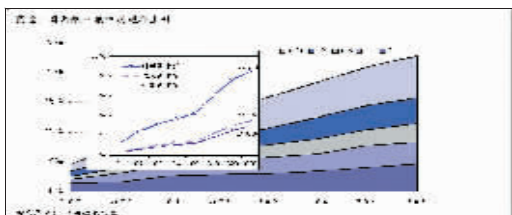


景气上升，链条上移 ——博汇纸业投资价值分析报告

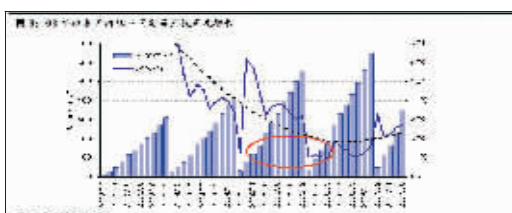
齐鲁证券 王爱民



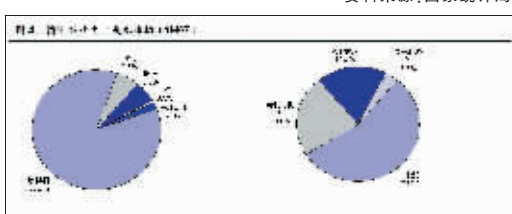
资料来源：中国造纸协会



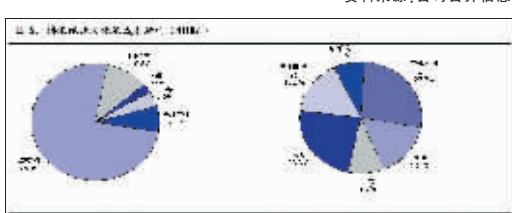
资料来源：中国造纸协会



资料来源：国家统计局



资料来源：公司公告信息



资料来源：公司公告信息

投资要点：

☆ 增发投资的项目前景看好，石膏护面纸预计贡献毛利7300万元，木浆技改预计节能约成本1.2亿元，公司增发不超过8000万股，预计增发数量在3500万左右；

☆ 国家倡导的节能环保政策使污染主要来源的纸业在供给上接受一次政策性整合，预计文化纸毛利率将大幅提升，季报显著增长可期。公司文化纸三季度两次提价，均价相对上半年上涨300元/吨，成本有所下降，毛利率在20%以上（半年报为15.74%），净利润可环比增长1500万；

☆ 公司税负明显高于其他造纸企业，随着08年两税合并和公司积极申请的税收优惠逐步体现，将明显提升公司的业绩；

☆ 预计增发之后公司07-08年的业绩分别为0.65、1.08元/股，07-08年考虑到公司较高的成长性，分别给予公司股价27元、32.4元左右的估值。

行业景气上升 纸业07年迎来拐点

博汇纸业在国内纸业中具有显著地位，04-06年其纸品产量一直保持国内前10位，销售收入前6位，利润总额前5位。01-06年公司销售收入年均增长44%，净利润年均增长24%。（见图1）

在近年国内纸业产业集中的过程中，利润集中度明显超过产量及收入集中度，如排名前30位的厂商集中了行业30%的产量和35%的销售收入，但集中了85%的利润总额，企业的规模领先总体表现为效益的更加领先。博汇纸业凭借行业地位预期有能力分享行业增长利润。（见图2）

在产品价格方面，由于06年纸业固定资产投资增长17%明显低于04-05年的34-32%，而投资转化为产能的时间大致为一年，07年行业竞争趋缓，供需关系得以改善，大部分纸种价格出现上涨，行业盈利拐点显现。展望08年，尽管07年上半年投资增速回升到27%，但主要投资项目为制浆和工业包装纸，则其他纸种产能增加依然有限，竞争缓和局面预期可以持续。（见图3）

在产品成本方面，07年末至08年全球阔叶浆计划投产规模将超出预期新增需求，而未来中国、南美及俄罗斯等国制浆业正在快速发展，该浆种预期价格维持甚至下跌，纸业成本有望同时得以改善。

白卡市场自06年走出低谷

白卡属涂布白纸板的高端品种，市场容量在200万吨左右。96-06年国内白纸板消费量年均增长25%，是所有纸品中增长最快的品种，其随着下游产业包装材料的稳定增长将支持白纸板消费的稳步提升，如医药、化妆品、食品、饮料等行业。（见表1）
 受04年底中华纸业70万吨项目和05年初晨鸣纸业30万吨项目投产影响，国内白卡市场出现了近半年的供需失衡，开工率下降，产品价格下跌。竞争的加剧也阻止了新增投入，06年以来及未来两年均无大型项目投产，开工率由05年的89%回升到06年的93%，预期仍将上行。今年以来产品价格缓慢攀升，由年初的6200元/吨上涨到目前的6800元/吨。

文化纸市场出现政策性机会

国家倡导的节能环保政策使污染主要来源的纸业在供给上接受一次政策性整合，与文化纸相关的计划淘汰产能包括：3.4万吨以上的草浆装置、排放不达标

的年产1万吨以下的以废纸为原料的纸厂。07年将淘汰落后产能230万吨，“十一五”期间将淘汰落后产能650万吨。该政策效果正在体现，8月份以来低档文化用纸供不应求，其中书写纸价格由5300元/吨持续上涨到目前的5800元/吨。

成本优势进一步增强
 在公司主导产品白卡（产能20万吨）和文化纸（产能25万吨）的成本构成上，原料分别占86%和75%的比重，降低该部分成本成为增强公司产品竞争力的主要来源。在原料构成方面，各类木浆又分别占了78%和40%的比重，木浆自给因此是降低成本的核心。（见图4、图5）

由于拥有自制化机浆生产线，公司于业内具有较大的成本优势。公司该浆种生产成本为2700-3000元/吨，低于阔叶浆2000元/吨左右，在白卡生产上的0.3吨的吨纸配浆将使其成本下降600元/吨，公司在同业该纸种中具有最高的毛利水平。

此次增发项目之一的新建9.5万吨阔叶浆生产线将进一步降低各类纸品成本。该项目吨浆成本3700-4000元/吨，低于目前市场价及公司采购价1000元/吨左右，项目达产后将形成每年近亿元的纸品成本下降，各类纸品毛利将据配浆比例不同程度地上升。该生产线计划08年第二季度投产。

石膏护面纸市场前景良好

公司增发的另一项目是年产15万吨石膏护面纸。
 纸面石膏板作为新型建筑墙体材料在国外工业发达国家有着广泛的应用，仅在日本使用量就超过5亿平方米。而我国作为能源匮乏的国家，在这方面的应用还处于拓展期。随着国家对新型建材的推广应用以及中国经济的快速发展和城市化

进程的加快，中国的城市、城镇建设持续繁荣的局面，家居、办公室等内墙使用纸面石膏板替代砖是一种发展趋势。

目前国内纸面石膏板的产量为5亿平方米，据预计国内石膏板用量将以30%的年均增长率增长，今后五年石膏板总用量将由现在的9亿平方米提高至20亿平方米。

石膏护面纸是生产纸面石膏板的专用纸，随着国内各主要石膏板厂家的大规模扩产，石膏护面纸的需求量大幅度增加，尤其对高档护面纸的需求增长较快。按照一平方米纸面石膏板耗用0.4公斤护面纸计算，预计今后5年石膏护面纸的国内需求将由现在的36万吨提高到80万吨，供需缺口将进一步加大。

目前石膏护面纸的市场价格约为3900元/吨，公司吨纸成本2600元/吨，产品毛利率在22%左右，高于公司目前其它纸种。项目达产后年增销售利润亿元左右，该生产线已于今年8月试车成功。

税负水平的下降将大大提升公司的业绩（见表2）

根据公司相对估值表可见博汇纸业的实际税负水平明显高于其他纸业公司，随着08年国家两税合并政策的实施，可以肯定公司的税负将大幅度降低。同时公司以制浆资产与外资合资成立公司将享受两免三减半的税收优惠。此外公司正积极争取白卡纸业务的高新技术产品资格（可享受15%的优惠税率）以及国产设备抵税，这都将使公司的税负进一步降低。

根据公司相对估值表预测，07-08年公司EPS为0.65元、1.08元，07-08年考虑到公司较高的成长性，分别给予公司股价27元、32.4元左右的估值。

表1：06-06年涂布白纸板消费增速最快

单位：万吨	1996	比增	2006	比增	年均增长率
新闻纸	96	3.1%	344	5.8%	13.7%
印刷书写纸	643	21.0%	1211	20.4%	6.5%
其中：铜版纸	77	2.5%	332	5.6%	15.8%
包装用纸	397	12.6%	528	8.9%	3.2%
生活用纸	230	7.5%	436	7.4%	6.6%
白纸板	109	3.6%	972	16.4%	24.5%
其中：涂布白纸板	102	3.3%	931	15.7%	24.7%
箱板纸	381	12.4%	1250	21.1%	12.6%
瓦楞原纸	545	17.8%	1193	20.1%	8.1%
纸品合计	3066	100.0%	6900	100.0%	8.0%

资料来源：中国造纸协会

表2：博汇纸业与其他公司实际税负水平一览表

证券简称	利润总额(百万)			所得税(百万)			实际税率		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006	2004	2005	2006
博汇纸业	110	195	224	37	65	75	33.56%	33.49%	33.50%
恒丰纸业	110	113	48	35	37	11	31.89%	33.20%	22.03%
晨鸣纸业	72	76	88	8	11	31	11.78%	14.74%	33.50%
岳阳纸业	83	112	83	27	18	22	32.96%	16.38%	25.85%
晨鸣纸业	847	863	891	206	202	144	24.36%	23.35%	16.13%
太阳纸业	316	402	409	32	41	50	9.99%	10.16%	12.19%
华泰股份	374	438	452	68	70	30	18.25%	15.96%	6.63%
银鸽投资	47	118	152	1	6	22	2.94%	4.93%	14.25%
美利纸业	61	63	36	0	1	1	0.36%	0.99%	1.87%

公司相对估值

公司	纸业主要公司相对估值水平					
	股票价格	07EPS	08EPS	07P/E	08P/E	
晨鸣纸业	14.03	0.52	0.62	26.98	22.63	
华泰股份	30.86	1.08	1.37	28.57	22.53	
岳阳纸业	38.58	0.58	1.19	65.24	33.26	
太阳纸业	29.58	0.99	1.34	29.88	22.07	
晨鸣纸业	13.2	0.31	0.53	42.58	24.91	
银鸽投资	17.67	0.46	0.67	38.41	26.37	
美利纸业	18.61	0.53	0.91	35.11	20.45	
平均				38.54	24.6	
博汇纸业	20	0.65	1.08	30.77	18.52	