

华泰股份 (600308)

当前股价: 8.26 元

新闻纸缓慢复苏, 化工产品助推业绩增长

投资要点:

- 公司作为国内新闻纸龙头企业, 产能达 120 万吨。新闻纸受经济危机影响较大, 不过自 1 月底开始, 下游需求出现缓慢复苏迹象。虽然美废价格下跌较大, 但是公司还在使用一些高价原材料, 因此产品的毛利率相比去年前三季度下滑较大, 预计一季度库存能够消耗完毕, 随着公司库存的逐步消化, 新闻纸的产量和毛利率将会环比上升。
- 公司目前文化纸产能为 40 万吨, 由于原料是全木浆, 相比国内其它公司毛利水平偏低, 这将减少公司的环保压力。参股公司 20 万吨超级压光纸目前仍然亏损。
- 公司现有化工业务受经济影响较大, 受累于下游需求不振, 毛利率从 38% 下滑到 20% 左右。而公司 25 万吨离子膜烧碱项目将会成为公司新的利润增长点, 其投产时间为今年 3 月底, 我们保守估计今年产出 10 万吨烧碱和 8.5 万吨液氯, 毛利率水平为 20%。
- 公司“林浆”项目包括鲁北平原林纸一体化项目和安庆市林浆一体化项目, 前者包括 60 万亩速生林、30 万吨化机浆和 45 万吨铜版纸, 后者包含 240 万亩林地以及 30 万吨木浆。这些项目建设期长, 还都没有开工建设。
- 预测华泰股份 08-10 年的 EPS 为: 0.63、0.58、0.78 元。目前造纸行业上市公司 09 年市盈率为 16.95 倍。我们按照造纸业务 17 倍市盈率、化工业务 15 倍市盈率估值, 得到公司目标价为 9.28 元, 给予公司“推荐”的投资评级。

研究员: 肖群

电 话: 025-84457777-497

E-mail: xiaoqun@mail.htsc.com.cn

http://www.htsc.com.cn

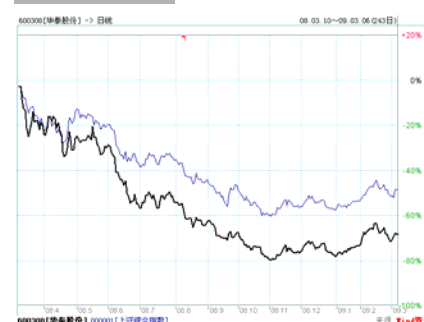
地 址: 南京市中山东路 90 号

投资评级

推荐

目标价: 9.28 元

股价走势图



公司基本资料

总股本(万)	54864.52
流通 A 股(万)	37041.55
52 周内股价区间(元)	5.6-29.88
总市值(亿)	45.32
总资产(亿)	95.18
每股净资产(元)	6.84

主要经营指标预测

	07A	08E	09E	10E
主营业务收入(亿)	60.32	66.18	63.71	70.64
+/-%	42.17%	9.71%	-3.73%	10.88%
净利润(亿)	4.96	3.47	3.17	4.28
+/-%	17.17%	-30.18%	-8.42%	34.76%
EPS(元)	0.90	0.63	0.58	0.78
P/E	9.13	13.08	14.28	10.60

一、公司概况

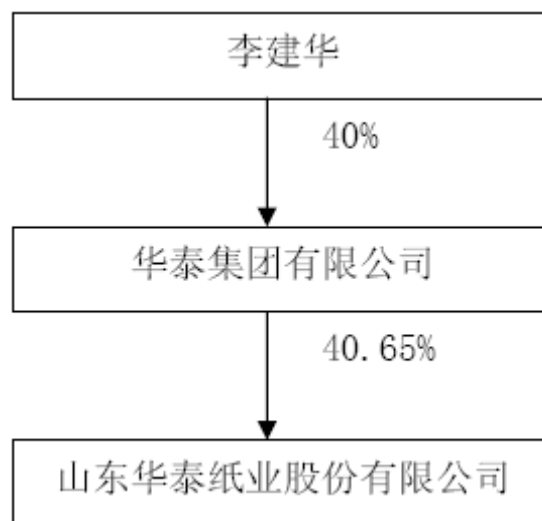
公司是 1993 年由东营市造纸厂作为发起人,采用定向募集方式设立的股份有限公司。2000 年公司发行社会公众股 9000 万股,公司总股本为 19247.33 万股。经过送股及转赠,公司目前股本总数为 54864.52 万股。公司控股股东是华泰集团有限公司,公司董事长李建华通过持有华泰集团有限公司 40%的股权,为公司实际控制人。

表 1: 公司前五大股东(万股)

名次	股东名称	持股数量	比例	股份性质
1	华泰集团有限公司	223,050,462	40.65	限售 A 股
2	嘉实稳健开放式证券投资基金 华安中小盘成长股票型证券投资基 金	25,624,802	4.67	流通 A 股
3	金	10,900,000	1.99	流通 A 股
4	博时价值增长贰号证券投资基金	10,599,901	1.93	流通 A 股
5	中邮核心成长股票型证券投资基金	8,000,000	1.46	流通 A 股

资料来源: 公司报告

图 1: 公司控制人情况:



资料来源: 公司报告

公司经营范围包括造纸、纸制品、纸料加工的生产和销售,化工产品、电、汽的生产销售等,公司的主要产品包括新闻纸、文化纸、烧碱、液氯、盐酸等,公司是国内最大的新闻纸生产商,目前公司拥有 120 万吨新闻纸生产能力和 40 万吨文化纸生产能力,2007 年公司通过向控股股东华泰集团有限公司增发 6823.1855 万股,购买其持有的三家化工公司和一家热电厂 100%股权,另外公司 50 万吨离子膜烧碱项目的一期 25 万吨/年烧碱将会于 3 月底投产,目前公司控股子公司情况

如下。

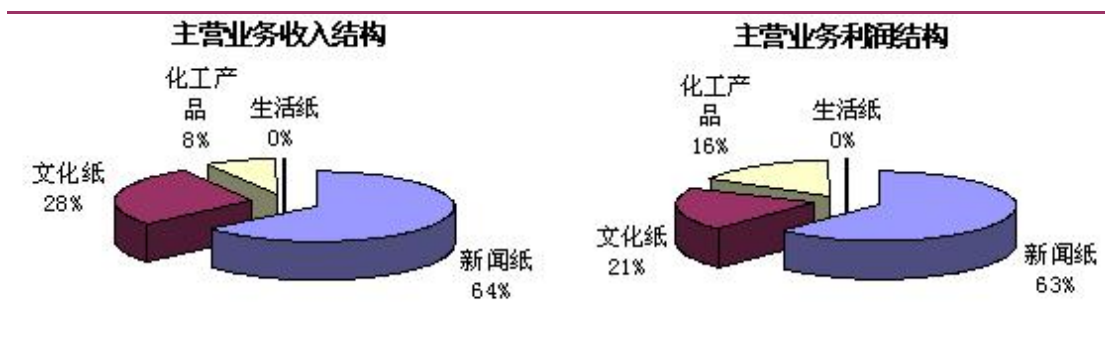
表 2: 控股子公司

公司名称	产品	持股比例
东营协发化工有限公司	化工产品	100%
东营华泰纸业化工有限公司	化工产品	100%
东营华泰精细化工有限责任公司	化工产品	100%
东营华泰热力有限责任公司	电、蒸汽	100%
东营市大王福利卫生纸厂	卫生纸	100%
东营华泰纸业有限公司	纸	75%
东营华泰清河实业有限公司	文化纸	83.67%
日照华泰纸业有限公司	文化纸	100%
日照华泰物资回收有限公司	废品	100%
安徽华泰林浆纸有限公司	纸浆	70%

资料来源：公司报告

从 2008 年上半年公司主营业务收入和利润构成来看，新闻纸、文化纸、化工产品分别占主营业务收入的 64%、28%、8%，占主营业务利润比例分别为 63%、21%、16%，其中化工产品的毛利率较高，随着公司化工产品产量的进一步扩大，这将为公司带来新的利润增长点。

图 2: 2008 上半年公司收入与毛利结构



数据来源：公司公告

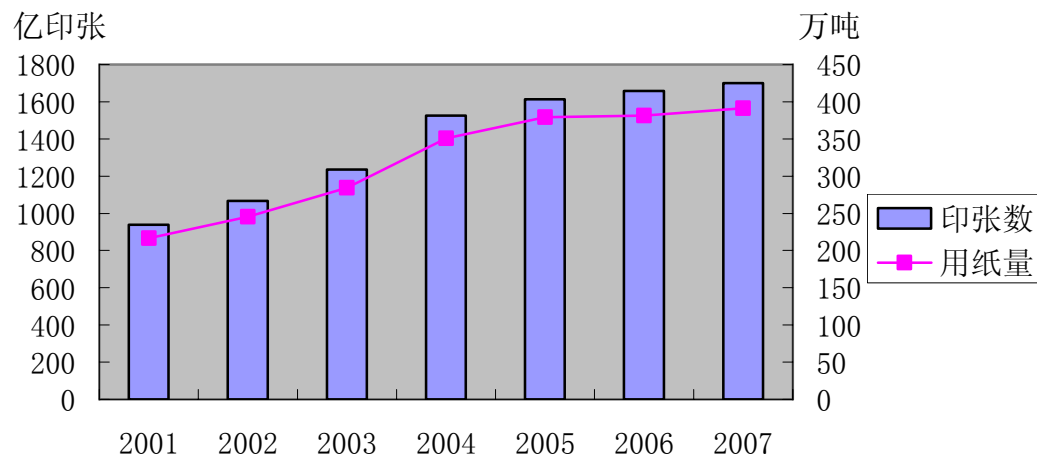
二、新闻纸：国内产能过剩

➤ 国内新闻纸供应过剩

新闻纸主要用于报纸出版业，随着我国报纸出版业的发展，新闻纸的消费量迅速增长。2000 年我国新闻纸消费量为 165 万吨，2007 年则达到 388 万吨，预计 2008 年消费量为 415 万吨。根据新闻出版总署的资料，2007 年国内出版报纸为 1700.76 亿印张，折合用纸量为 391.77 万吨，相

比2001年复合增长率达到10.4%。近几年由于互联网行业在新闻传播领域的冲击、奥运会短期需求拉动因素的消失以及国内外经济下滑因素的影响，新闻纸消费量在不断增加的同时，增幅将放缓。

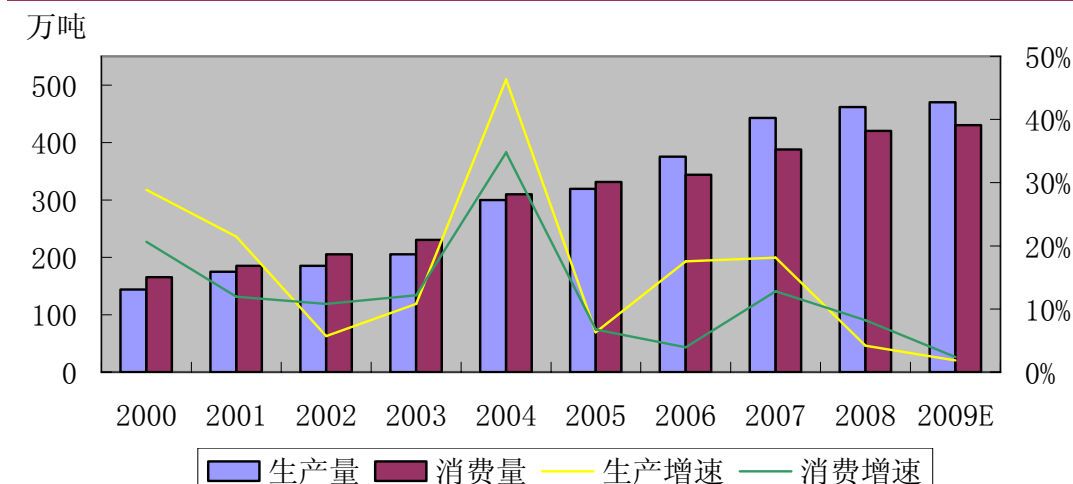
图 3: 我国报纸总印张及折合用纸量



资料来源: 新闻出版总署

相比新闻纸消费量的大幅增加，我国新闻纸产量增长的速度更加迅速。从20世纪90年代至2005年这段时间，由于国内的产能尚不能满足国内旺盛的消费需求，需要大量进口来填补供需缺口。在这样的市场环境之下，国内造纸企业开始纷纷扩大产能，大量的增产项目在2004年和2005年上马。随着这些项目的逐渐投产，从2006年起我国新闻纸市场的供需状况开始发生改变，部分过剩产能不得不通过拓展海外市场来寻求消化。2008年国内新闻纸产量为461.5万吨，同比增加4.2%，需求量约为415万吨，我们预计09年国内仍然保持着供求过剩的局面。

图4: 中国新闻纸供求形势

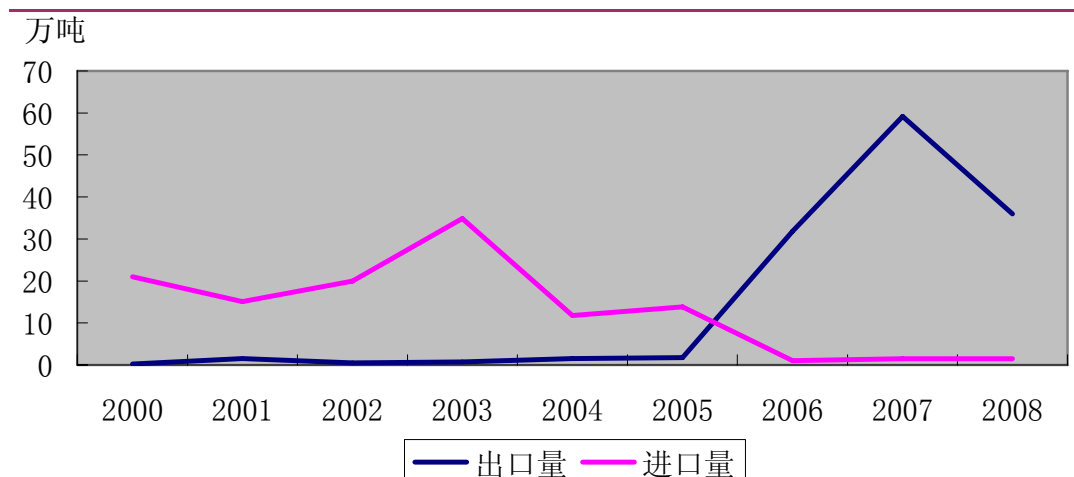


数据来源：中国纸网

➤ **出口难有起色，提高退税率燃起希望**

2007 年我国新闻纸净出口量为 59 万吨，而受到外围需求不足的影响，我国纸张月度出口量下降速度较快，其中新闻纸所受影响较大，2008 年出口量为 36 万吨，同比大降 39.3%，而且这种状况短期之内不会缓解，我们预计 2009 年随着国内外新闻纸需求增速的降低，供给过剩将愈发严重，国内企业只能限产保价。

图5: 新闻纸进出口量变化



数据来源：中国纸网

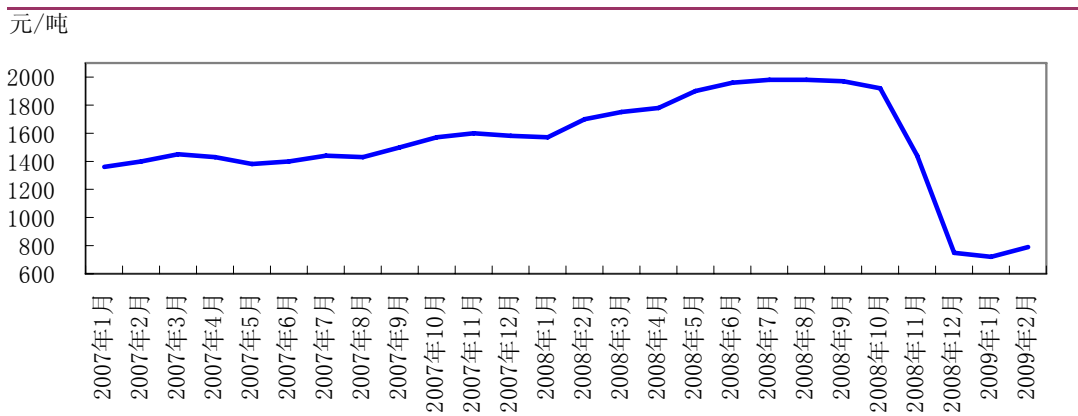
最近出台的轻工振兴规划暂时提高纸张出口退税率，对自主品牌出口的企业给予出口退税、所得税等政策上的优惠。虽然外围经济不振会削弱该项政策实施后的影响，而且需要细则的出台来规定最后的退税率，不过短期来看提高出口退税会刺激企业进一步开拓国际市场，这有利于缓解国内产能过剩的压力。

➤ **预计原料价格维持低位**

新闻纸的原材料美废8#价格跌幅较大，然而进入2月份废纸价格出现了较大幅度的反弹，美废8#由1月份最低位720元/吨上涨到790元/吨，这一方面的原因是由于国内纸品需求逐渐回暖的影响，但更重要的原因是由于同期海运指数出现了较大幅度的增长，波罗的海综合运费指数由1月份的913上涨到2月份的1825。由于新闻纸纸种不景气，造成其新建产能比较有限，另外国内废纸回收量的渐渐加大，也使得进口废纸的需求增速出现大幅的回落。2008年我国累计进口废纸2420万吨，同比增长7.3%，增速回落7.7个百分点，纸厂受需求不振影响开工不足，

废纸库存偏大，因此采购并不积极。我们预计废纸价格后市将长期走弱。

图6: 美废8#价格走势

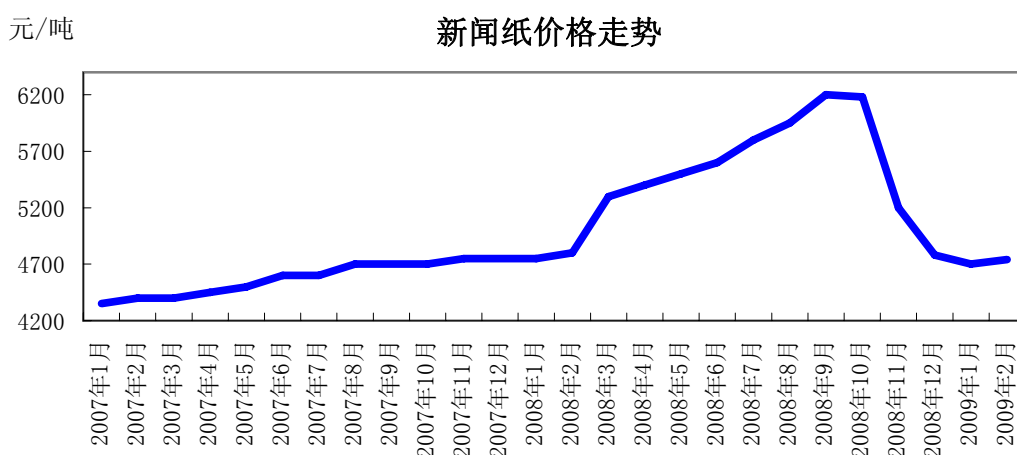


资料来源: 中国纸网

➤ 新闻纸价格将维持颓势

2月份新闻纸价格出现轻微上涨，吨纸价格由4700元上涨到4740元，上涨幅度很小，虽然美废8#价格处在低位，不过公司原料一般都是1个月之前所进的货，有的还需要使用去年底留下来的高价原料，因此目前价格的轻微上涨对于新闻纸毛利率提高基本没有贡献，在新闻纸市场总体仍处于供过于求的状态下，纸价将维持颓势。

图7: 新闻纸价格走势(单位: 元/吨)



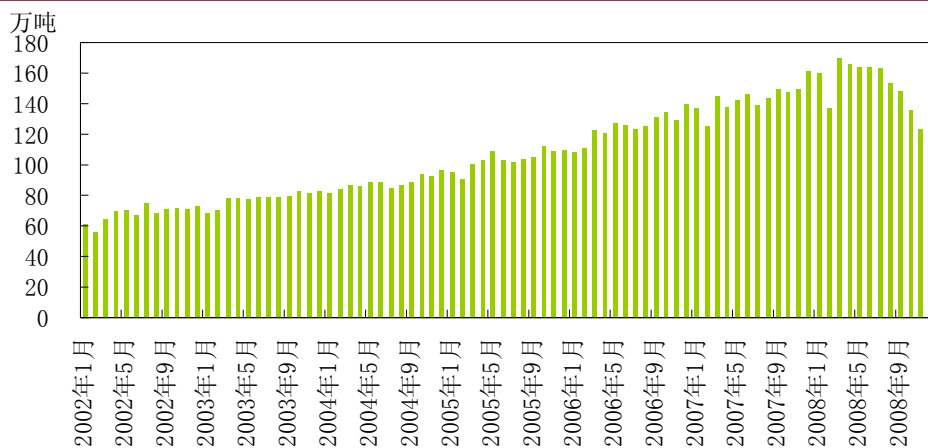
数据来源: 中国纸网

三、烧碱行业:受累于需求不振

工业上用电解饱和NaCl溶液的方法来制取NaOH、Cl₂和H₂，烧碱主要应用于轻工、化工、纺织等领域。世界烧碱消费结构中，化学工业所占比例最大，约为39%，其次为造纸，约为16%。我国烧碱消费以轻工、化工、纺织工业为主，三大行业每年的消费量约占75%。氧化铝、化纤、造纸、印染、医药等领域的快速发展带动了氯碱工业始终保持较快的发展速度。2006年，我国新增产能394万吨/年，产量达到1511.8万吨，成为世界第一大烧碱生产国。为了遏制氯碱行业盲目扩张趋势，促进产业结构升级，国家发改委发布了《氯碱行业准入条件》，自2007年12月1日开始执行。可是我国烧碱总产量还是由2000年的668万吨增长至2008年的1815万吨，年均增长率达到13.3%。

反观全球市场，2007年世界烧碱需求总量约为5870万吨，2008年全球烧碱需求量将达到6000万吨左右。由于世界上很多地区氯碱企业无法正常运营和大规模扩张，中国已成为烧碱市场非常重要的角色。2007年中国烧碱出口出现了很大幅度的增长，累计出口烧碱147.4万吨，同比上年增长10.8%，替代日本成为亚洲第一出口大国，而2008年国内烧碱出口量约为200万吨。

图8: 我国烧碱产量月度走势

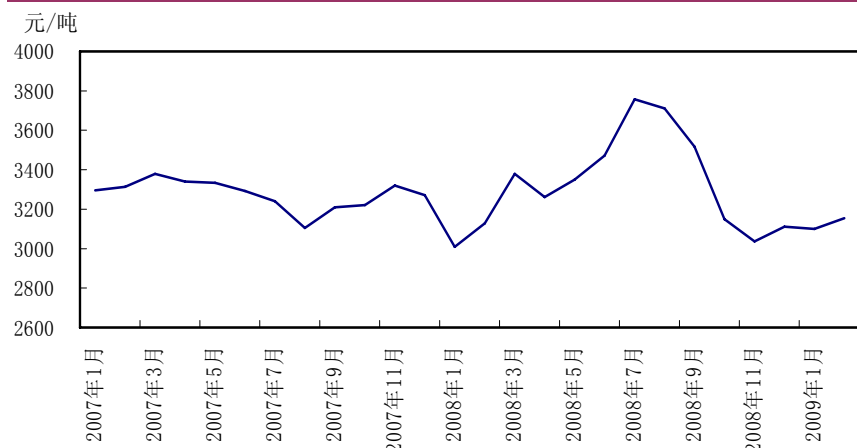


数据来源: 隆众石化商务网

从烧碱以及其副产品液氯的价格走势来看，由于下游氧化铝、造纸、化纤、印染受经济危机大环境影响较大，造成了对烧碱需求的减少，另外国内烧碱产量本来就是供大于求的态势，因此烧碱价格自去年8月份之后便逐步下跌，从最高位的3756元/吨下降到最低的3056元/吨，最近还徘徊在3100元/吨左右波动。同样液氯的价格也从去年4

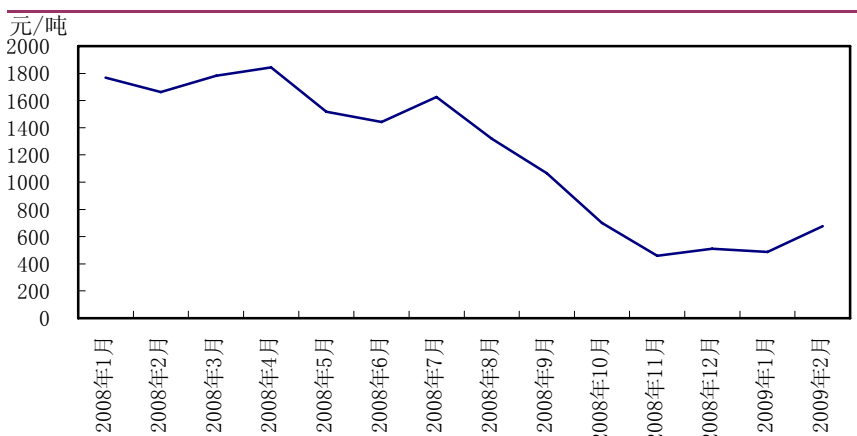
月份最高的 1844 元/吨下降到最近的 676 元/吨。

图9: 烧碱价格走势



数据来源: 隆众石化商务网

图10: 液氯价格走势



数据来源: 隆众石化商务网

三、公司造纸业务分析

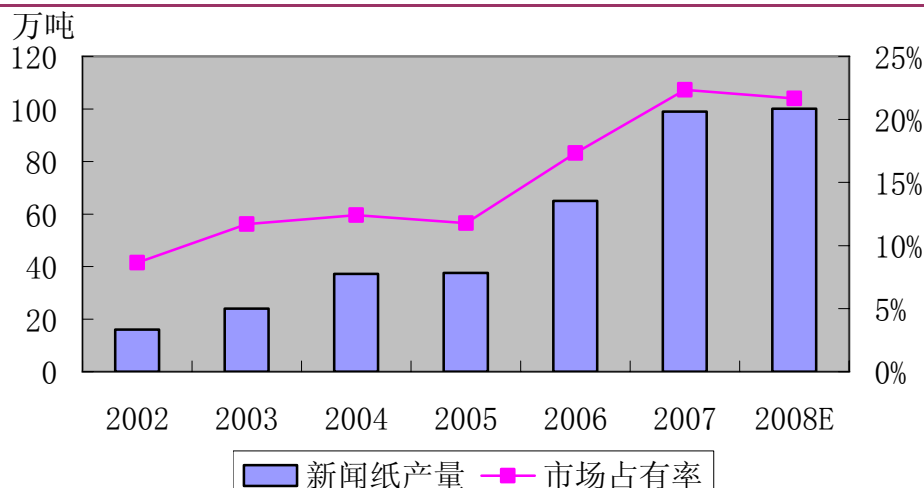
3.1 新闻纸: 行业龙头企业

➤ 新闻纸产量稳步上升

公司的新闻纸产能伴随着国内对新闻纸需求的增长而稳步推进。2001年还没有新闻纸的生产, 投资建设的10万吨/年高级杂志纸项目于当年10月份竣工, 2002年公司根据纸张市场的变动情况, 选择生产适应市场的品种, 将该生产线改造成年产16万吨新闻纸的生产线。2003年7月公司15万吨/年轻量涂布纸项目竣工投产, 该项目全套设备从德国福伊特公司引进, 可生产25万吨/年新闻纸, 根据当时市场需求, 该项目

改产新闻纸，该项目的上马使公司新闻纸产能达41万吨，成为国内最大的新闻纸生产厂家。2005年，公司新增40万吨新闻纸产能使得公司产能翻番。而2006年底投产的40万吨高级彩色新闻纸使得公司新闻纸产能从2002年的不足20万吨增长到目前的120万吨，其市场占有率也从02年的8.6%增长到08年的22%，是国内新闻纸生产当之无愧的龙头企业。

图11: 华泰股份新闻纸产量及其市场占有率

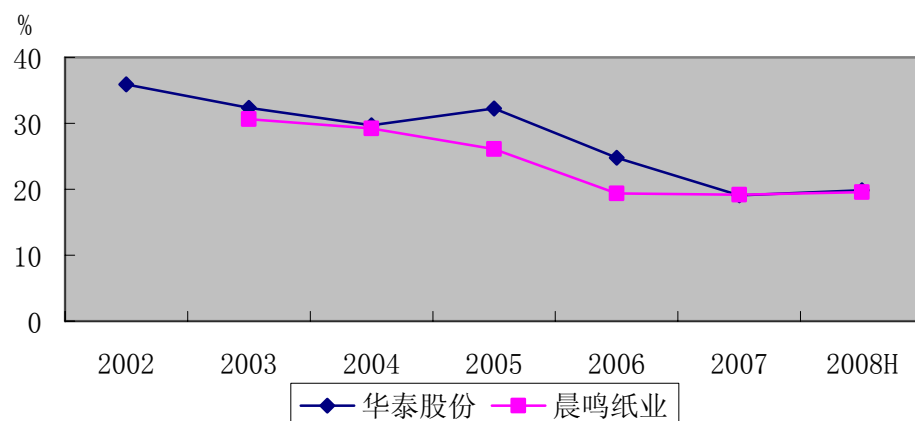


数据来源：公司公告

➤ 毛利率水平趋向一致

华泰股份刚刚投产新闻纸的时候，由于国内市场的短缺，当时毛利率高达35.89%，随着市场竞争的加剧及原材料价格的上涨，尤其是国内新闻纸市场在2006年发生供求关系的转变之后，华泰股份的毛利率下滑到2007年的19.09%。由于国内新闻纸生产同质化，所以与另外新闻纸生产企业晨鸣纸业相比的毛利率优势也在消失。

图12: 华泰股份及晨鸣纸业新闻纸毛利率走势



数据来源: Wind资讯

➤ 未来新闻纸毛利率会下降

公司新闻纸2008年第四季度受经济危机影响较大,其价格由最高点的6200元/吨下降到目前的4600-4700元/吨(含税),下降幅度较大,公司机台限速不停产,没有满负荷生产,产量也受到一些影响,从1月底开始下游需求开始缓慢恢复,公司新闻纸产销量慢慢放开,生产线陆续开工生产。最近新闻纸原材料价格美废8#下跌到120美元/吨,相比去年7月份高价280美元/吨下降较快,另外公司在2008年三季报中存货高达9.8亿元,环比半年报5.6亿元上升较多,公司1月份还使用了一些高价原材料,所卖的高成本产品占有一定比例,因此产品的毛利率相比去年前三季度下滑较大,随着生产线的正常运转,我们预计库存将在一季度消化完毕,新闻纸的产量和毛利率将会环比上升。

我们假设公司今年消耗美废价格为180美元/吨,并按照人民币汇率6.83,除美废8#外的固定生产成本为1750元/吨,每吨新闻纸耗用废纸1.2吨。敏感性分析结果显示,09年公司毛利率应该在18%左右。

表 3: 敏感性分析结果

	4400	4500	4600	4700	4800
200	9.90%	11.90%	13.80%	15.60%	17.40%
190	12.10%	14.00%	15.90%	17.70%	19.40%
180	14.20%	16.10%	18.00%	19.70%	21.40%
170	16.40%	18.30%	20.10%	21.80%	23.40%
160	18.60%	20.40%	22.10%	23.80%	25.40%

资料来源: 华泰证券研究所

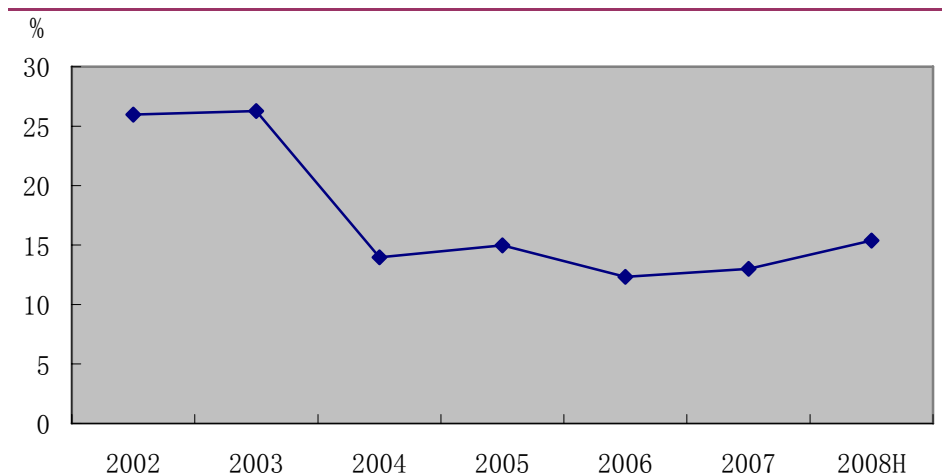
公司计划推进广东新闻纸项目,计划产能为40万吨,公司推进该项目的目的是因为公司的下游客户中广东地区用量比较多,公司还计划加大香港以及东南亚出口市场的开拓,而目前从公司本部运输到这些地区需要200~300元的运费。这些项目还处于圈地阶段,还没有开工建设。

3.2文化纸: 表现一般

公司文化纸产能总计有40万吨,包括本部的20万吨双胶纸以及清河华泰、日照华泰20万吨,公司2007年文化纸产量为27万吨,毛利率为13%,2008上半年随着节能减排推高了文化纸价格的走势,公司文化纸毛利率上升到15.4%,相比国内其它文化纸接近20%的毛利率水平明显

偏低，这主要是公司生产的双胶纸全部是用木浆生产的，相比一般的草浆文化纸生产线毛利水平肯定要差，不过长期来看，这将减少公司的环保压力。

图13: 华泰股份文化纸毛利率走势



数据来源: Wind资讯

公司与斯道拉恩索合资的20万吨超级压光纸(SC)纸机已经于2008年1月投产,公司参股比例为40%,由于外国的管理模式跟中国国情的适应需要一个过程,2008年并没有产生利润,公司表示将加强合资公司的管理,早日扭亏为盈。

四、化工业务增厚每股收益

4.1 现有业务受经济影响较大

公司 2007 年公司通过向母公司定向增发购买旗下的三家化工公司和一家热电厂,以减少关联交易,其资产状况如下表。公司化工业务毛利率较高,在 2006 年和 2007 年分别高达 44.8%和 38%,在 2008 上半年上升至 41.85%。华泰地处东营地区,具有丰富的盐水资源,所以生产烧碱的主要成本是电和蒸汽,平均每吨烧碱耗电量 2580 度和蒸汽 5 吨,约合标准煤 1.815 吨,随着下游需求的下滑,烧碱以及液氯价格均出现了回落,目前的化工产品毛利率已经下滑到 20%左右的水平,公司表示今年应该会高于 20%。

表4: 公司2007年增发收购资产

标的公司	主要产品及规模	主要业务往来
协发化工	隔膜烧碱 6 万吨/年、离子膜烧碱 12 万吨/年、	华泰股份、纸业化工、精细

	液氯 15.5 万吨/年、盐酸 3.2 万吨/年	化工、东营热力
纸业化工	双氧水 14.5 万吨/年	华泰股份
	AKD1460 吨/年、聚合氯化铝 4.4 万吨/年、增	
精细化工	白剂 2500 吨/年	华泰股份
		协发化工、纸业化工、精细
东营热力	供电 2.9 亿千瓦时/年、供热 27 万吨/年	化工

资料来源:公司公告

4.2 新建项目成为利润增长点

公司50万吨离子膜烧碱一期25万吨项目目前已经竣工,考虑到烧碱等化工产品价格自去年三季度开始大幅回落,投产时间将会拖延到3月底,新投产的项目毛利率较现有化工产品稍高,其产品一半用于内销,一半用来外销,我们保守估计今年生产10万吨烧碱和8.5万吨液氯,毛利率水平为20%。

五、公司“林一浆”项目有待时日

中国造纸行业产业链格局表现为“林—浆—纸”体系,其中造纸行业经过多年发展至今,总体产能已经过剩并积极开始寻求出口之路,而国内造纸企业原料过度地依赖进口使得原材料木浆价格曾经大幅上涨,虽然目前木浆价格由于全球需求的降低出现了大幅下跌行情,不过由于森林建设周期较长,而当前木材价格的下跌正好为造纸企业参与林—浆建设提供了一个良好的契机,相关造纸企业必须加快“林—浆—纸”一体化工程推进,提高木浆的自给率,尽快摆脱国内造纸原料过度依赖进口的不利局面,降低原料成本并提高盈利能力。

华泰股份目前本部有一条2006年投产的10万吨机械浆木浆生产线,无法满足40万吨文化纸用浆需求,公司目前正在积极向产业上游发展,以保证原材料供应。

鲁北平原林纸一体化项目已经于2007年被国家发改委核准,该项目位于东营市及周边地区,包括60万亩速生林、30万吨化机浆和45万吨铜版纸。由于铜版纸的现状是依靠出口消费过剩的产能,而且价格跌幅较大,基于对未来铜版纸前景堪忧以及目前整个行业景气度较差,这些项目还都没有动工。

公司于2007年与安庆市政府达成协议投资建设安庆市林浆一体化项目,项目包括240万亩林地以及30万吨木浆,公司计划将现有的松树及马尾松等改种植湿地松,用来生产更多的针叶浆,在木浆价格大跌的背景下,项目还没有动工建设。

六、盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测假设条件

公司 2008-2010 年新闻纸销售量分别为 95、100 和 102 万吨，而其毛利率则分别为 19%、18%、19.5%。

化工业务中一期 25 万吨烧碱项目预计 09、10 年分别生产 10 万吨和 20 万吨烧碱，鉴于未来产品保持着国内过剩局面，我们保守按照 20% 的毛利率计算。

按照 3 季度末 9.85 亿存货计提 08 年 1 亿存货跌价损失。

表 5：主要产品销售预测

产品		2007	2008	2009	2010
新闻纸	产量(万吨)	99	95	100	102
	单价(元/吨)	3895	4662	3930	4100
	成本(元/吨)	3151	3776	3223	3301
	销售收入(万元)	385559	442890	393000	418200
	销售成本(万元)	311951	358741	322260	336651
	毛利率	19.1%	19.0%	18.0%	19.5%
文化纸	产量(万吨)	27	27	27	27
	单价(元/吨)	4890	5200	4800	5100
	成本(元/吨)	4255	4420	4128	4335
	销售收入(万元)	133992	140400	129600	137700
	销售成本(万元)	116591	119340	111456	117045
	毛利率	13.0%	15.0%	14.0%	15.0%
生活纸	销售收入(万元)	2523	2500	2500	2500
	销售成本(万元)	1943	2000	1925	1925
	毛利率	23.0%	20.0%	23.0%	23.0%
化工产品	销售收入(万元)	49143	56000	92000	128000
	销售成本(万元)	30444	35280	73600	102400
	毛利率	38.0%	37.0%	20.0%	20.0%
其他收入	销售收入(万元)	31998	20000	20000	20000
	销售成本(万元)	17196	16000	16000	16000
	毛利率	46.3%	20.0%	20.0%	20.0%
总收入		603214	661790	637100	706400
总成本		478125	531361	525241	574021
毛利率		20.74%	19.71%	17.56%	18.74%
主营利润		125089	130429	111859	132379

资料来源：华泰证券研究所

公司 2008 - 2010 年盈利预测结果如下：

表 6：华泰股份盈利预测(单位: 万元)

	2007A	2008E	2009E	2010E
一、营业总收入	603214	661790	637100	706400
二、营业总成本	536572	600995	593024	647001
营业成本	478125	531361	525241	574021
营业税金及附加	3072	3309	3186	3532
销售费用	21155	26472	25484	28256
管理费用	16635	19854	19113	21192
财务费用	18058	20000	20000	20000
资产减值损失	(472)	0	0	0
三、其他经营收益	(600)	(12000)	0	0
公允价值变动净收益	0	(10000)	0	0
投资净收益	(600)	(2000)	0	0
四、营业利润	66041	48795	44077	59399
加：营业外收入	2210	0	0	0
减：营业外支出	341	0	0	0
五、利润总额	67910	48795	44077	59399
减：所得税	16692	12699	11019	14850
六、净利润	51218	36096	33057	44549
减：少数股东损益	1588	1444	1322	1782
归属于母公司所有者的净利润	49630	34652	31735	42767
七、每股收益(元)	0.90	0.63	0.58	0.78

资料来源：华泰证券研究所

6.2 盈利预测与投资建议

我们预测华泰股份 2008-2010 年的 EPS 分别为：0.63、0.58、0.78 元。目前主要造纸行业上市公司 09 年市盈率为 16.95 倍。我们按照预测的 EPS 水平给予华泰股份造纸业务 17 倍市盈率、化工业务 15 倍市盈率估值，综合市盈率为 16，得到股票的合理价格为 9.28 元，另外鉴于近期行业已经开始出现复苏迹象，我们给予公司“推荐”的投资评级。

表 7：主要造纸行业上市公司估值情况（采用 3 月 9 号股价）

公司	股价	BVPS	08EPS	09EPS	08PE	09PE	PB
晨鸣纸业	6.42	6.04	0.56	0.46	11.46	13.96	1.06
博汇纸业	6.17	4.92	0.5	0.48	12.34	12.85	1.25
岳阳纸业	6.16	4.59	0.23	0.20	26.78	30.80	1.34
太阳纸业	9.28	5.36	0.44	0.72	21.09	12.89	1.73
华泰股份	8.26	6.84	0.63	0.58	13.11	14.24	1.21
平均值					16.96	16.95	1.32

资料来源：Wind 资讯

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

-投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现15 % 以上;

推荐：相对强于市场表现5 % ~ 15 %;

观望：市场表现在 - 5 % ~ + 5 % 之间波动;

卖出：相对弱于市场表现5 % 以下。

免责条款:

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。