

华泰股份：不仅仅是新闻纸龙头

报告关键点：

- 受益于国家新环保政策的实施；
- 45万吨铜版纸项目启动；
- 给予增持-A的投资评级，三个月目标价12元。

报告摘要：

- 公司作为新闻纸的龙头企业，新闻纸产品的占比在60%以上，文化纸占比约25%；另外，化工业务占比不到10%。公司目前总产能160万吨，其中新闻纸产能120万吨，随着目前45万吨高档铜版纸项目的启动，公司正在向综合性的大型纸企转变。
- 文化纸产能为40万吨，将受益于环保标准的提高。由于公司文化纸原材料是全木浆，这样就减少了公司的环保压力。同时，随着中小的文化纸生产企业草浆生产线的关闭，将使得公司相对获益。
- 公司25万吨离子膜烧碱项目计划在09年中期投产，长期将会提高公司的利润水平。短期来看，由于下游需求回暖的迹象不是很明显，对公司业绩的贡献不大。目前，参股公司20万吨超级压光纸仍然亏损。
- 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。其中，45万吨铜版纸项目开始启动，目前在进行设备招标，预计10年投产，其余项目的进展不大。
- 新闻纸总体的产能过剩，08年主要是由于奥运的因素而出现景气的高点。短期来看，由于本次宏观经济的复苏主要来自于投资的拉动，因此作为带动新闻纸复苏的下游行业的启动还要滞后一段时间，短期行业景气好转的迹象不明显，公司的投资机会主要来自于估值水平的提升。
- 高档铜版纸项目的开始启动，将在今后几年带来业绩的增长；同时，一旦新闻纸的景气程度好转，作为新闻纸龙头的公司将会最先受益。因此，我们认为目前公司具有一定的投资价值。预计公司09年、10年的每股收益分别是0.58元和0.73元，给予公司增持-A投资评级，三个月的目标价为12元。

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格： **12.00 元**

期限： 3 个月 上次预测： 12.00 元

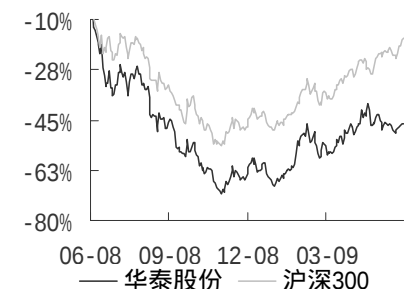
现价： 10.28 元

报告日期： **2009-06-04**

市场数据

总市值(百万元)	5,640.07
流通市值(百万元)	3,807.87
总股本(百万股)	548.65
流通股本(百万股)	370.42
12 个月最高/最低	5.60/19.78 元
十大流通股(%)	24.03%
股东户数	68,532

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(12.77)	(15.05)	(29.76)
绝对收益	(3.95)	14.21	(46.48)

研究员

郭振举
行业分析师

010-66581621

guozj@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	6,032.1	6,006.3	5,615.9	6,598.7	7,786.4
Growth(%)	42.2%	-0.4%	-6.5%	17.5%	18.0%
净利润	512.2	378.3	318.4	398.9	494.0
Growth(%)	17.2%	-26.5%	-12.7%	25.3%	23.8%
毛利率(%)	20.7%	18.8%	17.3%	18.8%	18.8%
净利润率(%)	8.2%	6.1%	5.7%	6.0%	6.3%
每股收益(元)	0.90	0.66	0.58	0.73	0.90
每股净资产(元)	6.90	7.32	7.67	8.11	8.65
市盈率	11.4	15.5	17.7	14.1	11.4
市净率	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2
净资产收益率(%)	13.5%	9.4%	7.6%	9.0%	10.4%
ROIC(%)	10.4%	8.8%	6.0%	7.3%	8.7%
EV/EBITDA	6.4	8.5	10.4	8.6	7.2
股息收益率	2.1%	2.7%	2.3%	2.8%	3.5%

前期研究成果

华泰股份：三季报显现行业压力	2008-10-27
华泰股份：新闻纸价格有望挺挺	2008-08-25
华泰股份：一季报符合预期	2008-04-28

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-6-4**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	6,032.1	6,006.3	5,615.9	6,598.7	7,786.4	成长性					
减: 营业成本	4,781.3	4,875.1	4,644.3	5,358.1	6,322.6	营业收入增长率	42.2%	-0.4%	-6.5%	17.5%	18.0%
营业税费	30.7	24.1	28.6	33.7	39.7	营业利润增长率	7.2%	-50.6%	26.6%	25.8%	23.4%
销售费用	211.5	195.4	196.6	251.4	296.7	净利润增长率	17.2%	-26.5%	-12.7%	25.3%	23.8%
管理费用	166.4	260.9	168.5	204.6	233.6	EBITDA 增长率	22.7%	-19.4%	-20.0%	18.0%	15.4%
财务费用	180.6	238.8	200.8	232.5	253.8	EBIT 增长率	11.5%	-32.8%	8.6%	22.5%	19.0%
资产减值损失	-4.7	42.7	-35.4	-0.6	-0.6	NOPLAT 增长率	18.3%	-4.7%	-23.5%	22.2%	19.3%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	13.6%	11.9%	0.5%	-0.1%	-0.7%
投资和汇兑收益	-6.0	-43.3	-	-	-	净资产增长率	16.4%	6.0%	4.8%	5.7%	6.7%
营业利润	660.4	326.0	412.5	519.1	640.6	利润率					
加: 营业外净收支	18.7	50.8	1.0	-1.0	1.0	毛利率	20.7%	18.8%	17.3%	18.8%	18.8%
利润总额	679.1	376.8	413.5	518.1	641.6	营业利润率	10.9%	5.4%	7.3%	7.9%	8.2%
减: 所得税	166.9	-1.5	95.1	119.2	147.6	净利率	8.2%	6.1%	5.7%	6.0%	6.3%
净利润	512.2	378.3	318.4	398.9	494.0	EBITDA/营业收入	23.8%	19.2%	16.4%	16.5%	16.2%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	13.9%	9.4%	10.9%	11.4%	11.5%
货币资金	898.0	798.2	1,183.8	2,712.6	4,059.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	372	344	358	314	270
应收帐款	932.3	1,025.6	877.0	1,030.5	1,216.0	流动营业资本周转天数	20	66	75	58	49
应收票据	224.8	68.3	215.4	253.1	298.7	流动资产周转天数	144	176	198	224	279
预付帐款	152.2	79.6	186.4	309.7	455.1	应收帐款周转天数	36	48	49	41	41
存货	585.5	1,099.0	699.8	807.4	952.7	存货周转天数	36	52	59	41	41
其他流动资产	0.0	-	-48.1	-22.6	8.3	总资产周转天数	532	569	635	600	598
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	396	448	507	433	365
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	176.2	136.5	170.0	170.0	170.0	ROE	13.5%	9.4%	7.6%	9.0%	10.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	5.6%	3.9%	3.2%	3.3%	3.6%
固定资产	5,995.2	5,473.3	5,692.0	5,811.1	5,860.4	ROIC	10.4%	8.8%	6.0%	7.3%	8.7%
在建工程	107.1	844.3	722.6	609.9	542.9	费用率					
无形资产	54.6	266.7	266.8	266.9	267.0	销售费用率	3.5%	3.3%	3.5%	3.8%	3.8%
其他非流动资产	41.8	30.9	35.6	36.0	36.2	管理费用率	2.8%	4.3%	3.0%	3.1%	3.0%
资产总额	9,167.8	9,822.4	10,001.2	11,984.5	13,866.5	财务费用率	3.0%	4.0%	3.6%	3.5%	3.3%
短期债务	1,829.5	2,348.6	2,343.5	2,943.5	3,243.5	三费/营业收入	9.3%	11.6%	10.1%	10.4%	10.1%
应付帐款	923.6	879.4	941.6	1,086.3	1,281.8	偿债能力					
应付票据	312.5	506.0	381.7	440.4	519.7	资产负债率	58.7%	59.1%	57.9%	62.9%	65.8%
其他流动负债	365.6	656.5	140.8	468.7	863.9	负债权益比	142.0%	144.5%	137.7%	169.5%	192.3%
长期借款	1,730.0	1,267.7	1,967.7	2,567.7	3,167.7	流动比率	0.81	0.70	0.82	1.03	1.18
其他非流动负债	218.7	147.5	18.3	31.1	46.5	速动比率	0.64	0.44	0.63	0.87	1.02
负债总额	5,379.9	5,805.8	5,793.6	7,537.6	9,123.1	利息保障倍数	4.66	2.36	3.05	3.23	3.52
少数股东权益	260.9	276.1	276.1	276.1	276.1	分红指标					
股本	548.6	548.6	548.6	548.6	548.6	DPS(元)	0.22	0.28	0.23	0.29	0.36
留存收益	2,978.4	3,191.9	3,382.9	3,622.3	3,918.7	分红比率	24.2%	42.1%	40.0%	40.0%	40.0%
股东权益	3,788.0	4,016.6	4,207.6	4,447.0	4,743.4	股息收益率	2.1%	2.7%	2.3%	2.8%	3.5%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	512.2	378.3	318.4	398.9	494.0	EPS(元)	0.90	0.66	0.58	0.73	0.90
加: 折旧和摊销	593.9	592.7	310.4	338.3	363.3	BVPS(元)	6.90	7.32	7.67	8.11	8.65
资产减值准备	-4.7	42.7	-35.4	-0.6	-0.6	PE(X)	11.4	15.5	17.7	14.1	11.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2
财务费用	133.1	180.6	238.8	200.8	232.5	P/FCF	-	240.8	10.4	3.5	3.9
投资收益	6.0	-43.3	-	-	-	P/S	0.9	0.9	1.0	0.9	0.7
少数股东损益	15.9	13.6	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	6.4	8.5	10.4	8.6	7.2
营运资金的变动	-704.7	-682.0	62.5	96.5	132.8	CAGR(%)	-8.0%	9.3%	23.3%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	1,006.5	615.6	856.7	1,065.5	1,243.4	PEG	-1.4	1.7	0.8	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-501.2	-905.2	-431.6	-331.1	-331.1	ROIC/WACC	1.4	1.2	0.8	1.0	1.2
融资活动产生现金流量	-256.5	100.2	-59.9	808.0	448.6	REP	0.9	1.1	1.5	1.2	1.0

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

郭振举，北大金融学硕士，在读经济学博士，具有基金、投资咨询的工作背景，证券从业经历 6 年。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
 B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤

021-67865293

梁涛

021-68766067

张勤

021-68763879

周蓉

010-66581676

李昕

010-66581689

张茜萍

0755-82558089

王远洋

0755-82558087

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

zhouyong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

李国瑞

021-68763872

南方

021-68765206

马正南

010-66581668

潘琳

0755-82558268

王昊文

0755-82558069

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wanghw@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京