

2009-07-28

纸制品

华泰股份 600308.SH

新闻纸景气回升，调升评级至增持

◇ 事件：公司公布中报

◆公司上半年每股盈利 0.251 元，略超预期，

华泰股份上半年实现营业收入 26.1 亿元，同比减少 22.55%；归属于母公司所有者净利润 1.38 亿元，同比减少 54.37%；每股收益 0.251 元，略超我们之前 0.2 元的预期。

公司上半年的营业收入同比减少 22.55%，毛利率从去年同期的 21.82%降低近 7 个百分点至 15.08%，而同期销售费用率受销售收入下滑的影响上升 1 个百分点至 11.38%；销售净利率下降 4 个百分点至 5.38%。利润的大幅下滑主要归因于新闻纸行业景气低迷，这一方面表现在订单、销量的减少，根据我们的测算，公司的产能利用率同比下降了 15 个百分点；另一方面，价格与去年景气顶点相比，新闻纸价格下跌幅度超过了 20%。产能利用率和价格的下跌致使营业收入和毛利率大幅降低。

◆中报利润一半归因于非经常性损益

上半年公司的非经常性损益大幅增加，主要包括收到各类政府补助共计 6006 万元，以及 2008 年报存贷减值准备转回 2821 万元。扣除非经常性损益影响，上半年公司的净利润仅为 7747 万元，约合每股 0.14 元，几乎只有每股收益 0.251 的一半，同比减少 73.39%。

◆行业景气呈现逐季回升态势，预计全年 EPS 0.60 元，调升评级至增持

随着宏观经济逐渐走出低谷，纸张市场表现出强劲的复苏势头，除新闻纸之外的多数纸种已经开始涨价，新闻纸和文化纸虽未有明显的涨价行为，但厂商订单也出现了逐季回升的态势。成本方面，美废 8#在一季度的快速下跌后，目前稳定在 150 美元/吨的相对低位，低廉的原材料价格有利于公司盈利能力的恢复。

即使扣除非经常性损益的影响，我们仍可以看到公司的生产经营正受益于行业景气回升。单季度来看，08Q4、09Q1、09Q2 的毛利率分别为 8.6%、12.4%、16.8%，去除非经常性因素影响的单季度每股的经营性净利润分别为 -2200 万、-1000 万、5000 万，明显出现回升势头。除主业新闻纸之外，公司 25 万吨离子膜项目已经于 6 月试车，按照目前市场 2400 元/吨的烧碱价格，预计该项目达产后将贡献 6 亿的销售收入，1.5 亿左右的毛利。随着新闻纸旺季的到来，三、四季度公司的营业收入和毛利率将进一步回升，我们预计公司 09 年全年营收增长率 1.45%，毛利率较 08 年略低，维持在 18.43%。我们预计 09/10 年 EPS 分别为 0.60 元/0.90 元，09/10 年 PE 分别为 22/15 倍，估值具备一定吸引力，给予增持评级。

业绩预测和估值指标

指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	6,032	6,006	6,093	7,593	9,190
营业收入增长率	42.17%	-0.43%	1.45%	24.61%	21.03%
净利润（百万元）	496	365	329	495	783
净利润增长率	17.17%	-26.53%	-9.68%	50.23%	58.26%
EPS（元）	0.90	0.66	0.60	0.90	1.43
ROE	13.52%	9.42%	7.87%	10.44%	14.06%
P/E	15	20	22	15	9
P/B	2	2	2	2	1

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

调升

增持

当前价格	13.48 元
目标价格	15.00 元
目标期限	6 个月

分析师：

程杲

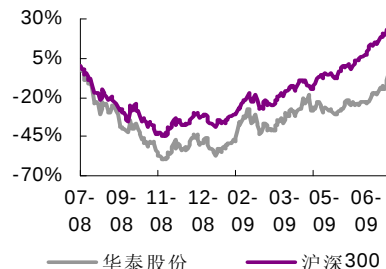
021-22169172

chenggao@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)	549
总市值(百万元)	7,396
流通比例(%)	67.51%
12 个月最高/最低（元）	14.64/5.60
近 3 月日均成交量（百万股）	13.42
主要股东	华泰集团有 限公司

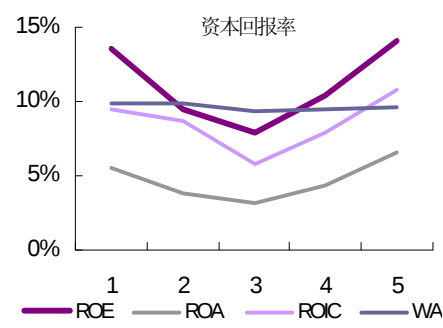
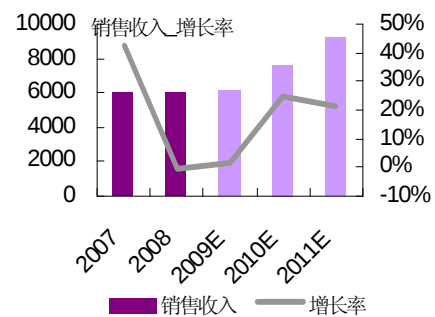
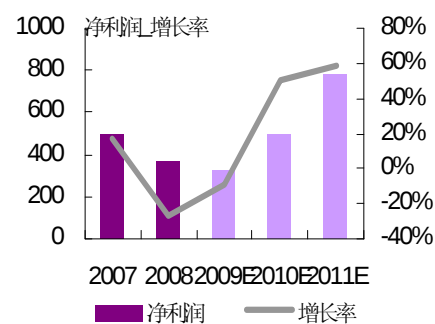
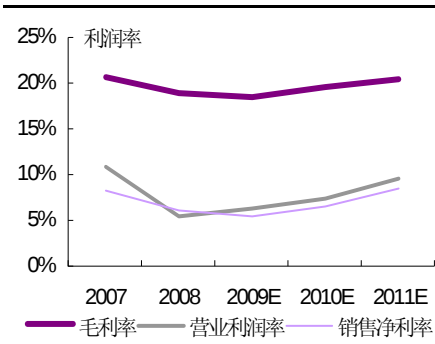
股价表现（12 个月）



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	3.89	-16.53	-30.04
绝对收益	23.55	32.42	-2.67

相关报告：

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	6,032	6,006	6,093	7,593	9,190
营业成本	4,781	4,875	4,970	6,108	7,312
EBITDA	860	616	1,273	1,554	1,893
折旧和摊销	675	733	772	809	845
销售费用	212	195	262	304	322
管理费用	166	261	265	330	399
财务费用	181	239	217	256	236
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	-6	-43	27	0	0
营业利润	660	326	381	565	885
利润总额	496	365	381	565	885
少数股东损益	16	14	14	14	14
归属母公司净利润	496.30	364.64	329.32	494.74	782.99

资产负债表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
总资产	9,168	9,822	10,875	11,546	12,221
流动资产	2,793	3,071	3,119	3,822	4,570
货币资金	898	798	810	1,009	1,221
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	738	850	862	1,075	1,301
应收票据	225	68	69	86	105
其他应收款	195	176	176	176	176
存货	586	1,099	1,120	1,377	1,648
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	176	136	147	147	147
固定资产	5,995	5,473	6,383	6,445	6,439
无形资产	55	267	253	240	227
总负债	5,380	5,806	6,516	6,678	6,557
无息负债	1,688	1,613	1,576	1,992	2,445
有息负债	3,692	4,193	4,940	4,686	4,112
股东权益	3,788	4,017	4,360	4,868	5,665
股本	549	549	549	549	549
公积金	1,903	1,948	2,024	2,143	2,269
未分配利润	1,106	1,296	1,574	1,992	2,656
少数股东权益	261	276	290	303	317

现金流量表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	1,007	616	1,172	1,409	1,722
净利润	496	365	329	495	783
折旧摊销	675	733	772	809	845
净营运资金增加	1,241	-682	-106	822	1,970
其他	-1,406	199	177	-717	-1,876
投资活动产生现金流	-501	-905	-1,689	-700	-700
净资本支出	-76	2,391	980	980	980
长期投资变化	0	136	0	0	0
其他资产变化	-426	-3,432	-2,669	-1,680	-1,680
融资活动现金流	-	-	-	-	-
股本变化	68	0	0	0	0
债务净变化	432	501	747	-253	-574
其它长期负债变化	379	-75	-36	415	453
净现金流	249	-189	12	199	212

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
成长性 (%YoY)					
收入增长率	42.17%	-0.43%	1.45%	24.61%	21.03%
净利润增长率	17.17%	-26.53%	-9.68%	50.23%	58.26%
EBITDA 增长率	13.46%	-28.39%	106.81%	22.10%	21.76%
EBIT 增长率	13.58%	-28.39%	-2.78%	37.17%	36.53%
EPS 增长率	2.60%	-26.53%	-9.68%	50.23%	58.26%
估值指标					
PE	15	20	22	15	9
PB	2	2	2	2	1
EV/EBITDA	12	17	9	7	5
EV/EBIT	12	17	19	13	9
EV/NAPLAT	13	18	21	15	10
EV/Sales	2	2	2	1	1
EV/IC	2	2	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	26.56%	18.83%	18.43%	19.56%	20.44%
EBITDA 率	14.25%	10.25%	20.89%	20.47%	20.59%
EBIT 率	14.25%	10.25%	9.82%	10.81%	12.20%
税前净利润率	11.26%	6.27%	6.25%	7.44%	9.63%
税后净利润率	8.23%	6.07%	5.40%	6.52%	8.52%
ROA	5.59%	3.85%	3.15%	4.40%	6.52%
ROE	13.52%	9.42%	7.87%	10.44%	14.06%
ROIC	12.58%	8.63%	6.46%	8.80%	12.00%
偿债能力					
净负债 / 权益	0.70	0.70	0.95	0.76	0.51
资产负债率	58.68%	59.11%	59.91%	57.84%	53.65%
流动比率	0.81	0.70	0.69	0.86	1.14
速动比率	0.64	0.45	0.44	0.55	0.73
每股指标					
EPS	0.90	0.66	0.60	0.90	1.43
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-	1.12	2.14	2.57	3.14
每股净资产	6.90	7.32	7.95	8.87	10.32
每股销售收入	10.99	10.95	11.11	13.84	16.75
每股 EBITDA	1.57	1.12	2.32	2.83	3.45

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

程杲，复旦大学经济学硕士，2007 年 11 月加入光大证券研究所，从事造纸行业研究。

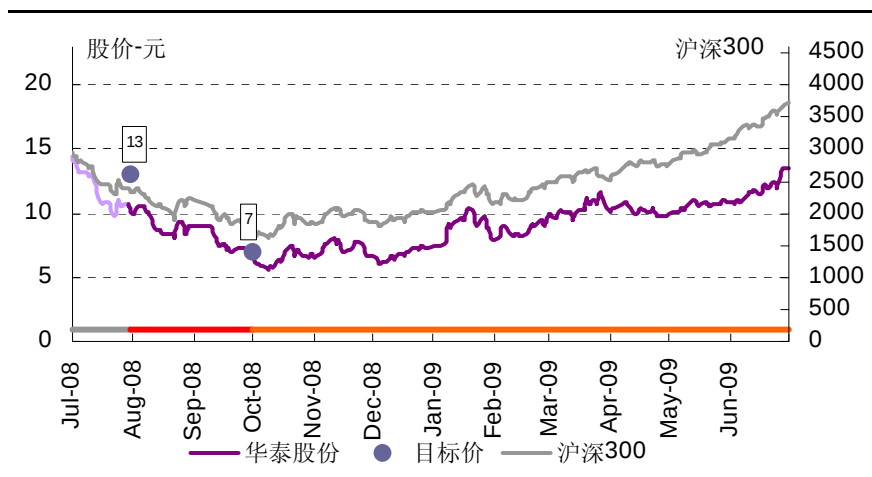
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

华泰股份（600308）

分析师：程杲



日期	股价	目标	评级
2008-08-26	10.71	13.00	增持
2008-10-27	7.19	7.00	中性

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
上海				
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebsecn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
深圳				
	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。