

王旭东 021-68407681
wangxd@cmschina.com.cn

濮冬燕 021-68407301
pudy@cmschina.com.cn

2009年8月3日

华泰股份(600308.SH)/13.38元

新闻纸景气短期回升

原材料·造纸印刷

目标估值:

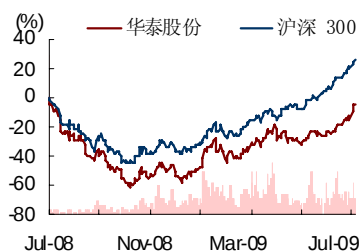
中性-A(维持)

基础数据

上证综指	3322
总股本(万股)	54865
已上市流通股(万股)	37042
总市值(亿元)	74
流通市值(亿元)	50
每股净资产(MRQ)	7.0
ROE(TTM)	5.2
资产负债率	58.7%
主要股东	华泰集团有限公司
主要股东持股比例	40.7%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	23	81	-2
相对表现	3	-3	-30



相关报告

- 1、《新闻纸新一轮涨价分析-新闻纸价格上调为短期利好因素》2008/8/4
- 2、《华泰股份-受惠新闻纸价格上涨》2008/3/12
- 3、《华泰股份(600308)-已进入价值投资区域》2008/8/27
- 4、《华泰股份(600308)-硬估值指标显示买入吸引力不足》2009/4/20

受益于经济的回暖,造纸行业景气将得以回升,但受制于主要品种新闻纸以及预建的铜版纸产能压力较大。目前股价对应的09、10年PE分别为21.6倍、19.5倍,考虑到新闻纸的需求成长性较弱,维持公司“中性”评级。

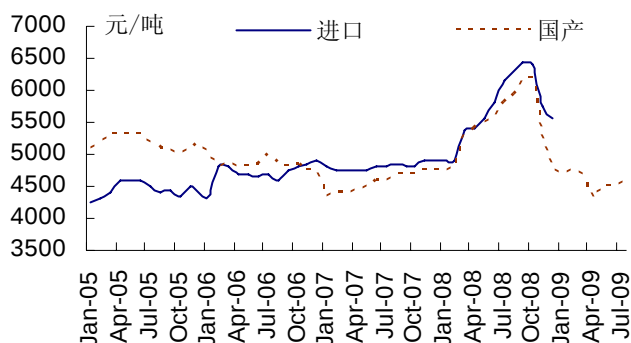
- **09年中报业绩同比增长-54.37%。**公司09年中期实现销售收入26.09亿元,营业利润1.17亿元,净利润1.4亿元,同比分别增长-22.6%、-51.46%、-54.37%。每股收益为0.25元。业绩符合预期。
- **公司新闻纸毛利率有所回升:**上半年新闻纸价格低位运行(图1),但主要得益于原材料价格的大幅回落,新闻纸毛利率有所回升(图4)。根据我们的统计,未来3年新增产能有限,仅有南京华伦君泽纸业20万吨产能预计在11年投产,但09年新闻纸产能已达600万吨,未来新闻纸价格的回升仍有很大的压力。
- **45万吨铜版纸项目为未来成长打开想象空间。**公司将新建45万吨铜版纸项目,设备已经签约,预计建成后年产能最高可达80万吨。预计2010年上半年建成投产,投产后年增产值56亿元,利税6亿元。
- **化工业务具有增长潜力。**据中报显示一期25万吨离子膜烧碱项目已进入试车阶段,将增加公司新的业绩增长点。
- **计入当期损益的政府补助增厚公司业绩。**报告期内公司收到计入当期损益的补助为0.6亿,主要为公司致力于环境治理取得的政府补贴和奖励,相当于增厚每股收益0.12元。
- **预估每股收益09年0.62元、010年0.68元。**同比分别增长-6.9%和10.6%。
- **维持“中性”投资评级:**受益于经济的回暖,造纸行业景气将得以回升,但受制于主要品种新闻纸以及预建的铜版纸产能压力较大,目前股价对应的09、10年PE分别为21.6倍、19.5倍,考虑到新闻纸的需求成长性较弱,我们维持公司“中性”评级。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	6032	6006	5837	7032	7543
同比增长	42%	0%	-3%	20%	7%
营业利润(百万元)	660	326	347	444	516
同比增长	7%	-51%	6%	28%	16%
净利润(百万元)	496	365	340	376	421
同比增长	17%	-27%	-7%	11%	12%
每股收益(元)	0.90	0.66	0.62	0.68	0.77
PE	14.8	20.1	21.6	19.5	17.4
PB	2.1	2.0	1.8	1.7	1.6

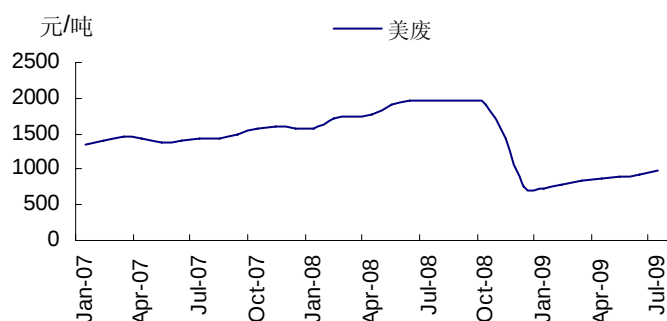
资料来源:招商证券

图 1: 新闻纸价格走势



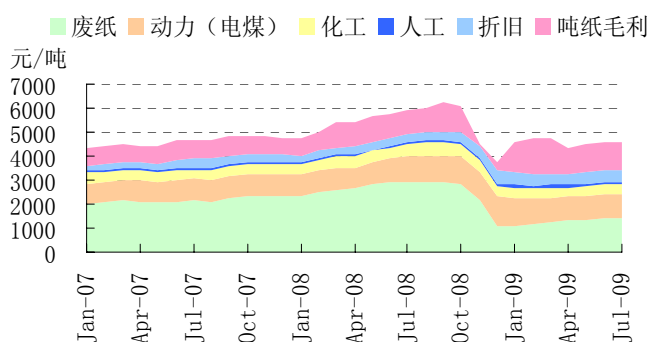
资料来源：招商证券研发中心

图 2: 美废价格走势



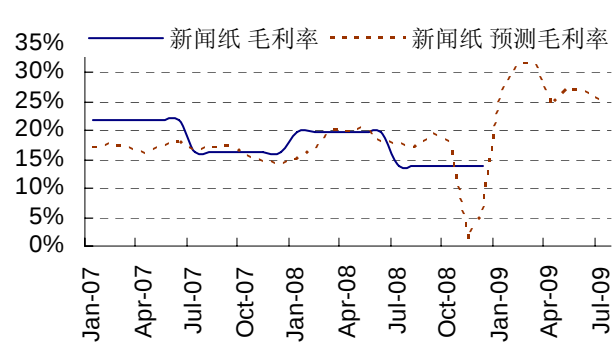
资料来源：招商证券研发中心

图 3: 新闻纸主要成本及吨纸毛利示意图



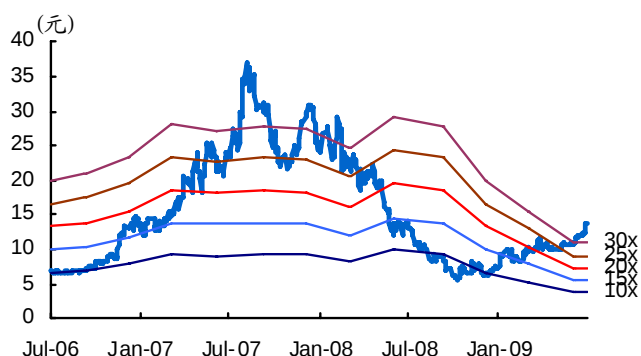
资料来源：招商证券研发中心

图 4: 新闻毛利率及预测毛利率



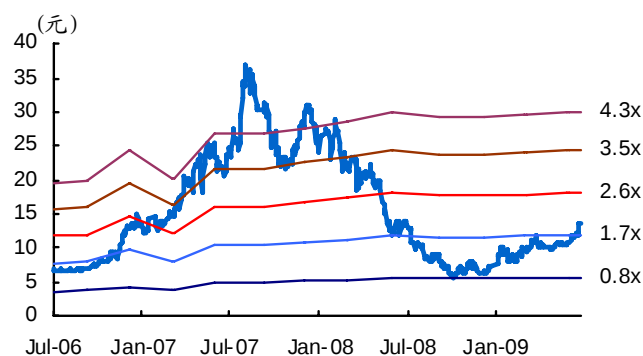
资料来源：招商证券研发中心

图 5: 华泰股份历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 6: 华泰股份历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

表 1: 华泰纸业主营预测

单位: 百万元	2007	2008A	2009E	2010E	2011E
销售收入合计	6032	6329	6151	7409	7948
新闻纸	3856	3692	3554	3592	3622
文化纸	1340	1829	1829	1844	1856
铜版纸				1129	1573
化工产品	491	484	468	530	557
浆	345	323	300	315	340
合计收入增长率	42%	5%	-3%	20%	7%
新闻纸	45%	-4%	-4%	1%	1%
文化纸	26%	37%	0%	1%	1%
铜版纸				-	-
化工产品	-	-2%	-3%	13%	5%
浆	-35%	-6%	-7%	5%	8%
合计毛利率	21%	19%	17%	18%	18%
新闻纸	19%	17%	16%	16%	16%
文化纸	13%	15%	15%	15%	15%
铜版纸				20%	20%
化工产品	38%	26%	31%	32%	32%
浆	45%	48%	20%	20%	20%

资料来源: 招商证券

表 2: 各季度业绩回顾

(百万元)	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2
营业收入	1448	1923	1627	1008	1028	1581
营业毛利	325	410	309	86	128	266
营业费用	46	60	55	35	38	62
管理费用	77	67	60	57	40	71
财务费用	48	51	58	82	47	40
投资收益	-4	-4	-10	-25	-1	0
营业利润	134	229	114	-152	33	84
归属母公司净利润	113	190	83	-21	31	107
EPS (元)	0.21	0.35	0.15	-0.04	0.06	0.19
主要比率						
毛利率	22%	21%	19%	9%	12%	17%
营业费用率	3%	3%	3%	3%	4%	4%
管理费用率	5%	4%	4%	6%	4%	5%
营业利润率	9%	12%	7%	-15%	3%	5%
有效税率	12%	17%	29%	81%	24%	21%
净利率	8%	10%	5%	-2%	3%	7%
YoY						
收入	11%	17%	5%	-34%	-29%	-18%
归属母公司净利润	24%	5%	-25%	-118%	-72%	-44%

资料来源: 招商证券

表 3: 盈利预测简表

单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	6032	6006	5837	7032	7543
营业成本	4781	4875	4845	5792	6197
营业税金及附加	31	24	13	16	17
营业费用	212	195	223	269	289
管理费用	166	261	248	299	321
财务费用	181	239	159	210	203
资产减值损失	(5)	43	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(6)	(43)	(2)	(2)	(2)
营业利润	660	326	347	444	516
营业外收入	22	57	100	50	45
营业外支出	3	6	4	4	4
利润总额	679	377	443	490	557
所得税	167	(2)	98	108	128
净利润	512	378	346	383	429
少数股东损益	16	14	6	7	8
归属于母公司净利润	496	365	340	376	421
EPS (元)	0.90	0.66	0.62	0.68	0.77

资料来源: 招商证券

表 4: 估值对比表

公司	代码	EPS			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿元)
		08	09E	10E	08	09E	10E			
太阳纸业	002078	0.46	0.60	0.75	35	27	21	3.2	6.8	81
晨鸣纸业	000488	0.52	0.41	0.52	16	20	16	1.4	5.0	172
安妮股份	002235	0.35	0.60	0.66	35	20	19	4.1	11.6	18
博汇纸业	600966	0.50	0.41	0.55	18	23	17	1.9	7.8	47
美利纸业	000815	0.43	0.37	0.47	25	29	23	1.8	6.1	17
岳阳纸业	600963	0.21	0.19	0.38	42	47	23	2.0	3.8	58
华泰股份	600308	0.66	0.62	0.68	20	22	20	1.9	5.2	73
合兴包装	002228	0.27	0.52	0.57	50	26	23	6.7	12.9	26
景兴纸业	002067	-0.53	0.07	0.12				1.4		24
平均					30	27	20	3	7	57

资料来源: 招商证券

参考报告:

- 1、《新闻纸新一轮涨价分析-新闻纸价格上调为短期利好因素》2008/8/4
- 2、《华泰股份-受惠新闻纸价格上涨》2008/3/12
- 3、《华泰股份(600308)-已进入价值投资区域》2008/8/27
- 4、《华泰股份(600308)-硬估值指标显示买入吸引力不足》2009/4/20

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2793	3071	2583	3058	3262
现金	898	798	200	200	200
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	225	68	189	228	244
应收款项	738	850	826	995	1068
其它应收款	195	176	65	78	84
存货	586	1099	1092	1306	1397
其他	152	80	211	252	270
非流动资产	6375	6752	7415	8403	8558
长期股权投资	176	136	158	158	158
固定资产	5995	5473	6971	7960	8114
无形资产	55	267	267	267	267
其他	149	875	19	19	19
资产总计	9168	9822	9997	11462	11820
流动负债	3431	4391	4250	5407	5504
短期借款	1829	2349	1501	2151	2032
应付账款	821	764	1873	2239	2395
预收账款	92	73	222	265	284
其他	689	1206	654	751	793
长期负债	1949	1415	1419	1419	1419
长期借款	1730	1268	1268	1268	1268
其他	219	148	151	151	151
负债合计	5380	5806	5669	6826	6923
股本	549	549	549	549	549
资本公积金	1492	1485	1485	1485	1485
留存收益	1487	1707	2013	2313	2566
少数股东权益	261	276	282	289	297
母公司所有者权益	3527	3741	4046	4347	4600
负债及权益合计	9168	9822	9997	11462	11820

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	1007	616	2040	1037	1092
净利润			340	376	421
折旧摊销			345	413	445
财务费用			159	210	203
投资收益			2	2	2
营运资金变动			1191	31	13
其它			4	5	8
投资活动现金流	(501)	(905)	(1021)	(1400)	(600)
资本支出			(1000)	(1400)	(600)
其他投资			(21)	0	0
筹资活动现金流	(257)	100	(1617)	363	(492)
借款变动			(1424)	650	(119)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(34)	(75)	(169)
其他			(159)	(212)	(205)
现金净增加额	249	(189)	(598)	0	0

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	6032	6006	5837	7032	7543
营业成本	4781	4875	4845	5792	6197
营业税金及附加	31	24	13	16	17
营业费用	212	195	223	269	289
管理费用	166	261	248	299	321
财务费用	181	239	159	210	203
资产减值损失	(5)	43	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(6)	(43)	(2)	(2)	(2)
营业利润	660	326	347	444	516
营业外收入	22	57	100	50	45
营业外支出	3	6	4	4	4
利润总额	679	377	443	490	557
所得税	167	(2)	98	108	128
净利润	512	378	346	383	429
少数股东损益	16	14	6	7	8
母公司所有者净利润	496	365	340	376	421
EPS (元)	0.90	0.66	0.62	0.68	0.77

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	42%	0%	-9%	20%	7%
营业利润	7%	-51%	-48%	28%	16%
净利润	17%	-27%	-36%	11%	12%
获利能力					
毛利率	20.7%	18.8%	17.0%	17.6%	17.9%
净利率	8.2%	6.1%	5.8%	5.3%	5.6%
ROE	14.1%	9.7%	8.4%	8.6%	9.2%
ROIC	8.5%	6.9%	5.6%	6.3%	6.7%
偿债能力					
资产负债率	58.7%	59.1%	56.7%	59.6%	58.6%
净负债比率	40.3%	42.7%	27.7%	29.8%	27.9%
流动比率	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
速动比率	0.6	0.4	0.4	0.3	0.3
营运能力					
资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转率	7.9	5.8	4.1	4.8	4.6
应收帐款周转率	10.5	7.6	6.0	7.7	7.3
应付帐款周转率	5.7	6.2	3.0	2.8	2.7
每股资料(元)					
每股收益	0.90	0.66	0.62	0.68	0.77
每股经营现金	1.83	1.12	3.72	1.89	1.99
每股净资产	6.43	6.82	7.37	7.92	8.38
每股股利	0.28	0.06	0.06	0.14	0.31
估值比率					
PE	14.8	20.1	21.6	19.5	17.4
PB	2.1	2.0	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	5.2	6.4	8.7	6.9	6.3

分析师简介

王旭东，毕业于西安交通大学和东南大学电子工程系（硕士），七年证券从业经验，现为招商证券造纸、水务分析师。2007 年“21 世纪金牌分析师”公用事业第二名，2008 年“今日投资”公用事业最佳行业分析师，2008 年新财富公用事业第四名（团队）。

濮冬燕，经济学学士，06 年进入招商证券，现任造纸印刷、公用事业行业研究助理。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。