

造纸Ⅲ



雒雅梅

华泰股份（600308）

造纸及轻工行业研究员

“惊喜”连连看

021-38565935

luoym@xyzq.com.cn

——调研信息速递

推荐（维持）

2009年9月14日

投资要点

9月10日，我们调研了华泰股份，尤其对新投产25万吨化工业务情况进行了实地走访。综合调研信息，我们测算公司下半年盈利将实现翻番，其中三季度有望实现EPS0.28元，全年EPS为0.80元。

- **新闻纸毛利率超越08年上半年。**根据中报相关披露信息，我们测算，新闻纸毛利率一季度为6.4%，二季度为18.5%，从我们此次调研情况来看，三季度新闻纸毛利率已反弹至25%左右，超过我们预期。从历史来看，已超越08年景气高点时的盈利水平，与06年盈利水平相当。可以看出，公司新闻纸盈利能力节节攀升。

主要原因在于：（1）成本大幅降低。一方面受到高位废纸库存的拖累，毛利率一度跌至谷底，一季度以来，伴随着“去库存”过程的进展，毛利率开始底部回升。至三季度，高位库存影响已全部消除。另一方面，一季度出于“抄底”而储备的低位原料在三季度得到充分使用，进一步降低了原料成本。目前公司废纸成本约150-160美元左右，储备量可用到10月份。因此后期如果新闻纸价格继续提升，则毛利率还有进一步上升空间。

（2）纸价企稳反弹。7月份开始，新闻纸价格逐渐企稳反弹，提价300元左右，当前新闻纸均价为4500元，北方地区售价达4600元/吨。

综合成本和价格两方面，我们认为三季度新闻纸在“高纸价+低成本”的推升下，毛利率或将成为全年最高，而四季度随着低位原料储备的消耗殆尽，成本可能被抬高，在此情况下，我们认为毛利率进一步提升的空间不大。

- **化工业务盈利能力已基本修复，前景看好。**从化工业务毛利率回升速度来看，我们测算一季度约为19%，二季度约为37%，而从调研情况看，三季度以来，化工业务毛利率基本稳定在35%左右水平，与历史最高42%的毛利率水平相比，已相去不大。后期来看，我们判断化工业务将基本稳定在这一盈利水平，除非价格发生较大波动。

09年6月份，公司一期25万吨离子膜烧碱投产，调研了解到，经过一两个月的试运行，8月份已实现盈利。但由于一些后续配套设施还未完全跟上，因此我们判断新项目盈利能力短期内可能难以达到35%左右水平，但四季度开始应该对业绩产生较为明显的增厚。

此外，作为本次调研重点，我们特意就公司化工业务盈利能力较强的原因与相关专家进行了面对面沟通交流。综合调研信息，我们认为，主要原因可简单概括为：**稳定的低成本+高弹性的产品价格。**

（1）稳定的低成本。首先从成本结构看，化工产品主要成本为电和盐，约分别占成本55%和12%。因此，所谓的“低成本”一方面来自于电，另一方面来自盐。就电而言，公司现有化工产品几乎全部配套自备电

厂，成本相对低廉，不足 0.5 元/度。而新上 25 万吨离子膜烧碱目前电的自给率也达 50%，后期可能再上几台发电机组以进一步提高电的自给率；就盐来看，“低成本”主要得益于当地丰富的海盐和地下盐资源，当前约 200 元，最低时仅 92 元/吨。

而所谓的“稳定性”相对于化工产品价格而言的。自备电厂和丰富的盐资源决定了这两项成本波动较小，即，近 70% 的成本被锁定，而其余 30% 中，折旧、人工等更是固定成本。因此总体而言，成本较为稳定。

(2) 高弹性的产品价格。相对于成本而言，公司化工产品价格波动剧烈。据了解，主要产品氯气去年价格最高时曾达 2300 元/吨，而最低时一度跌至 50 元/吨；双氧水最高为 1200 元/吨，而最低仅 500 元/吨；烧碱最高 760 元/吨。最低仅 400 元/吨。

由此，我们认为，价格的剧烈波动一方面使化工产品盈利稳定性相对较差，但同时也意味着较大的弹性和增长空间，尤其在成本基本稳定的情况下，某种程度上，可以说产品价格的上涨便预示着盈利能力的提升。

从当前情况来看，公司几种化工产品价格已企稳回升，到达一个适中位置：当前烧碱 500 元/吨；氯气 1500-1700 元/吨；双氧水 750 元/吨，后期如果价格继续反弹，则化工产品盈利能力将进一步提升。

综上，我们对公司化工业务前景比较看好。

- **在建项目进程加快。**从调研情况来看，公司目前产能建设进度加快，当前即上项目有三个：(1) 二期 25 万吨离子膜烧碱预计 10 月份动工，2010 年 6、7 月份有望建成投产；(2) 本部 40 万吨铜版纸项目，当前已经进入土建阶段，预计 2010 年四季度建成投产；(3) 广东 20 万吨新闻纸项目将于近期开始动工，预计 2010 年底建成投产。

照此计算，在 2011 年前，公司造纸业务产能将增长 38%，化工业务产能进一步增长 50%。而从目前各项业务盈利恢复情况来看，我们判断，新产能将带来公司 2011 年业绩的大幅增厚。

- **龙头地位或将进一步得到巩固。**在本轮行业景气大幅震荡过程中，大批中小企业生存困难，濒临破产的边缘。我们认为，这种生死存亡的危急时刻，给作为新闻纸行业龙头的华泰股份提供了千载难逢的整合、洗牌机会。后期如果公司在这方面有所作为，则必将进一步巩固其龙头地位，提升盈利能力。
- **上调盈利预测，维持“推荐”评级。**结合调研信息，我们测算公司当前单月净利润为 5000 万左右，则如果不考虑非经常性损益，下半年公司有望实现 EPS0.55 元。我们上调公司 09-11 年的 EPS 分别为 0.80 元、1.21 元和 1.66 元，对应当前 pe 为 15.8X、10.4X、7.6X，PB 为 1.8X。对比行业，公司当前估值偏低，因此继续予以“推荐”评级。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。