

造纸Ⅲ



雒雅梅

造纸及轻工行业研究员

021-38565935

luoym@xyzq.com.cn

华泰股份（600308）

增发价格吸引力较大

——增发发行公告点评

推荐

（维持）

2009年9月18日

投资要点

事件：

华泰股份今日发布增发发行公告：发行价格 12.66 元/股，发行数量 1 亿股，网上和网下发行比例分别为 50%。

点评：

● 发行价格具有吸引力。

增发摊薄业绩。按照增发方案，增发完成后公司净资产和总股本将分别增加 30.8%和 18.2%，但由于募项目建设期较长，短期内难以贡献盈利，因此无疑会摊薄公司近两年业绩。但由于募项目之一的一期 25 万吨离子膜烧碱已于 09 年 6 月份投产，8 月份已实现盈利，预计四季度盈利能力将显著上升，并且伴随产能的逐步释放，我们预计 2010 年将成为公司业绩的一大新增亮点，将使摊薄效应得到有效降低。

按照摊薄后业绩，发行价格仍具吸引力。我们测算增发前公司 09-11 年 EPS 分别为 0.80 元、1.21 元、1.66 元，增发后 EPS 将分别被摊薄为 0.68 元、1.02 元、1.40 元，如果给予 2010 年 20 倍 PE，则合理价格为 20 元，按照 12.66 的发行价格计算，股价还存在 58%的上涨空间。因此，我们认为发行价格较具吸引力。

● 增发项目前景看好。

公司增发募集资金拟用于两个项目：（1）50 万吨/年离子膜烧碱项目，计划总投资 18 亿元；（2）林纸一体化项目，计划总投资 56 亿元。作为公司近年打造的战略重点，我们对这两个项目的综合效益和发展前景总体持乐观态度：

（1）降低造纸成本，提高毛利率。烧碱和林浆均是造纸的上游产业，其中，烧碱是造纸过程中的重要化学添加剂之一；而林业作为造纸的最主要上游资源，本身具有稀缺性，近年随着造纸工业的发展，“林纸一体化”已被作为行业“十一五”发展的重要目标，写入了产业政策纲要。因此，增发项目的建成将有助于公司延伸造纸产业链，在保证原料供应稳定性的同时，将提升造纸环节的盈利能力。（具体提升幅度下文有测算）

（2）烧碱项目盈利能力强。作为业内唯一一家“造纸+化工”模式的造纸类上市公司，化工业务可以说是公司的传统优势业务。从现有化工资产运营情况来看，其盈利能力高于行业整体。如我们在上篇报告《“惊喜”连连看》中所分析的，我们认为主要原因来自于成本优势。

节约生产成本 10%以上。为了对公司化工业务盈利能力提供更有力的说服力，我们结合最新调研信息，对主要成本做一简单粗略地测算。（1）电：约占成本 50%-60%。公司化工业务由于配备自备电厂，因此成本相对便宜，约 0.43 元/吨，比外购电成本约降低 14%以上，则影响总成本降低约 7.7%以上。（2）原

盐：约占成本的 10%-15%。以当前价格为例，公司原盐成本为 200 元/吨，比华南地区低约 20%，则影响总成本降低约 2.4%。综上，仅电和盐二项就可使总成本节约 10%以上。

提高毛利率 2-3 个百分点。据此，如果化工行业毛利率在 20%-30%之间，则公司化工业务毛利率至少可高出行业 2-3 个百分点。此外，其余成本构成中，折旧、运费及其他化工原料等的成本优势我们尚未考虑在内。

增厚 EPS0.27 元。那么，按照现有 20 万吨烧碱规模计算，吨化工产品约可贡献收入 0.24 亿元，则 50 万吨离子膜烧碱全部达产后约可实现收入 12.10 亿元。假设毛利率为 30%，则年可贡献毛利 3.63 亿元，如果扣除 11%的期间费用，以及 25%的所得税，则年贡献净利润约 1.7 亿元。按照增发后股本计算，可增厚 EPS 约 0.27 元。

（3）“林纸一体化”项目前景光明

公司林纸一体化主要包括 4 个项目：（1）60 万亩原料速生林；（2）35 万吨杨木化机浆；（3）45 万吨高档铜版纸；（4）两台 13.5 万千瓦自备余热发电站。其中 60 万亩原料速生林计划投入 2.3 亿，其余三个项目计划总投入 53.7 亿元。

原料林效益有望最大发挥。60 万亩原料速生林进入轮发期时，年木材产量可达 97.5 万立方米，按照 3-4 立方米木材制一吨浆计算，可配套生产 24.3-32.5 万吨浆，因此，我们认为，公司配套的 35 万吨杨木化机浆可使 60 万亩原料林得到充分利用，效益有望发挥到最大。

35 万吨化机浆或有富余。进一步测算配套造纸产能，由于铜版纸属于高档纸，因此生产中除化机浆外，可能还必须使用一部分高档化学浆，因此我们假设吨铜版纸消耗化机浆 0.3 吨，则 45 万吨铜版纸项目年化机浆总消耗量为 13.5 万吨，因此，35 万吨浆线出全部满足 45 万吨铜版纸所需外，尚有约 60%的产能出现富余，可以供公司其他纸种或外销。

自制化机浆可提高铜版纸毛利率 1.2 个百分点。按照当前自制化机浆生产成本计算，一吨自制化机浆生产成本约低于市场价格 800 元，相当于原料成本降低 20%以上。保守假设化机浆占铜版纸生产成本的 30%，则自制化机浆可使铜版纸生产成本降低 6%以上，也即毛利率提高 6%以上。进一步的，如果假设铜版纸毛利率为 20%，则自制化机浆可使铜版纸毛利率提高 1.2 个百分点。

自制化机浆可提高文化纸毛利率 2 个百分点，白卡纸毛利率 1.8 个百分点。类似地，我们可以粗略测算一下自制化机浆对文化纸或白卡纸毛利率的提升程度。按照化机浆占这两类纸种生产成本 50%测算，则自制化机浆可降低文化纸或白卡纸生产成本 10%以上，即毛利率可提高 10%。如果假设白卡毛利率为 18%，文化纸毛利率为 20%，则我们测算自制化机浆可提高白卡毛利率 1.8 个百分点，文化纸毛利率 2 个百分点。

45 万吨铜版纸项目将充分受益于“林纸一体化”和化工业务。除上述提到的，拟上铜版纸项目可以充分享受配套化机浆线带来的成本降低外，同时还可以充分发挥公司的化工业务优势。众所周知，铜版纸是所有主流纸种中，对化学辅料使用量最大的一种重涂纸种，其化学辅料可以占到总生产成本的近 20%。

而相对于同业其他公司，公司最大优势就在于化工产品可全部自给。在此情况下，此次公司增上化学品使用量最高的铜版纸项目我们认为是有战略眼光的，充分考虑了资源的最大利用。按照前文测算，公司自制化工品可节约生产成本 10%以上，如果我们假设化学辅料占铜版纸生产

成本的 20%，则可降低铜版纸生产成本 2%以上。如上，再假设铜版纸毛利率为 20%，则可提高铜版纸毛利率 0.4 个百分点。

结合上文，则自制化机浆和化工产品合计可提高铜版纸毛利率 1.6 个百分点以上。

“林纸一体化”实际效益可能更大。以上测算尚未考虑 60 万亩原料林对木材成本的节约以及自备电厂对电力成本的节约，如果充分考虑，则“林纸一体化”项目实施后对公司造纸业务毛利率的提升程度将更高，实际产生的效益或将远高于我们预期。

- **短期财务压力或将加大。**按照公司 07 年公告的增发议案，两个增发项目预计总投资 74 亿元，其中，离子膜烧碱项目总投资约 18 亿元，林纸一体化项目总投资约 56 亿元。计划募集资金 35 亿元，不足部分将由公司自筹解决。

而按照此次发行数量和发行价格计算，募集资金将不超过 12.66 亿元，仅为计划募资额的 36%。这也就意味着其余 22.3 亿元不得不通过自筹或银行贷款解决，无疑将加大公司财务压力，或使现金流出现紧张，或提高资产负债率。但长期来看，增发项目效益释放后，公司财务压力必将得到缓解。

- **维持“推荐”评级。**综上所述，我们对公司此次增发总体持积极态度，因此，维持盈利预测和“推荐”评级不变。预计增发摊薄后 09-11 年 EPS 分别为 0.68 元、1.02 元和 1.40 元，对应当前 PE 分别为 19X、12.7X 和 9.3X，PB 为 1.9X，比照同业其他上市公司，公司当前估值水平具有一定优势，维持“推荐”评级不变。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	3071	3162	3772	4509
货币资金	798	1116	1452	1346
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	850	765	900	1231
其他应收款	176	152	190	264
存货	1099	880	967	1310
非流动资产	6752	7504	10016	12306
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	136	140	145	142
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	5473	6504	8557	10535
在建工程	844	421	710	854
油气资产	0	0	0	0
无形资产	267	424	599	768
资产总计	9822	10666	13788	16815
流动负债	4391	4209	6134	7723
短期借款	2349	2109	4000	4922
应付票据	506	461	484	718
应付账款	764	854	878	1274
其他	772	785	773	809
非流动负债	1415	1918	2428	2923
长期借款	1268	1768	2268	2768
其他	148	151	161	155
负债合计	5806	6127	8563	10646
股本	549	649	649	649
资本公积	1485	1485	1485	1485
未分配利润	1296	1667	2279	3115
少数股东权益	276	293	321	359
股东权益合计	4017	4539	5225	6169
负债及权益合计	9822	10666	13788	16815

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	365	438	659	906
折旧和摊销	593	493	660	879
资产减值准备	43	-14	13	34
无形资产摊销	3	2	2	2
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	239	237	311	424
投资损失	43	24	27	0
少数股东损益	14	17	28	38
营运资金的变动	423	-380	252	209
经营活动产生现金流量	798	1594	1465	2064
投资活动产生现金流量	-434	-1288	-3208	-3168
融资活动产生现金流量	114	11	2079	998
现金净变动	479	317	336	-106
现金的期初余额	898	798	1116	1452
现金的期末余额	1377	1116	1452	1346

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	6006	5999	6856	9690
营业成本	4875	4782	5162	7461
营业税金及附加	24	27	30	43
销售费用	195	203	230	310
管理费用	261	198	254	329
财务费用	239	237	311	424
资产减值损失	43	30	20	15
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-43	-24	-27	0
营业利润	326	499	822	1108
营业外收入	57	37	41	42
营业外支出	6	5	5	0
利润总额	377	531	858	1150
所得税	-2	76	172	207
净利润	378	455	687	943
少数股东损益	14	17	28	38
归属母公司净利润	365	438	659	906
EPS (元)	0.56	0.67	1.02	1.40

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	-0.4%	-0.1%	14.3%	41.3%
营业利润增长率	-51.1%	53.0%	64.9%	34.7%
净利润增长率	-27.5%	20.1%	50.6%	37.4%
盈利能力(%)				
毛利率	18.8%	20.3%	24.7%	23.0%
净利率	6.1%	7.3%	9.6%	9.3%
ROE	9.7%	10.3%	13.4%	15.6%
偿债能力(%)				
资产负债率	59.1%	57.4%	62.1%	63.3%
流动比率	0.70	0.75	0.61	0.58
速动比率	0.44	0.54	0.45	0.41
营运能力(次)				
资产周转率	0.63	0.00	0.00	0.00
应收帐款周转率	7.15	7.00	7.74	8.56
每股资料 (元)				
每股收益	0.56	0.67	1.02	1.40
每股经营现金	0.95	2.46	2.26	3.18
每股净资产	5.77	6.55	7.56	8.96
估值比率 (倍)				
PE	23.98	19.97	13.26	9.66
PB	2.34	2.06	1.78	1.50

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。