

动态报告

造纸印刷

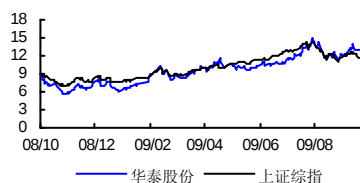
造纸

华泰股份(600308)
推荐

收购诺斯克龙腾公司点评

(维持评级)

2009年9月28日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

昨收盘(元)	12.99
总股本/流通 A 股(百万股)	648.65/370.42
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	8,425.90/4,811.70
上证综指/深圳成指	2,838.84/11,384.16
12 个月最高/最低(元)	15.13/5.64

财务数据

净资产值(百万元)	3,845.50
每股净资产(元)	7.01
市净率	1.85
资产负债率	58.73%
息率	0.46%

相关研究报告:

 《华泰股份中报点评: 下半年具更强盈利弹性》
 ——2009-7-28

 《华泰股份深度研究报告: 四年等一回》
 ——2009-7-24

 《华泰股份: 起点》
 ——2009-4-23

分析师: 李世新

电话: 0755-82130565

E-mail: Lisx@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

更新报告

收购令华泰价值增 3.1~3.5 元/股

● 9.25 亿元收购河北诺斯克公司 100% 股权

华泰股份 26 日公告, 公司拟出资 9.25 亿元收购新加坡诺斯克泛亚公司持有的河北诺斯克公司 100% 股权及其相关的所有权利和义务。收购价款中的 6.77 亿元将用于偿还标的公司部分融资债务, 而华泰将留存 2.48 亿元的银行融资债务在河北诺斯克中。股权购买价格将为人民币 1 元。公司于 24 日与新加坡泛亚签定了该股权转让协议。本次收购尚需政府有关部门审批及有关的债权方同意。

● 收购令华泰 10EPS 增 0.21 元和价值增 3.1~3.5 元/股

基于对新闻纸行业景气未来走向的预期, 我们测算 2010 年华泰新闻纸吨纸毛利为 917 元, 吨纸净利为 417 元, 33 万吨产销量下的合计净利润为 1.38 亿元或 EPS=0.21 元, 公司价值提高 3.1~3.5 元/股。

● 上调公司 2010~2011 年盈利预测

我们之前对公司 2009~2011 年在原股本下的 EPS 预测为 0.95 元、1.16 元和 1.21 元, 因 1) 收购河北诺斯克将增加 2010 年及以后年份的盈利; 2) 公司已完成公开增发, 股本扩大 1 亿股, 影响摊薄 EPS; 3) 新闻纸景气上升趋势明朗。现维持 2009 年并提高 2010 年和 2011 年盈利预测, 在增发后总股本下的 EPS 分别为 0.80 元、1.32 元和 1.41 元。

● 风险提示

包销的 4130 万股增发股份可能在增发价附近抛售短期抑制股价。

● 合理价值为 19.7~21.8 元/股, 维持“推荐”评级

FCFF、EVA 和 FCFE 方式下的贴现价值分别为 24.9 元/股、19.7 元/股和 21.8 元/股, 我们谨慎取 19.7~21.8 元/股作为公司合理价值区间, 它对应 09P/E=24.6~27.2X, 10P/E=14.9~16.5X。看上去的 09P/E 较高是由于: 1) 此次收购于明年开始产生充分收益, 但价值在目前已获贴现; 2) 新闻纸景气今年谷底回升, 明年达到高位, P/E 会快速下降。

盈利预测和财务指标

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	6,032	6,006	6,194	8,423	9,773
(+/-%)	42.2%	-0.4%	3.1%	36.0%	16.0%
净利润(百万元)	503	365	520	857	913
(+/-%)	18.7%	-27.5%	42.5%	65.0%	6.5%
每股收益(元)	0.92	0.66	0.80	1.32	1.41
EBIT Margin	14.8%	11.0%	11.7%	15.4%	15.5%
净资产收益率(ROE)	14.2%	9.8%	9.7%	14.5%	13.9%
市盈率(PE)	14.2	19.5	16.2	9.8	9.2
EV/EBITDA	7.2	8.6	10.0	7.4	6.4
市净率(PB)	2.01	1.91	1.58	1.42	1.28

收购河北诺斯克增加华泰 2010 年 EPS0.21 元和当前价值 3.1~3.5 元/股

收购事项

华泰股份 26 日公告，公司拟出资约 9.25 亿元收购新加坡诺斯克泛亚私人有限公司持有的诺斯克（河北）纸业有限公司 100% 股权及其相关的所有权利和义务。本次收购尚需政府有关部门审批及有关的债权方同意。

收购价款为人民币 925,000,001 元，其中 677,000,000 元将用于偿还河北诺斯克的部分融资债务，而华泰将留存 248,000,000 元的银行融资债务在河北诺斯克中。股权购买价格将为人民币 1 元。公司于 24 日与新加坡泛亚签定了该股权转让协议。

标的情况

本次收购股权的标的——诺斯克（河北）纸业有限公司，其法定地址为中国河北省赵县石塔西路，是新加坡泛亚根据公司章程及中国有关法律的规定，经国家有关部门批准成立的一家外商独资企业；公司的注册资本为 196,692,300 美元。河北诺斯克公司于 2003 年 9 月 4 日成立，经营范围是生产和在中国境内外销售新闻纸和其它印刷用纸。

河北诺斯克只有一条 33 万吨的新闻纸生产线，在该套设备中纸机由芬兰美卓公司提供、脱墨设备由德国伏伊特公司和奥地利安德里茨联合提供，属全球先进纸机，于 2005 年 5 月 31 日正式投产。但由于自成立以来管理费用高企和对中国市场营销规则把握不利，加之此次金融危机影响，该公司自 2008 年以来一直处于亏损状况。

表 1：河北诺斯克公司主要财务数据

项目	单位	2008-12-31(经审计)	2009-06-30(未经审计)
资产总额	亿元	23.31	23.85
负债总额	亿元	19.96	18.63
净资产	亿元	3.35	5.21
主营业务收入	亿元	10.21	0.75
主营业务利润	万元	5261	420
净利润	万元	-14,300	-1,125

资料来源：华泰股份公开信息

整合中民企壮大

因竞争力不足，Norske Skog 在两年前已萌生退出中国市场之意，今年 7 月已将相对控股的上海泛亚潜力公司股权全部转让给原国内股东。此外，我们也了解到主要国有新闻纸企业也将被迫逐步退出这个行业，外资及国企的退出显示民营和股份制企业在这行业领先的竞争优势，行业向龙头集中的态势不可逆转。

因转产原因，华泰股份新闻纸产能由 120 万吨减至目前的 100 万吨，当前国内新闻纸有效产能为 514 万吨，华泰基于产能的市场占有率为 19.5%。此次收购完成后，华泰新闻纸产能增至 133 万吨，市场占有率为 25.9%，产品销售及原料采购定价权相对增强。

此次收购对华泰盈利及价值的影响

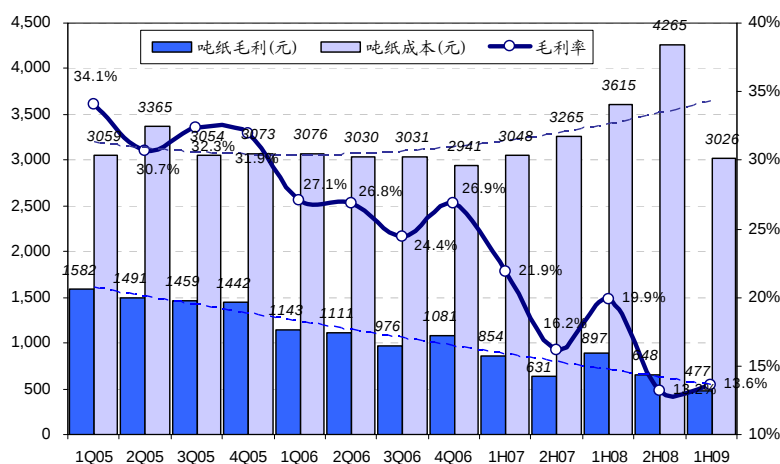
基于对新闻纸行业景气未来走向的预期，我们测算 2010 年华泰新闻纸吨纸毛

利为 917 元，吨纸净利为 417 元，33 万吨产销量下的合计净利润为 1.38 亿元或 EPS=0.21 元。我们在后面估值部分谨慎测算的公司价值为 19.7~21.8 元/股，对应 2010 年的 P/E=14.9~16.5X，即此次收购将增加公司价值 3.1~3.5 元/股。

华泰盈利超预期的焦点——新闻纸吨纸毛利

华泰股份新闻纸吨纸毛利 2005~1H09 介于 477~1582 元，金融危机前的 2005~1H08 介于 631~1582 元，后者因反映产业自身供需背景下的盈利能力而具有代表性，即正常景气条件下的新闻纸毛利均值在 1100 元左右。

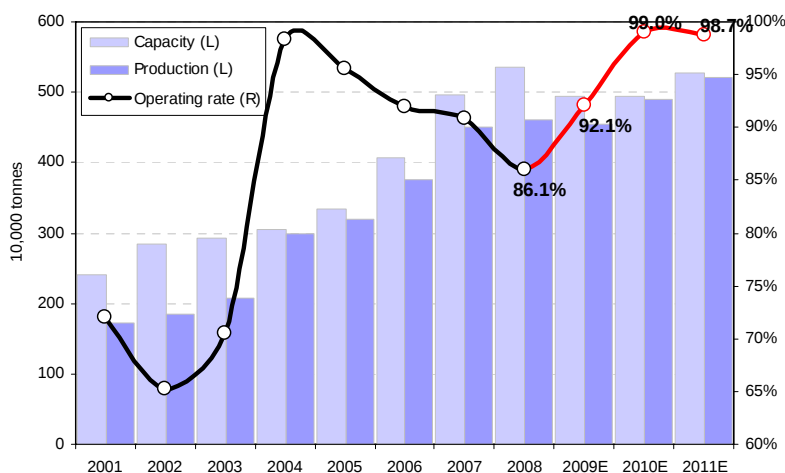
图 1: 2005~1H09 华泰股份吨纸成本、毛利及毛利率变化趋势



资料来源：公司公开信息

2005~2008 年新闻纸市场平均开工率为 91.1%，期间华泰平均毛利为 1151 元，由于上年巨量原料及产品库存去除的艰难，华泰毛利在 4Q08 和 1Q09 分别降至只有 215 元和 280 元，到去库存末期的 2Q09 回升至 610 元，接近产业自身景气波动下的底部，当时国内的开工率在 85% 左右，而年内平均的开工率预期为 92.1%，毛利上升趋势明朗，新闻纸 7 月以来的提价是这种预期下的正常结果。

图 2: 2009~2011 年国内新闻纸市场开工率预期



资料来源：国家统计局、中国造纸协会、国信证券经济研究所预测

而 2010 年和 2011 年行业开工率预期将进一步上升至 99.0% 和 98.7%，景气程度达到并维持在历史高点，即使不奢望吨纸毛利达到 1582 元的前期高点，平均的 1100 元应当容易实现，而我们对未来两年华泰新闻纸毛利的假设比这个平均数还要低，只有 917 元。这让我们充满信心——2010~2011 年华泰股份超出我们 1.32 元和 1.41 元的 EPS 预期比较容易。

盈利预测调整

调整华泰盈利预测的原因：1) 收购河北诺斯克将增加 2010 年及以后年份的盈利；2) 公司已完成公开增发，股本扩大 1 亿股(总股本由 5.49 亿股增至 6.49 亿股)，影响摊薄 EPS；3) 新闻纸景气上升趋势明朗。

我们对公司 2009~2011 年在原股本下的 EPS 预测为 0.95 元、1.16 元和 1.21 元，维持 2009 年盈利预测，提高 2010 年和 2011 年盈利预测，在增发后总股本下的 EPS 分别为 0.80 元、1.32 元和 1.41 元。

估值：19.7~21.8 元/股

我们采用三阶段模型对公司价值进行 DCF 贴现。FCFF、EVA 和 FCFE 方式下的贴现价值分别为 24.9 元/股、19.7 元/股和 21.8 元/股，我们谨慎取 19.7~21.8 元/股作为公司合理价值区间，它对应 09P/E=24.6~27.2X，10P/E=14.9~16.5X，看上去的 09P/E 较高是由于：1) 此次收购河北诺斯克在明年开始产生充分收益，但价值在目前已获贴现；2) 新闻纸景气今年谷底回升，明年达到高位，EPS 上升令 P/E 下降。

表 2：三阶段模型的主要假设

会计年度截止日：12/31	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
销售收入增长率	-0.4%	3.1%	36.0%	16.0%	10.0%	9.0%	8.0%	7.0%	6.0%	5.0%	4.0%
销货成本 / 销售收入	4.3%	3.8%	3.8%	3.8%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
管理费用 / 销售收入	3.3%	3.7%	3.5%	3.3%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
所得税税率	-0.4%	15.0%	15.0%	22.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
股利分配比例	9.1%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源：国信证券经济研究所预测

表 3：绝对估值的基本假设条件

永续增长率	0.00%	所得税率 T	25.00%
无风险利率	3.50%	Ke	11.28%
行业平均 Beta	0.78	风险溢价	7.50%
股票市值(E, 百万元)	8,425	E/(D+E)	72.05%
债务总额(D, 百万元)	3,268	D/(D+E)	27.95%
Kd	5.30%	WACC	9.39%

资料来源：国信证券经济研究所

我们与市场预期不同之处

我们与市场在新闻纸市场的过去甚至现状上没有分歧——产能过剩；分歧在于它未来的景气走向——市场仍在强调过去，而我们展望未来。由于价值来自未来，我们重申以下对未来的判断差异正是对华泰当前价值的分歧原因：

1) 市场认为新闻纸产能过剩, 缺乏投资机会。我们认为过剩是常态, 过剩程度减弱即投资机会;

2) 市场认为新闻纸过剩的产能唯有依赖新增需求来消化。我们认为市场忽视了新闻纸可与文化纸共机生产的特征, 转产将缩减新闻纸存量产能;

3) 市场认为报纸从纸质转向网络、报纸广告会被网络替代, 因而看淡新闻纸。我们认为这个转向和替代并非今天才出现的变量, 它们是一个较长期的过程, 新闻纸景气的周期波动在一段时期足以掩盖这个长期变量的影响。

此外, 我们强调新闻纸从 2008 年初至 2010 年年底前没有新项目投产, 在供给上显得非常干净, 但这种其他纸种供需关系上最佳的状态就新闻纸而言可以更优——存量产能减少或称“去产能”。

我们提示此次收购可能短期影响新闻纸的供需状况, 因我们从收入测算的河北诺斯克 33 万产能在 2008 年的销量为 22 万吨, 1H09 只有 2 万吨, 开工明显不足, 华泰收购后设备开工率提高可以预期, 但这将增加行业供给。我们对 2009~2011 年年度行业开工率的预测模型中已经考虑这一因素, 因此, 该设备在提高开工水平的一段时间内的行业开工率会有所下降, 但并不影响全年平均的高开工率。因此, 对于新闻纸景气上升趋势投资人无须担心。

最后, 主要因发行价与预期的市场价(公司股票停牌期间市场调整)差异甚微, 此次公开增发认购不足保荐人包销 4130 万股, 如果保荐人不追求股权资本利得, 12.66 元发行价附近或遭受抛压。基于上述对公司价值的 19.7~21.8 元的判断, 我们认为这是批量购买时机。网下包销股份在大致 4 个工作日经验资、公司股本变更登记后可流通。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	798	937	1926	2380
应收款项	1094	1103	1500	1740
存货净额	1099	962	1270	1488
其他流动资产	80	82	112	130
流动资产合计	3071	3085	4808	5738
固定资产	6318	7044	7439	7025
无形资产及其他	267	258	249	240
投资性房地产	31	31	31	31
长期股权投资	136	136	136	136
资产总计	9822	10554	12664	13170
短期借款及交易性金融负债	2925	2000	3000	2500
应付款项	1270	1323	1747	2046
其他流动负债	196	200	264	308
流动负债合计	4391	3523	5010	4853
长期借款及应付债券	1268	1268	1268	1268
其他长期负债	148	148	148	148
长期负债合计	1415	1415	1415	1415
负债合计	5806	4938	6425	6268
少数股东权益	276	283	306	330
股东权益	3741	5332	5933	6572
负债和股东权益总计	9822	10554	12664	13170

关键财务与估值指标	2008	2009E	2010E	2011E
每股收益	0.66	0.80	1.32	1.41
每股红利	0.06	0.24	0.40	0.42
每股净资产	6.82	8.22	9.15	10.13
ROIC	9%	8%	13%	13%
ROE	10%	10%	14%	14%
毛利率	19%	20%	23%	23%
EBIT Margin	11%	12%	15%	16%
EBITDA Margin	21%	22%	24%	23%
收入增长	0%	3%	36%	16%
净利润增长率	-27%	43%	65%	7%
资产负债率	62%	49%	53%	50%
息率	0.5%	2.2%	3.6%	3.8%
P/E	19.5	16.2	9.8	9.2
P/B	1.9	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	10.4	10.0	7.4	6.4

资料来源：国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	6006	6194	8423	9773
营业成本	4875	4978	6464	7514
营业税金及附加	24	19	34	39
销售费用	195	229	295	323
管理费用	261	242	329	380
财务费用	239	176	306	354
投资收益	(43)	(2)	0	0
资产减值及公允价值变动	(43)	(28)	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	326	520	995	1163
营业外净收支	51	103	52	52
利润总额	377	624	1046	1215
所得税费用	(2)	94	157	267
少数股东损益	14	10	32	34
归属于母公司净利润	365	520	857	913

现金流量表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	365	520	857	913
资产减值准备	47	(10)	3	(1)
折旧摊销	593	614	711	774
公允价值变动损失	43	28	0	0
财务费用	239	176	306	354
营运资本变动	(394)	172	(244)	(133)
其它	(50)	17	20	25
经营活动现金流	603	1342	1347	1578
资本开支	(810)	(1350)	(1100)	(350)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(770)	(1350)	(1100)	(350)
权益性融资	24	1228	0	0
负债净变化	(462)	0	0	0
支付股利、利息	(433)	(156)	(257)	(274)
其它融资现金流	1835	(925)	1000	(500)
融资活动现金流	67	147	743	(774)
现金净变动	(100)	139	989	454
货币资金的期初余额	898	798	937	1926
货币资金的期末余额	798	937	1926	2380
企业自由现金流	42	54	473	1474
权益自由现金流	1414	(1021)	1212	698

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
杨建龙		汤小生	021-68864595	唐建华	0755-82130468
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-68866295	孙菲菲	0755-82133400
林松立	010-82254212	崔 嵘	021- 68866202	黄金香	010-82252922
		廖 喆	021-68866236	高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 煊	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-68864598
戴志锋	0755-82133343			陈 玲	0755-82133400
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-68866235	郑 东	010-82254160	胡鸿柯	021-68866206
左 涛	021-68866253	秦 波	010-82252922	吴美玉	010-82252911
基础化工		医药		石油与石化	
邱 伟	0755-82133263	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-68866252
陆 震	0755-82130532	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021- 68866253
张栋梁	0755-82130532	陈 栋	021-68866235		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
彭继忠	021-68866203	陈财茂	021-68866236	彭 波	0755-82133909
皮家银	021- 68866205	廖绪发	021-68866237	李洪冀	010-82252922
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-68864007	武建刚	010-82250828	严 平	021- 68865025
谢达成	021-68866236	王一峰	010-82250828	程 峰	021-68864599
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-68866233
电子元器件		纺织服装		农业	
王俊峰	010-82254205	方军平	021-68866202	张 如	021-68866233
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-68866237	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-68864596
刘智景	021-68866233	谢鸿鹤	0755-82130646	徐蔚昌	021-68866233
煤炭		建筑		中小股票	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	高芳敏	021-68864586
苏绍许	0755-82133476	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
固定收益		投资基金		量化投资	
李怀定	021-68866233	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82130532	董艺婷	021-68866946
高 宇	0755-82131822	秦国文	0755-82131822	戴 军	021-68864585
		刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-68866946
指数与产品设计					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑾	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				

国信证券机构销售团队

华南区			华东区			华北区		
万成水	0755-82133147		盛建平	021-68864592		王立法	010-82252236	
	13923401205			15821778133			13910524551	
	wancs@guosen.com.cn			shengjp@guosen.com.cn			wanglf@guosen.com.cn	
刘宇华	0755-82130818		马小丹	021-68866025		王晓建	010-82252615	
	13823380182			13801832154			13701099132	
	liuyh@guosen.com.cn			maxd@guosen.com.cn			wangxj@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148		郑毅	021-68866205		谭春元	010-82254209	
	13480668226			13795229060			13810118116	
	shaoyf@guosen.com.cn			zhengyi@guosen.com.cn			tancy@guosen.com.cn	
祝彬	0755-82133456		黄胜蓝	021-68866011		焦戢	010-82254202	
	15814403667			13761873797			13601094018	
	zhubin@guosen.com.cn			huangsl@guosen.com.cn			jiaojian@guosen.com.cn	
林莉	0755-82133197		刘塑	021-68866236		李锐	010-82254212	
	13824397011			13817906789			13691229417	
	linli@guosen.com.cn			liusu@guosen.com.cn			lirui2@guosen.com.cn	
王昊文	0755-82130818		叶琳菲	021-68864011		徐文琪	010-82254210	
	18925287888			13817758288			13811271758	
	wanghaow@guosen.com.cn			yelf@guosen.com.cn			xuwq@guosen.com.cn	
			许娅	021-68866253				
				13482495069				
			江智俊	021-68864011				
				15221772073				
			孔华强	021-68866205				
				13681669123				