

华泰股份(600308)

兼并新建并举 盈利潜力巨大

-----2009 年 11 月调研报告

王峰 徐琳
 0755-23976228 021-38676644
 wangfeng@gtjas.com xulin@gtjas.com

本报告导读:

- 公司积极进行新闻纸的整合,并向铜版纸、文化纸以及化工行业大举进军,发展潜力巨大。

投资要点:

◆ **纸品业务销售情况。**截止季度公司共销售新闻纸 65 万吨,产量约 57 万吨。新闻纸价格 7、8 月份两次提价,幅度约 2000 元/吨,当前价格 4200-4400 元/吨。第三季度新闻纸毛利达 20%,文化纸 18%。目前新闻纸吨纸毛利约 700 元/吨。三季度许多公司产销已恢复到历史正常水平,但华泰仍有一定的差距。

◆ **纸品业务原料价格。**新闻纸主要原材料是进口废纸,现价 171-173 美元/吨,年初低点仅 95 美元/吨。文化纸主要原材料木浆,现价 4700-4800 元/吨,年初低点 2800 元/吨。随着废纸、木浆等原材料价格的上涨,预计第四季度成本会上升或者说对毛利水平有所挤压。

◆ **化工业务经营状况。**公司目前化工业务大致包括 43 万吨烧碱、40 万吨氯气、15 万吨双氧水等。电力成本在烧碱业务占比 50%以上,公司自备电厂,为烧碱业务供电量可达 50%,具有成本优势。

◆ **收购河北诺斯克新闻纸公司**进一步提高了行业的集中度及公司在新闻纸行业的地位,并且公司有可能继续通过收购兼并的方式壮大自己并消除竞争对手。另外公司积极进行产品结构的调整,向铜版纸、文化纸以及化工等领域扩展,未来潜力巨大。

◆ **我们预测公司 09 年、10 年、11 年净利润分别为 11.54 亿元、6.66 亿元、8.98 亿元,全面摊薄每股收益分别为 1.78 元(收购诺斯克形成较大的非经常性损益,可能增厚 EPS 约 1.2 元多)、1.03 元、1.38 元。对应 09 年、10 年动态市盈率分别为 7.4 倍、12.9 倍,安全边际较高,维持增持评级,目标价 15 元。**

财务摘要(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	6,032	6,006	6,209	7,809	8,970
(+/-)%	42.2%	-0.4%	3.4%	25.8%	14.9%
经营利润(EBIT)	848	565	1,578	956	1,130
(+/-)%	12.4%	-33.4%	179.3%	-39.4%	18.2%
净利润	503	365	1,154	666	894
(+/-)%	18.7%	-27.5%	216.5%	-42.3%	34.4%
每股净收益(元)	0.78	0.56	1.78	1.03	1.38
每股股利(元)	0.28	0.06	0.16	0.18	0.25

利润率和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营利润率(%)	14.1%	9.4%	25.4%	12.2%	12.6%
净资产收益率(%)	14.3%	9.7%	19.0%	10.0%	12.0%
投入资本回报率(%)	9.7%	7.7%	17.4%	9.8%	11.2%
EV/EBITDA	8.4	10.5	5.9	7.9	6.8
市盈率	17.1	23.5	7.4	12.9	9.6
股息率(%)	2.1%	0.5%	1.2%	1.4%	1.9%

评级:

增持

上次评级: 增持

目标价格:

¥ 15.00

上次预测: ¥ 15.00

当前价格:

¥ 13.80

2009.11.16

交易数据

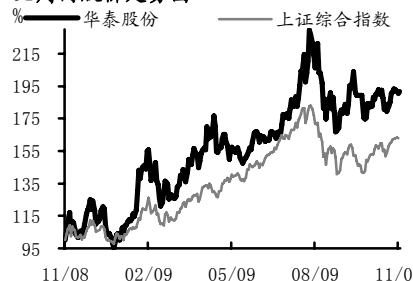
52 周内股价区间(元)	6.08 ~ 15.78
总市值(百万元)	8,523
总股本/流通 A 股(百万股)	649/494
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.76
日均成交量(百万股)	13.7
日均成交值(百万元)	142.9

资产负债表摘要(12/08)

股东权益(百万元)	3,740.52
每股净资产	5.77
市净率	2.3
净负债率	90.8%

EPS(元)	2008	2009E
Q1	0.17	0.05
Q2	0.29	0.17
Q3	0.13	0.17
Q4	(0.03)	1.39
全年	0.56	1.78

52 周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	4.0	-5.6	91.5
相对指数	-5.7	-7.7	20.7

相关报告

“造纸+化工”双向发展

(09.10.27)

分享纸业复苏的同时要关注 10 年初的产能释放

(09.09.28)

需求有望回升 促提盈利能力

(09.07.28)

模型更新时间: 2009.11.16

股票研究

林业纸品业
造纸及印刷业

华泰股份(600308)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: ¥15.00

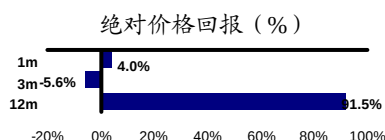
上次预测: ¥15.00

当前价格: ¥13.80

公司网址:
www.abcdef.com

公司简介

公司是国内最大的新闻纸生产厂商,也是全球最大的单厂生产企业。为适应市场的变化,公司积极向铜版纸、文化纸以及盐化工方面扩张,未来增长潜力巨大。



52 周价格范围 6.08~15.78
市值 (百万) 8,523

财务预测 (单位: 百万元)

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
损益表					
营业收入	6,032	6,006	6,209	7,809	8,970
营业成本	4,781	4,875	4,944	6,211	7,068
税金及附加	31	24	29	36	40
营业费用	212	195	205	281	336
管理费用	160	261	248	312	381
EBIT	848	565	1,578	956	1,130
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	-6	-43	800	0	0
财务费用	181	239	172	190	65
营业利润	667	326	1,406	766	1,065
所得税	167	-2	303	149	211
少数股东损益	16	14	45	28	36
净利润	503	365	1,154	666	894
资产负债表					
货币资金、交易性金融	898	798	2,407	2,824	3,738
其他流动资产	1,895	2,273	2,038	2,651	3,102
长期投资	176	136	131	148	138
固定资产合计	5,995	5,473	6,365	6,762	6,834
无形及其他资产	55	267	319	382	457
资产合计	9,168	9,822	11,699	13,000	14,398
流动负债	3,431	4,391	3,708	4,100	4,560
长期负债	1,949	1,415	1,580	1,900	2,025
股东权益	3,788	4,017	6,411	7,000	7,813
投入资本(IC)	6,580	7,372	7,256	7,998	8,195
现金流量表					
NOPLAT	567	1,259	921	863	853
折旧与摊销	594	593	487	580	646
流动资金增量	627	382	(486)	400	169
资本支出	114	215	955	764	611
自由现金流	1,902	2,449	1,878	2,608	2,280
经营现金流	438	798	1,680	1,005	1,467
投资现金流	(267)	(434)	(206)	(845)	(679)
融资现金流	841	114	135	257	127
现金流净增加额	1,012	479	1,609	417	915
财务指标					
成长性					
收入增长率	42.2%	-0.4%	3.4%	25.8%	14.9%
EBIT 增长率	12.4%	-33.4%	179.3%	-39.4%	18.2%
净利润增长率	18.7%	-27.5%	216.5%	-42.3%	34.4%
利润率					
毛利率	20.7%	18.8%	20.4%	20.5%	21.2%
EBIT 率	14.1%	9.4%	25.4%	12.2%	12.6%
净利润率	8.3%	6.1%	18.6%	8.5%	10.0%
收益率					
净资产收益率(ROE)	14.3%	9.7%	19.0%	10.0%	12.0%
总资产收益率(ROA)	5.5%	3.7%	9.9%	5.1%	6.2%
投入资本回报率	9.7%	7.7%	17.4%	9.8%	11.2%
运营能力					
存货周转天数	44	64	74	58	64
应收账款周转天数	37	50	49	43	46
总资产周转天数	510	569	624	569	550
净利润现金含量	0.84	2.11	1.40	1.45	1.58
资本支出/收入	1.89%	3.58%	15.38%	9.78%	6.81%
偿债能力					
资产负债率	58.7%	59.1%	45.2%	46.2%	45.7%
净负债率	79.2%	90.8%	14.8%	15.6%	5.8%
估值比率					
PE	17.1	23.5	7.4	12.9	9.6
PB	2.4	2.3	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	8.4	10.5	5.9	7.9	6.8
P/S	1.20	1.21	1.38	1.10	0.96
股息率	2.1%	0.5%	1.2%	1.4%	1.9%

作者简介:

王峰: 复旦大学国际金融硕士, 96 年至今为君安证券、国泰君安证券行业部研究员, 主要从事轻工及造纸印刷行业的研究, 2008 年、2007 年获《新财富》造纸印刷行业最佳分析师第一名, 2006 年获得最佳分析师第二名, 2003-2005 年连续三年获得最佳分析师第一名, 2004 年同时获得食品饮料行业第三名。

徐琳: 毕业于厦门大学管理学院会计系, 香港理工大学金融与会计学院交流生。2007 年 7 月进入国泰君安证券研究所行业公司部。

免责声明

本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。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com