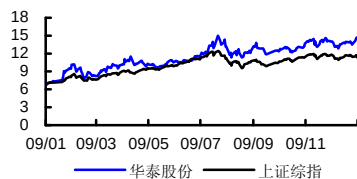


动态报告
造纸印刷
造纸
华泰股份(600308)
推荐

目标价: 22.00 元; 当前价 14.87 元

(维持评级)

2010 年 1 月 14 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

昨收盘(元)	14.87
总股本/流通 A 股(百万股)	648.65/494.44
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	9,645.35/7,352.27
上证综指/深圳成指	3,172.66/13,016.56
12 个月最高/最低(元)	15.13/6.64

财务数据

净资产值(百万元)	5,184.18
每股净资产(元)	7.99
市净率	1.86
资产负债率	54.42%
息率	0.40%

相关研究报告:

2010 年度纸业投资策略:《压力下的机会》——2009-12-07

《华泰股份 09 年三季报点评:历史重演》——2009-10-26

《华泰股份:收购令华泰价值增 3.1~3.5 元/股》——2009-9-28

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

新闻纸大幅提价 EPS 增 0.33 元

●新闻纸提价 500 元/吨获报社爽快接受

年初新闻纸提价计划近日获报社全面接受,价格由原最低 3950~4000 元/吨上调至 4500 元/吨,幅度 500 元/吨左右为近年罕见。此次提价一方面由报社库存下降引发,另一方面因原料价格上涨纸厂压力增大所迫,根本的原因是供需关系的不断改善。此次淡季提价映射着景气上升。

●新闻纸景气上升周期至少会持续两年

供给方面 2008~2010 年无新增产能,存量产能因转产也在缩减,需求不出明显负增长即可实现景气上升。我们测算其开工率将由上年的 90%提高到今年的 96%,明年进一步提高到 98%。因吨纸毛利提价后仍未达到历史平均水平,提价具有持续性,预计年内会进一步提价 600~700 元以上,二、三季度为提价集中时期。

●行业初步显露定价权

此次提价是去年 8 月份成立的中国造纸协会新闻纸分会主导的行业首次集体行动,本已集中的新闻纸行业初显定价权,而该行业仍在进一步整合过程中。当前华泰新闻纸产能占有率为 25%,年末提高到 29%。公司目前是新闻纸分会主任委员单位,其定价权上升令竞争性产业多了份盈利能力稳定或提高的保障。

●风险提示

地产及汽车广告主行业衰退;报社未来联合抵制提价。

●目标价 22 元,维持“推荐”评级

2009~2011 年 EPS 分别为 1.68 元、1.23 元和 1.41 元, P/E 分别为 8.8X、12.1X 和 10.6X。当前合理价为 20 元, 6 个月目标价为 22 元, 维持推荐评级。

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	5,698	7,976	9,440
(+/-%)	42.17%	-0.43%	-5.1%	40.0%	18.4%
净利润(百万元)	503	365	1092	797	913
(+/-%)	18.73%	-27.49%	199.6%	-27.0%	14.5%
每股收益(元)	0.92	0.66	1.68	1.23	1.41
EBIT Margin	14.75%	10.98%	8.7%	15.1%	15.9%
净资产收益率(ROE)	14.22%	9.75%	19.1%	12.7%	13.2%
市盈率(PE)	16.2	22.5	8.8	12.1	10.6
EV/EBITDA	7.90	9.41	13.2	8.0	7.1
市净率(PB)	2.31	2.18	1.68	1.53	1.39

新闻纸淡季大幅提价折射景气上升

年初新闻纸提价计划近日获报社全面接受，价格由原最低 3950~4000 元/吨上调至 4500 元/吨，幅度 500 元/吨左右为近年罕见。去年 7 月份开始的提价其幅度在 100 元/吨曾遭受主流报社抵制，而此次大幅提价反而被爽快接受，主因是报社库存已经下降到较低水平，据了解，国内报社平均库存仅可用至 3 月份，而报纸的政策宣传功能令国有体制下的报社担心库存不足带来的政治风险。另一重要原因是原料价格的持续上涨令纸厂压力不断加大，转嫁成本意愿越发强烈，报社库存下降为此提供契机。根本的原因我们认为仍是供需关系改善的持续积累，令提价在全年最淡季得以实现，这个提价时点在往年也属少见。

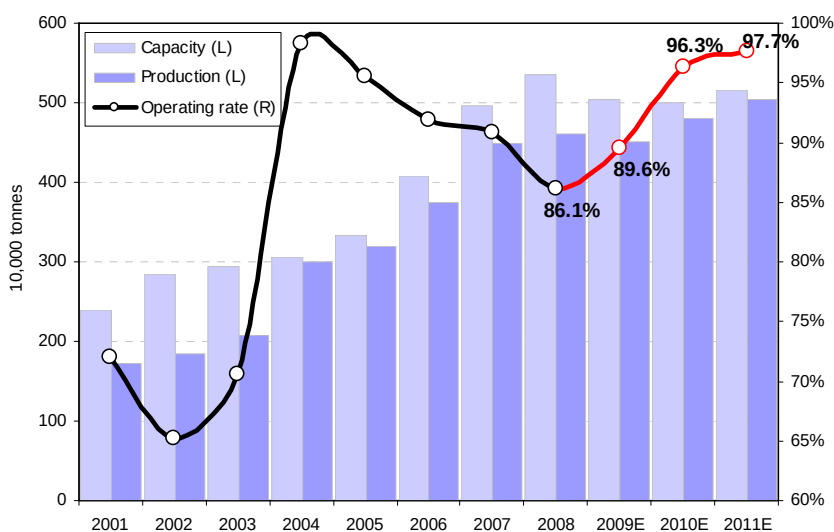
中国造纸协会新闻纸分会同时决定，从 2 月份起，利用春节假期机会国内新闻纸厂全面停产 3 周左右，各厂商委派监督人员相互检查以确保全国性停产得以顺利实施。停产目的有三：1) 巩固此次提价；2) 减少废纸采购抑制其价格的快速上涨；3) 进一步减少报社库存为后续提价扫清障碍。

景气上升周期会至少再持续两年

基于 2008~2010 年三年无新增产能（2010 年末将新增 43 万吨产能），存量产能转产文化纸而缩减，需求只要不出现明显负增长，新闻纸行业的景气便可持续上升。这个结论自去年 4 月份我们测算后得到良好验证：去年一季度主流厂商吨纸毛利仅 100~200 元，7 月份提价时上升到 600~700 元，此次提价进一步上升至 800~900 元，毛利的不断上升反映涨价不是单一的成本驱动，供需改善蕴涵其间。

我们测算定量反映新闻纸供需关系的开工率将由 2009 年的 90% 上升到今年的 96%，2011 年进一步上升到 98%。去年预期的 2010 年景气登顶因广州造纸的老厂搬迁能否年内完成尚不确定，其推迟会令景气高点在明年出现。此外，因暂无法确定未来两年的国内投产计划，2012 年及以后年份的供需关系我们不做预期。

图 1：新闻纸运行于景气上升周期初期



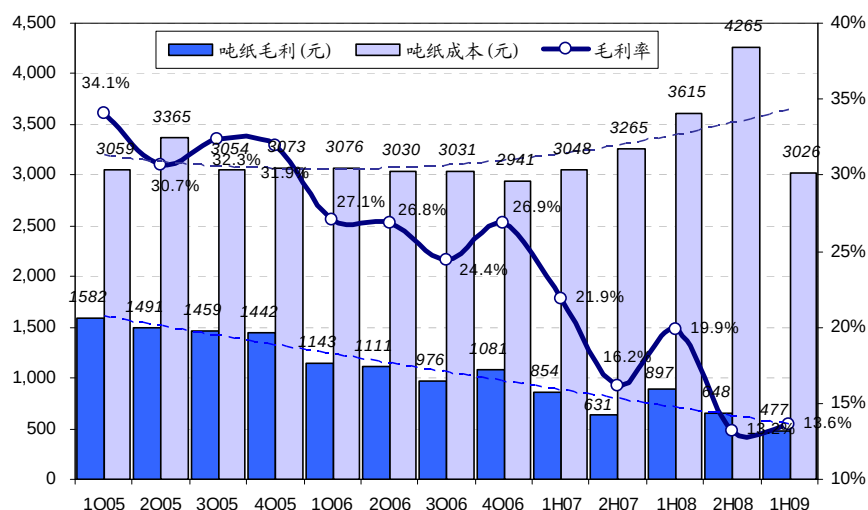
资料来源：国家统计局、中国造纸协会、国信证券经济研究所预测

提价因而具有持续性

如果原材料不发生价格下跌，在上述景气判断下，新闻纸提价还将持续。我们可以定量说明这个结论。

2005 年以来的新闻纸行业自周期（即不考虑 2008 年金融危机影响时间段）下的吨纸毛利波动于 631~1582 元，中轴在 1100 元左右。这正好是一个完整的景气下降周期，开工率逐年下滑驱使吨纸毛利下降。此次提价后的吨纸毛利为 800~900 元，仍处于景气较低水平，而年内开工率平均 96% 属历史较高水平，毛利上升至 1100 元中轴甚至以上方可匹配这个开工率，即年内毛利平均当有不低于 200~300 元的上升，景气高峰阶段的幅度将更大，而原料等成本的上升幅度与该毛利上升幅度的叠加即价格上升幅度。如果废纸保持上年月涨幅 8.5 美元/吨的速度，则原料成本年末会上升 400 元/吨（废纸占新闻纸成本的 60% 左右），满足年内平均毛利下的价格即可达到 5100~5200 元/吨，即在现有 4500 元/吨的基础上再上涨 600~700 元/吨，景气阶段性高涨下的价格因毛利上升可能上涨 800~1000 元。

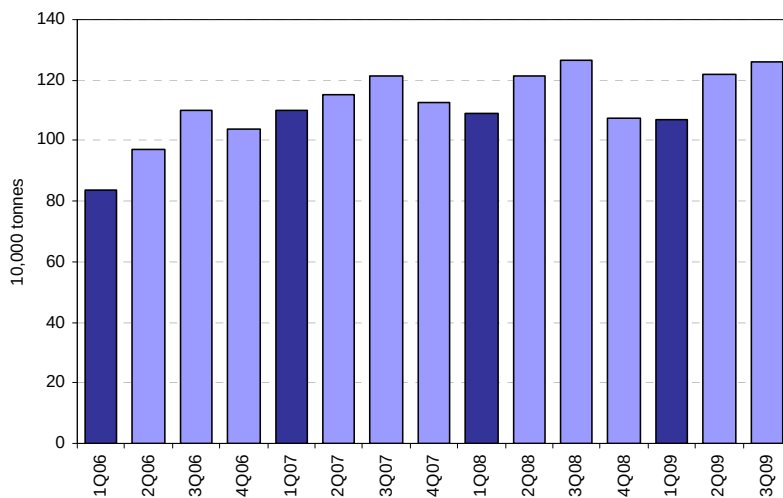
图 2：新闻纸自周期下的吨纸毛利变化



资料来源：纸业公司公开信息

年内看，二、三季度可能是提价集中时期，这是基于该两个季度是新闻纸历年需求旺季。2006~2008 年 1Q~4Q 的产量比值为 84: 93: 100: 90，新闻纸市场竞争充分，以销定产，因而它大致反映了季度间的需求差异。

图 3：新闻纸季度产量差异

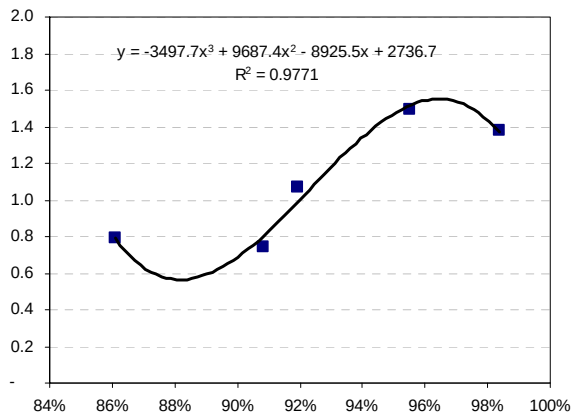


资料来源：国家统计局

我们在公司盈利预测中采用的毛利假设

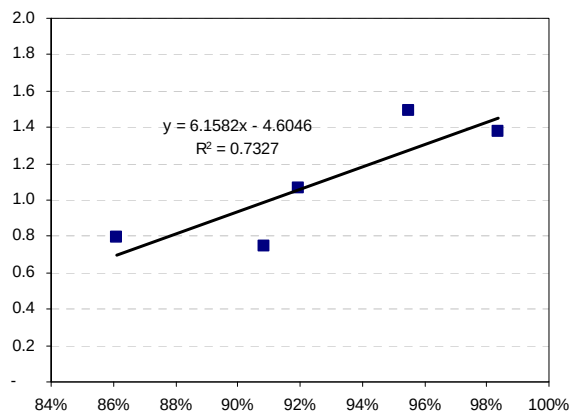
新闻纸吨纸毛利与行业开工率之间存在因果关系。我们尝试以 2004 年以来较短时期的数据找出这种相关性。三次函数关系达到了 98% 的相关性，以此测算的今年 96% 开工率下的年度平均吨纸毛利为 1595 元，这个值是期间景气最高时期的水平，因而不可靠。我们更倾向于简单的线性关系，尽管其相关系数只有 73%，以此测算的今年毛利为 1330 元，属于期间平均水平以上的值，契合于预期的较高景气度。在华泰股份新闻纸盈利预测中，我们采用了 917 元的吨纸毛利假设，显著地低于上述的测算，在 96% 较高景气度背景下，这个低于平均水平（1100 元）的毛利应会显得谨慎。

图 4：新闻纸吨纸毛利与开工率的三次函数关系



资料来源：国家统计局、中国造纸协会、国信证券经济研究所

图 5：新闻纸吨纸毛利与开工率的线性关系



资料来源：国家统计局、中国造纸协会、国信证券经济研究所

调整盈利预测

2009 年，1) 四季度提价困难而废纸价格上涨较快，公司盈利会低于三季度；2) 收购河北龙腾形成的一次性收益免缴所得税。我们调减经常性收益，调增一次性收益，全年盈利由 1.55 元调整为 1.68 元。

2010 年，因 2 月份停产，我们减少一个月的新闻纸产量 10 万吨，折旧 400 元/吨及预期净利 200 元/吨的损失，公司利润减少 6000 万元，EPS 由原 1.32 元调整为 1.23 元。此次提价已经反映在我们的盈利预测，我们不调整原有假设。

跟提价前相比，公司的新闻纸预计平均吨纸提价 300 元（因针对中小报社的售价高于市场最低水平），则增加毛利 256 元（即裸价），费用增加 29 元，税前利润 227 元，净利润增加 193 元，全年 110 万吨销量增加净利润 2.12 亿元，合 EPS0.33 元。

目标价：22 元

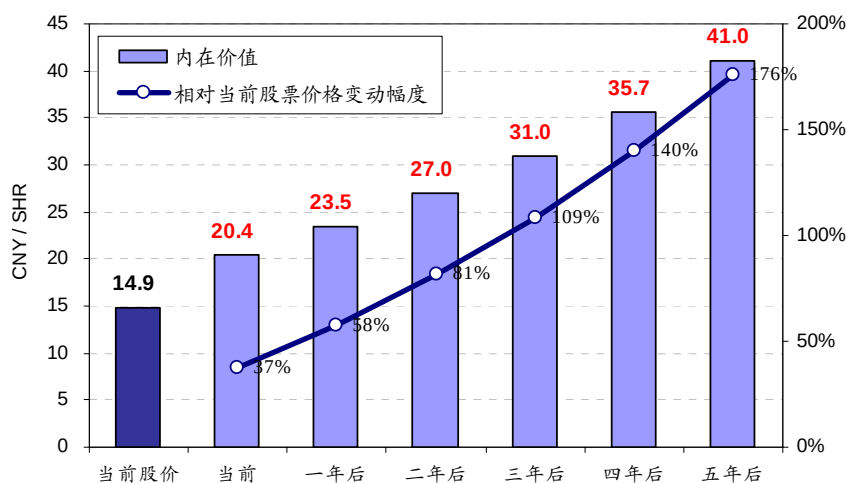
绝对估值上，2005~2008 年公司盈利年增 13.9%，剔除 2008 年金融危机影响会达到 26% 的年增长，我们假设半显性期增长率为 15%，永续增长为 0%，则当前内在价值为 20.4 元，半年后为 22.0 元。

表 1: 绝对估值的基本假设条件

永续增长率	0%	实际所得税率 T	15%
无风险利率	3.37%	Ke	10.49%
行业平均 Beta	0.70	风险溢价	7.00%
E/(D+E)	73.84%	D/(D+E)	26.16%

资料来源：国信证券经济研究所

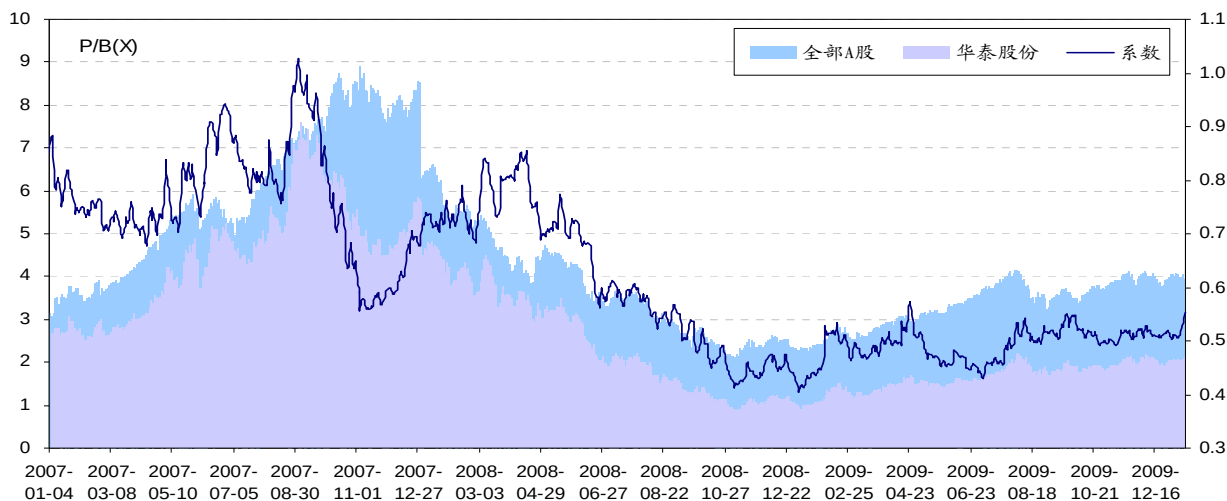
图 6: 华泰股份内在价值趋势



资料来源：国信证券经济研究所预测

相对估值上，2007 年以来公司 P/B 相对于大盘的比值为 0.41~1.03，方向与新闻纸景气度一致，今年景气较高，我们判断比值在 0.8~0.9（目前为 0.55），取 0.8 的当前定价为 21.5 元；P/E 情况类似，针对今年的大盘 P/E 为 21X，取 8 折的 P/E 为 17X，当前定价为 20.9 元。

图 7：华泰股份 P/B 针对大盘的比值



资料来源：WIND

综上，我们判断公司当前合理价为 20 元，并确定 6 个月目标价为 22 元。维持“推荐”评级。

初显定价权

需要特别强调的是，此次提价及 2 月份的停产是去年 8 月份成立的中国造纸协会新闻纸分会主导的行业首次集体行动，本已集中的新闻纸行业初显定价权，而该行业仍在进一步整合过程中。

去年是外资诺斯克全面退出中国市场的一年，它在上海泛亚潜力的股权 6 月份全部转让给当地股东，在河北的龙腾 9 月份转让给华泰股份。我们预计，进一步的整合一方面是剩余国有企业的退出，另一方面是中小厂商在诸如环保标准的不断提高和执行力度的逐步加强中被迫退出，行业的集中度提高可以预期。当前华泰新闻纸产能 126 万吨占国内总产能 500 万吨的 25%，2010 年末江门 18 万吨二手设备安装完成后，华泰产能达到 144 万吨，将占当年产能的 29%。华泰目前是新闻纸分会主任委员单位，其定价权上升令竞争性产业多了份盈利能力稳定或提高的保障。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	798	1548	1671	3056	营业收入	6006	5698	7976	9440
应收款项	1094	1015	1420	1681	营业成本	4875	4771	6145	7222
存货净额	1099	917	1200	1423	营业税金及附加	24	18	32	38
其他流动资产	80	76	106	125	销售费用	195	189	279	312
流动资产合计	3071	3555	4397	6286	管理费用	261	223	312	368
固定资产	6318	7045	7440	7026	财务费用	239	172	274	327
无形资产及其他	267	258	249	240	投资收益	(43)	796	0	0
投资性房地产	31	31	31	31	资产减值及公允价值变动	(43)	(27)	0	0
长期股权投资	136	136	136	136	其他收入	0	0	0	0
资产总计	9822	11025	12253	13719	营业利润	326	1092	933	1174
短期借款及交易性金融负债	2925	2150	2350	2800	营业外净收支	51	80	40	40
应付款项	1270	1261	1650	1957	利润总额	377	1172	973	1214
其他流动负债	196	189	249	295	所得税费用	(2)	78	146	267
流动负债合计	4391	3599	4249	5052	少数股东损益	14	1	30	34
长期借款及应付债券	1268	1268	1268	1268	归属于母公司净利润	365	1092	797	913
其他长期负债	148	148	148	148					
长期负债合计	1415	1415	1415	1415	现金流量表 (百万元)				
负债合计	5806	5015	5664	6467		2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	276	277	298	322	净利润	365	1092	797	913
股东权益	3741	5733	6291	6930	资产减值准备	47	(10)	3	(1)
负债和股东权益总计	9822	11025	12253	13719	折旧摊销	593	614	711	774
					公允价值变动损失	43	27	0	0
关键财务与估值指标					财务费用	239	172	274	327
	2008	2009E	2010E	2011E	营运资本变动	(394)	239	(266)	(152)
每股收益	0.66	1.68	1.23	1.41	其它	(50)	11	18	24
每股红利	0.06	0.51	0.37	0.42	经营活动现金流	603	1974	1262	1559
每股净资产	6.82	8.84	9.70	10.69	资本开支	(810)	(1350)	(1100)	(350)
ROIC	9%	6%	12%	13%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	10%	19%	13%	13%	投资活动现金流	(770)	(1350)	(1100)	(350)
毛利率	19%	16%	23%	23%	权益性融资	24	1228	0	0
EBIT Margin	11%	9%	15%	16%	负债净变化	(462)	0	0	0
EBITDA Margin	21%	19%	24%	24%	支付股利、利息	(433)	(328)	(239)	(274)
收入增长	0%	-5%	40%	18%	其它融资现金流	1835	(775)	200	450
净利润增长率	-27%	200%	-27%	14%	融资活动现金流	67	125	(39)	176
资产负债率	62%	48%	49%	49%	现金净变动	(100)	749	123	1385
息率	5.3%	4.0%	2.9%	3.4%	货币资金的期初余额	898	798	1548	1671
P/E	22.4	8.8	12.1	10.6	货币资金的期末余额	798	1548	1671	3056
P/B	2.2	1.7	1.5	1.4	企业自由现金流	42	(33)	371	1444
EV/EBITDA	11.2	13.2	8.0	7.1	权益自由现金流	1414	(969)	337	1638

资料来源：国信证券经济研究所预测

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	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	孙菲菲	0755-82133400
林松立	010-82254212	崔 嵘	021-60933159	黄金香	010-82252922
		廖 皓	021-60933162	高 健	0755-82130678
				郑 武	0755- 82130422
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	021-60933150
戴志锋	0755-82133343			陈 玲	0755-82133400
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	吴美玉	010-82252911
左 涛	021-60933164	秦 波	010-82252922		
基础化工		医药		石油与石化	
邱 伟	0755-82133263	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陆 震	0755-82130532	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
张栋梁	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
		陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
皮家银	021-60933160	廖绪发	021-60875168	李洪冀	010-82252922
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良		程 峰	021-60933167
		童成敦			
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-60933157
电子元器件		纺织服装		农业	
王俊峰	010-82254205	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148	谢鸿鹤	0755-82130646	徐蔚昌	021-60933149
煤炭		建筑		中小股票	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	高芳敏	021-60875163
苏绍许	0755-82133476	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
				祝 彬	0755-82133456
				王一峰	010-82250828
固定收益		投资基金		量化投资	
李怀定	021-60933152	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
高 宇	0755-82133528	秦国文	0755-82133528	戴 军	021-60933166
		刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-60933154
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	021-60875169		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	021-60875172		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	021-60875171		谭春元	010-82254209	
	13480668226			13795229060			13810118116	
	shaoyf@guosen.com.cn			zhengyi@guosen.com.cn			tancy@guosen.com.cn	
林莉	0755-82133197		黄胜蓝	021-60875173		焦骥	010-82254202	
	13824397011			13761873797			13601094018	
	Linli2@guosen.com.cn			huangsl@guosen.com.cn			jiaojian@guosen.com.cn	
王昊文	0755-82130818		刘塑	021-60875177		李锐	010-82254212	
	18925287888			13817906789			13691229417	
	wanghaow@guosen.com.cn			liusu@guosen.com.cn			lirui2@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178		徐文琪	010-82254210	
				13817758288			13811271758	
				yelf@guosen.com.cn			xuwq@guosen.com.cn	
			许娅	021-60875176				
				13482495069				
			江智俊	021-60875175				
				15221772073				
			孔华强	021-60875170				
				13681669123				