

造纸 II

2010 年 1 月 26 日

华泰股份(600308) 当前股价: 14.24 目标价: 15.77

新闻纸提价彰显公司话语权

投资要点:

- 华泰股份是国内新闻纸制造的龙头企业, 由于今年新闻纸新增产能很少, 最近几年消费增速一直高于生产增速, 另外主要原料美废 8# 一直处于上升通道, 目前已经回升到 200 美元/吨, 未来随着海运费的上涨会继续看涨。随着需求的改善、废纸价格的上涨, 元月起新闻纸价格涨幅较为明显, 涨幅约为 500 元/吨, 预计后市价格会有进一步上涨空间。
- 公司新闻纸龙头地位不断巩固, 去年 10 月份收购的诺斯克(河北)有限公司新闻纸产能为 33 万吨, 收购后使得华泰股份新闻纸市场占有率接近 1/3。随着公司接手后统一调配以及统一原材料采购, 今年有望扭亏, 明年产生一定的利润。广东华泰纸业有限公司一期 40 万吨新闻纸项目于去年 10 月底动工, 有望于明年初投产, 届时公司会根据市场状况将本部 25 万吨产能改产文化纸。
- 公司化工业务离子膜烧碱一期 25 万吨项目已经于去年 7 月份投产, 二期 25 万吨项目最快于今年 7、8 月份投产。公司化工产品没有库存, 而且项目成本主要为电和原盐, 公司化工成本一半多是自供电, 另外公司所处区域原盐资源丰富, 运费成本低, 因此公司化工产品成本较低, 能够保证公司这块业务的毛利率。
- 我们预测华泰股份 2009-2011 年的 EPS 分别为: 1.43、0.83、1.00 元, 其中 2009 年不考虑收购诺斯克公司形成的投资收益计算的 EPS 为 0.51 元。目前主要造纸行业上市公司 10 年市盈率为 19 倍, 公司是我国新闻纸的龙头企业, 并积极地向化工产业以及产业链上游林浆资源迈进, 我们按照预测的 EPS 水平给予华泰股份 19 倍市盈率估值, 得到股票的合理价格为 15.77 元, 并给予公司“推荐”的投资评级。

研究员: 肖群

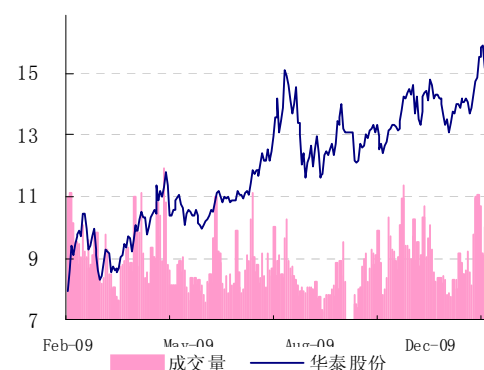
电 话: 025-83290920

E-mail: shawqun@hotmail.com

地 址: 南京市中山东路 90 号

投资评级: 推荐

股价走势图



相关研究

2009/07/27 公司中报点评: 主业随经济复苏而回暖

2009/04/23 公司季报点评: 公司各项业务逐渐好转

2009/03/10 公司调研报告: 新闻纸缓慢复苏, 化工产品助推业绩增长

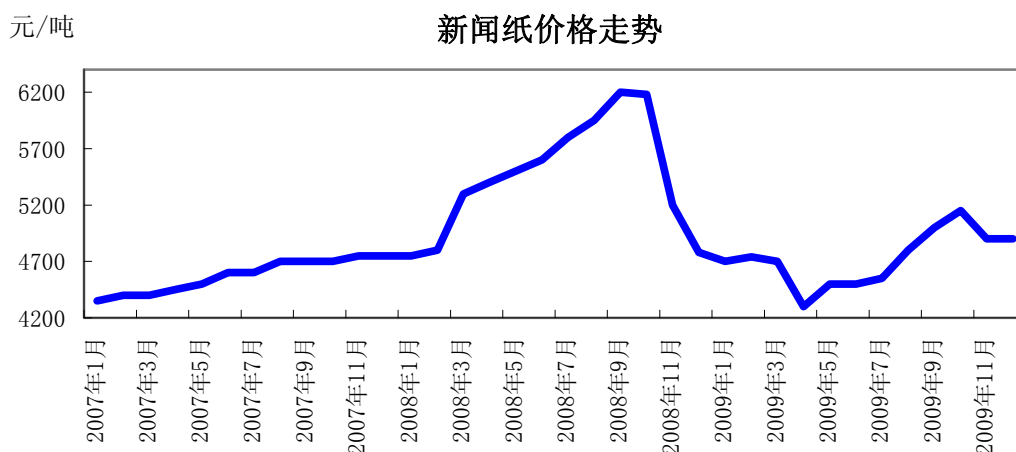
新闻纸价格出现上涨

华泰股份是国内新闻纸制造的龙头企业，因此新闻纸价格对于公司业绩的影响非常明显。

2009 年新闻纸一直面对国内产能过剩的局面，另外由于目前外围需求并不旺盛，而且出口新闻纸价格要比国内新闻纸价格还要低一些，因此造成新闻纸出口量的显著下降，这也造成新闻纸在 09 年表现较差。

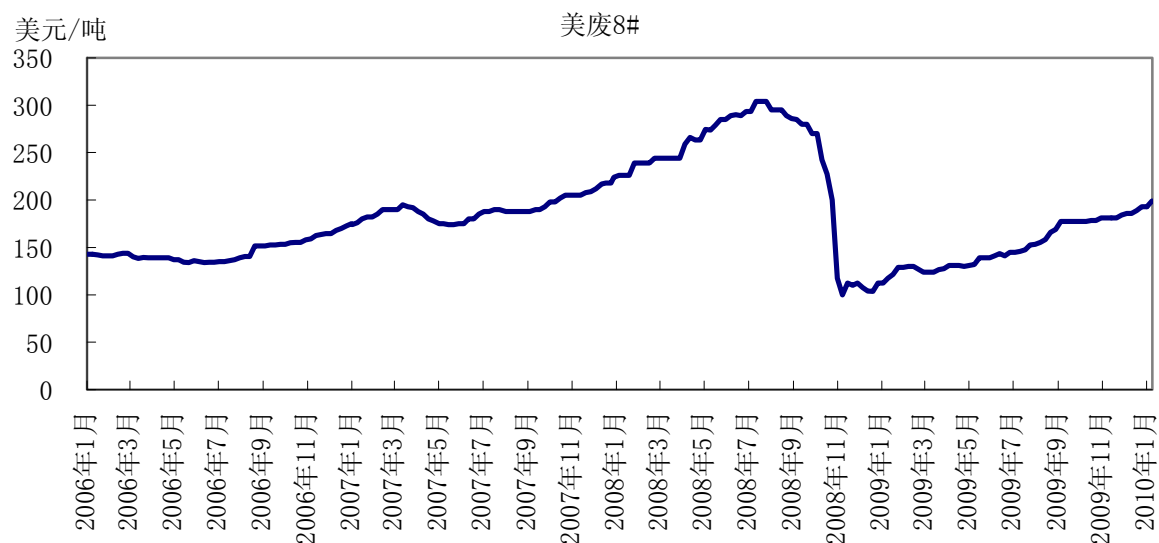
由于今年新闻纸新增产能很少，最近几年消费增速一直高于生产增速。另外新闻纸主要原材料进口美废 8# 价格一直处于上升通道，目前已经回升到 200 美元/吨，未来随着海运费的上涨会继续看涨，随着需求的改善、废纸价格的上涨，元月起新闻纸价格涨幅较为明显，涨幅约为 500 元/吨，我们对于新闻纸价格未来的走势比较看好，新闻纸后市价格会有进一步上涨空间。

图1:新闻纸价格走势



资料来源:中国纸网

图 2: 我国进口美废 8# 价格



资料来源:Wind 资讯

公司新闻纸龙头地位不断巩固

公司于去年 10 月份收购了诺斯克(河北)有限公司 100%股权, 该公司资产总计 22.44 亿元, 净资产 5.04 亿元, 09 年 1-8 月实现主营收入 48354.38 万元, 主营利润-1901.85 万元, 净利润-17736 万元, 公司以一元的价格实现账面 5 亿元的净资产增值为公司带来较大的非经常性损益。该子公司新闻纸产能为 33 万吨, 收购后使得华泰股份新闻纸市场占有率接近 1/3。由于该公司费用控制不好, 导致了亏损, 随着公司接手后统一调配以及统一原材料采购, 今年有望扭亏, 明年产生一定的利润, 收购后公司在新闻纸方面的话语权将更大, 因此对于维持新闻纸价格形成利好。

公司与新会双水发电厂有限公司共同出资成立的广东华泰纸业有限公司一期 40 万吨新闻纸项目于去年 10 月底动工, 该项目有望于明年初投产, 届时公司会根据市场状况将本部 25 万吨产能改产文化纸。

今年新闻纸毛利率稳步提升

虽然公司在新闻纸方面处于控制地位, 不过下游客户主要是报社, 由于报社比较团结, 具有一定的定价权, 因此公司在原料价格一直上涨的情况下去年三季度提过一次价后(幅度 400-500 元/吨)一直没有提价。公司原材料库存一般使用 2-3 个月, 随着美废价格的攀升, 另外由于公司新闻纸质量较好、供应稳定, 公司在今年初提价得到了下游客户的认同。

我们假设公司今年消耗美废价格为 220 美元/吨, 并按照人民币汇率 6.8, 除美废 8#外的固定生产成本为 1800 元/吨, 每吨新闻纸耗用废纸 1.2 吨。敏感性分析结果显示, 10 年公司毛利率应该在 21.4%。

表 1: 敏感性分析结果

	5150	5250	5350	5450	5550
240	14.60%	16.20%	17.80%	19.30%	20.80%
230	16.50%	18.10%	19.60%	21.10%	22.50%
220	18.30%	19.90%	21.40%	22.80%	24.20%
210	20.20%	21.70%	23.20%	24.60%	25.90%
200	22.00%	23.50%	24.90%	26.30%	27.60%

资料来源: 华泰证券研究所

积极开拓化工业务

公司化工业务离子膜烧碱一期 25 万吨项目已经于去年 7 月份投产, 二期 25 万吨项目最快于今年 7、8 月份投产。目前烧碱价格为 2043 元/吨, 相比 09 年初的 3100 元/吨下降较多, 另一主要产品液氯价格为 1444 元/吨, 比较稳定, 公司化工产品没有库存, 而且项目成本主要为电和原盐, 公司化工成本一半多是自供电, 另外公司所处区域原盐资源丰富, 运费成本低, 因此公司化工产品成本较低, 能够保证公司这块业务的毛利率。

公司盈利预测

公司 2009-2011 年新闻纸销售量分别为 90、102 和 125 万吨，而其毛利率则分别为 18.5%、21.4%、21%。公司 10 年的业绩增长主要是新闻纸毛利率的提升、一期离子膜烧碱的投产，2011 年则主要依靠新闻纸产量的增长以及公司化工业务的增长。

表 2：主要产品销售预测

产品		2008	2009	2010	2011
新闻纸	产量(万吨)	95	90	102	125
	单价(元/吨)	3886	3888	4572	4300
	成本(元/吨)	3229	3169	3594	3397
	销售收入(万元)	369195	349920	466344	537500
	销售成本(万元)	306774	285185	366546	424625
	毛利率	16.9%	18.5%	21.4%	21.0%
文化纸	产量(万吨)	27	27	27	27
	单价(元/吨)	5582	4800	5100	5100
	成本(元/吨)	4750	4128	4335	4335
	销售收入(万元)	150717	129600	137700	137700
	销售成本(万元)	128239	111456	117045	117045
	毛利率	14.9%	14.0%	15.0%	15.0%
生活纸	销售收入(万元)	2523			
	销售成本(万元)	1943			
	毛利率	23.0%			
化工产品	销售收入(万元)	48390	50000	128000	150000
	销售成本(万元)	35580	37500	101120	114000
	毛利率	26.5%	25.0%	21.0%	24.0%
其他收入	销售收入(万元)	20000	20000	20000	20000
	销售成本(万元)	16000	16000	16000	16000
	毛利率	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
总收入		588301	549520	752044	845200
总成本		486593	450141	600711	671670
毛利率		17.29%	18.08%	20.12%	20.53%
主营利润		101708	99379	151333	173530

资料来源：华泰证券研究所

公司 2009—2011 年盈利预测结果如下：

表 3：华泰股份盈利预测(单位：万元)

	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	600629	549520	752044	845200
二、营业总成本	563706	511355	677115	755060
营业成本	487508	450141	600711	671670
营业税金及附加	2413	2748	3760	4226
销售费用	19541	21981	30082	33808
管理费用	26090	16486	22561	25356
财务费用	23882	20000	20000	20000
资产减值损失	4273	0	0	0
三、其他经营收益	(4327)	80000	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	(4327)	80000	0	0
四、营业利润	32596	118165	74929	90140
加：营业外收入	5695	6000	0	0

减：营业外支出	614	0	0	0
五、利润总额	37677	124165	74929	90140
减：所得税	(150)	27316	18732	22535
六、净利润	37827	96849	56197	67605
减：少数股东损益	1364	3874	2248	2704
归属于母公司所有者的净利润	36464	92975	53949	64901
七、每股收益(元)	0.66	1.43	0.83	1.00

资料来源：华泰证券研究所

我们预测华泰股份 2009-2011 年的 EPS 分别为：1.43、0.83、1.00 元，其中 2009 年不考虑收购诺斯克公司形成的投资收益计算的 EPS 为 0.51 元(按照增发后总股本计算)。目前主要造纸行业上市公司 10 年市盈率为 19 倍，公司是我国新闻纸的龙头企业，并积极地向化工产业以及产业链上游林浆资源迈进，我们按照预测的 EPS 水平给予华泰股份 19 倍市盈率估值，得到股票的合理价格为 15.77 元，并给予公司“推荐”的投资评级。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

-投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上;

推荐：相对强于市场表现5%~20%;

观望：市场表现-5%~+5%之间波动;

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。