

王旭东 021-68407681
wangxd@cmschina.com.cn

濮冬燕 021-68407301
pudy@cmschina.com.cn

2010年3月24日

华泰股份(600308.SH)/16.39元

一次收益后将回归正常利润

原材料·造纸印刷

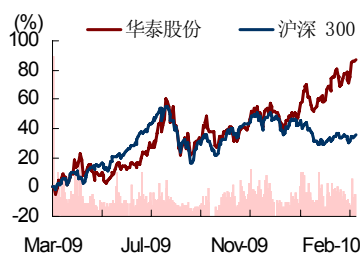
中性-A(维持)

基础数据

上证综指	3075
总股本(万股)	64865
已上市流通股(万股)	49444
总市值(亿元)	114
流通市值(亿元)	87
每股净资产(MRQ)	8.0
ROE(TTM)	4.4
资产负债率	54.4%
主要股东	华泰集团有限公司
主要股东持股比例	34.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	11	35	91
相对表现	9	30	52



相关报告

- 1、《华泰股份(600308)-现价已接近投资区域》2009/9/28
- 2、《华泰股份(600308)-硬估值指标显示买入吸引力不足》2009/4/20
- 3、《华泰股份(600308)-新闻纸景气短期回升》2009/08/03
- 4、《华泰股份(600308)-新闻纸需求放缓》2008/11/03
- 5、《华泰股份-已进入价值投资区域》2008/08/27
- 6、《华泰股份-受惠新闻纸价格上涨》2008/3/12
- 7、《新闻纸新一轮涨价分析-新闻纸价格上调为短期利好因素》2008/8/4

09年一次性收益致超高利润后,10年业绩将回到正常水平。目前华泰股份10年的PB、PE和分红回报率分别为1.7、24.5、9%,吸引力不足,给予中性-A评级。

- **09年业绩增长202.76%,高于预期。**公司09年实现销售收入58.28亿元,营业利润1.73亿元,归属母公司净利润10.95亿元,同比分别增长-2.98%、-47.1%、202.76%。其中营业外收入9.18亿元,主要为政府补助及收购诺斯克(河北)纸业利得所致。每股收益为1.69元(完全摊薄),分配方案为每10派1元。
- **收购诺斯克(河北)纸业,继续加强新闻纸行业话语权:**公司收购了诺斯克(河北)纸业100%的股权,进一步增加了公司新闻纸产能,市场占有率达到25%,09年新闻纸处于整合期,因此整体毛利率有所下滑,随着公司在产品价格和原料采购上进一步提高话语权,预计10年毛利率将有所回升。
- **文化纸毛利率处于历史低位。**本部纸机转产文化纸,有一定生产磨合期及市场磨合期,故09年文化纸毛利率处于低位。
- **化工业务未来将持续贡献利润。**公司一期25万吨离子膜烧碱项目已经投产,未来二期预计10年底投产,将增加公司新的利润增长点。
- **所得税费用减少受益于高新技术税收优惠及国产设备投资抵税政策。**公司被认定为高新技术企业,08-10年享受15%的所得税优惠。以及公司40万吨高级彩色胶印新闻纸技改等项目的国产设备符合国家抵税政策,投资额的40%可抵免企业所得税,09年所得税费用大幅减少。
- **预估10年、11年每股收益10年0.67元、0.80元。**同比分别增长-60%和20%。
- **维持“中性”评级:**新闻纸是需求增长最缓慢的纸种,转产的文化纸及化工业务可为公司带来一定的业绩增长。09年一次性收益致超高利润后,10年业绩将回到正常水平。目前华泰股份10年的PB、PE和分红回报率分别为1.7、24.5、9%,吸引力不足,给予“中性-A”评级。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	6006	5828	7035	9161	9907
同比增长	0%	-3%	21%	30%	8%
营业利润(百万元)	326	173	477	632	746
同比增长	-51%	-47%	176%	33%	18%
净利润(百万元)	365	1095	434	522	573
同比增长	-27%	200%	-60%	20%	10%
每股收益(元)	0.66	1.69	0.67	0.80	0.88
PE	24.6	9.7	24.5	20.3	18.5
PB	2.4	1.8	1.7	1.6	1.5

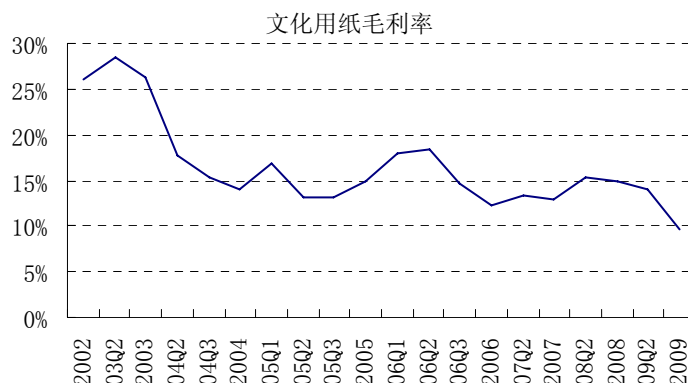
资料来源:招商证券

图 1：华泰新闻纸毛利率走势



资料来源：公司公告，招商证券

图 2：文化用纸毛利率走势



资料来源：公司公告，招商证券

表 1：华泰纸业主营预测

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入合计	6006	5828	7035	9161	9907
新闻纸	3692	3043	4068	4076	4076
文化纸	1507	1823	1958	1961	2127
铜版纸		0	0	1979	1985
生活用纸	0	18	18	18	18
化工产品	484	646	679	814	1357
包装纸	0	0	0	0	0
浆	323	297	312	312	343
合计收入增长率	0%	-3%	21%	30%	8%
新闻纸	-4%	-18%	34%	0%	0%
文化纸	12%	21%	7%	0%	8%
铜版纸				-	-
生活用纸			0%	0%	0%
化工产品	-2%	34%	5%	20%	67%
包装纸			0%	0%	0%
浆	-6%	-8%	5%	0%	10%
合计毛利率	19%	15%	19%	19%	19%
新闻纸	17%	14%	19%	19%	19%
文化纸	15%	10%	15%	15%	15%
铜版纸		0%	17%	17%	18%
生活用纸	0%	11%	11%	11%	11%
化工产品	26%	23%	24%	24%	24%
包装纸	0%	21%	21%	21%	21%
浆	48%	37%	37%	37%	37%

资料来源：招商证券

表 2：子公司及对合营企业投资和联营企业投资情况
同一控制下企业合并取得的子公司

子公司全称 (单位：百万元)	持股比 例(%)	是否合 并报表	注册地	业务性质	资产 规模	07 年	净利润 08 年	09 年
东营协发化工	100	是	东营市	化工	2323	113	104	99
东营华泰纸业化工	100	是	东营市	化工	302	57	55	29
东营华泰精细化工	100	是	东营市	化工	34	4	4	4
东营华泰热力	100	是	东营市	化工	119	13	(1)	8

通过设立或投资等方式取得的子公司

子公司全称 (单位：百万元)	持股比 例(%)	是否合 并报表	注册地	业务性质	资产 规模	07 年	净利润 08 年	09 年
东营市大王福利卫生纸厂	100%	是	广饶县	造纸	25	4	6	1
东营华泰纸业	75%	是	广饶县	造纸	659	60	57	16
东营华泰清河	83.67%	是	广饶县	造纸	630	4	(6)	(28)
日照华泰纸业	96%	是	日照莒县	造纸	547	21	17	6
安徽华泰林浆纸	85%	是	安徽安庆	造纸	670		2	(4)
东营华泰环保科技	100%	是	广饶县	环保	72		(0)	3
广东华泰纸业	70%	是	广东江门	造纸	450		(0)	(5)
东营亚泰环保工程	100%	是	广饶县	环保	74			1
东营华盛纸业		是	广饶县	造纸				
日照华泰物资回收		是	日照莒县	废品				
安徽华泰林业		是	安徽安庆	造纸				
HUATAI USA LLC	0.51	否	美国	贸易				

非同一控制下企业合并取得的子公司

子公司全称 (单位：百万元)	持股比 例(%)	是否合 并报表	注册地	业务性质	资产 规模	07 年	净利润 08 年	09 年
河北华泰纸业	100	是	河北石家庄	造纸	2001			21

对合营企业投资和联营企业投资

被投资单位名称 (单位：百万元)	持股比 例(%)	注册地	业务性质	资产 规模	07 年	净利润 08 年	09 年
Huatai USA, LLC	51	美国	贸易	60			
莒县华琛纸业	30	日照	制造业	35			
山东斯道拉恩索华泰纸业	40	广饶县大王镇	制造业	1027		(105)	(30)

资料来源：招商证券

表 2: 盈利预测简表

单位: 百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6006	5828	7035	9161	9907
营业成本	4875	4966	5703	7452	7997
营业税金及附加	24	21	25	32	35
营业费用	195	208	252	328	354
管理费用	261	255	308	401	434
财务费用	239	195	271	316	341
资产减值损失	43	(2)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(43)	(12)	0	0	0
营业利润	326	173	477	632	746
营业外收入	57	918	45	35	35
营业外支出	6	3	0	0	0
利润总额	377	1087	522	667	781
所得税	(2)	(5)	78	133	195
净利润	378	1092	444	534	586
少数股东损益	14	(3)	10	12	13
归属于母公司净利润	365	1095	434	522	573
EPS (元)	0.66	1.69	0.67	0.80	0.88

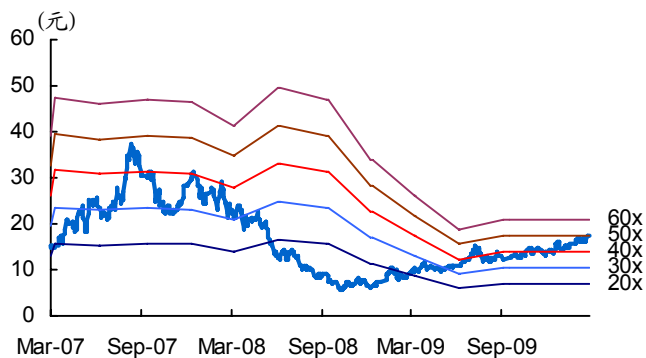
资料来源: 招商证券

表 3: 估值对比表

公司	代码	EPS			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿元)
		08	09E	10E	08	09E	10E			
太阳纸业	002078	0.46	0.96	1.00	42	20	19	3.4	8.1	97
晨鸣纸业	000488	0.52	0.38	0.45	16	22	19	1.4	2.1	174
安妮股份	002235	0.35	0.41	0.55	46	39	29	5.0	12.4	24
博汇纸业	600966	0.50	0.38	0.47	19	26	21	1.8	4.6	49
美利纸业	000815	0.43	0.05	0.14	31		97	2.2	0.8	21
岳阳纸业	600963	0.20	0.14	0.30	52	73	35	2.3	3.1	69
华泰股份	600308	0.56	1.69	0.67	29	10	24	1.8	18.1	106
合兴包装	002228	0.27	0.35	0.54	57	44	29	6.7	15.4	29
景兴纸业	002067		0.07	0.12			67	1.8		31
平均					37	33	38	2.9	8.1	67

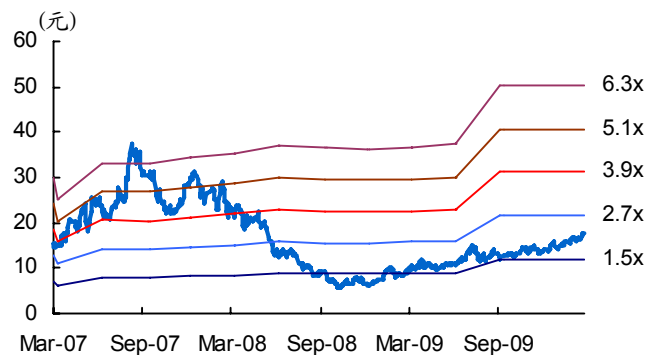
资料来源: 招商证券

图 1: 华泰股份历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2: 华泰股份历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

参考报告:

- 1、《华泰股份(600308)-现价已接近投资区域》2009/9/28
- 2、《华泰股份(600308)-硬估值指标显示买入吸引力不足》2009/4/20
- 3、《华泰股份(600308)-新闻纸景气短期回升》2009/08/03
- 4、《华泰股份（600308）-新闻纸需求放缓》2008/11/03
- 5、《华泰股份-已进入价值投资区域》2008/08/27
- 6、《华泰股份-受惠新闻纸价格上涨》2008/3/12
- 7、《新闻纸新一轮涨价分析-新闻纸价格上调为短期利好因素》2008/8/4

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3071	3706	3423	4221	4488
现金	798	1451	800	800	800
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	68	256	309	403	436
应收款项	850	1045	1262	1643	1777
其它应收款	176	29	34	45	49
存货	1099	665	764	998	1071
其他	80	260	254	332	356
非流动资产	6752	9165	10016	10742	11405
长期股权投资	136	127	127	127	127
固定资产	5473	7331	9321	10047	10710
无形资产	267	549	549	549	549
其他	875	1158	19	19	19
资产总计	9822	12870	13440	14963	15893
流动负债	4391	5499	5711	6858	7431
短期借款	2349	3343	3910	4558	4975
应付账款	764	1122	1288	1683	1807
预收账款	73	133	152	199	214
其他	1206	901	360	418	436
长期负债	1415	1021	1021	1021	1021
长期借款	1268	975	975	975	975
其他	148	47	47	47	47
负债合计	5806	6520	6733	7879	8453
股本	549	649	649	649	649
资本公积金	1485	2613	2613	2613	2613
留存收益	1707	2771	3118	3484	3828
少数股东权益	276	317	327	338	351
母公司所有者权益	3741	6033	6380	6745	7089
负债及权益合计	9822	12870	13440	14963	15893

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	616	997	1322	1443	1770
净利润			434	522	573
折旧摊销			767	892	956
财务费用			271	316	341
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(148)	(298)	(112)
其它			(1)	12	13
投资活动现金流	(905)	(956)	(1618)	(1618)	(1618)
资本支出			(1618)	(1618)	(1618)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	100	428	(355)	175	(153)
借款变动			2	647	418
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(87)	(157)	(229)
其他			(271)	(316)	(341)
现金净增加额	(189)	469	(651)	0	0

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6006	5828	7035	9161	9907
营业成本	4875	4966	5703	7452	7997
营业税金及附加	24	21	25	32	35
营业费用	195	208	252	328	354
管理费用	261	255	308	401	434
财务费用	239	195	271	316	341
资产减值损失	43	(2)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(43)	(12)	0	0	0
营业利润	326	173	477	632	746
营业外收入	57	918	45	35	35
营业外支出	6	3	0	0	0
利润总额	377	1087	522	667	781
所得税	(2)	(5)	78	133	195
净利润	378	1092	444	534	586
少数股东损益	14	(3)	10	12	13
母公司所有者净利润	365	1095	434	522	573
EPS (元)	0.66	1.69	0.67	0.80	0.88

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	0%	-3%	21%	30%	8%
营业利润	-51%	-47%	176%	33%	18%
净利润	-27%	200%	-60%	20%	10%
获利能力					
毛利率	18.8%	14.8%	18.9%	18.7%	19.3%
净利率	6.1%	18.8%	6.2%	5.7%	5.8%
ROE	9.7%	18.1%	6.8%	7.7%	8.1%
ROIC	6.9%	3.3%	5.5%	6.0%	6.1%
偿债能力					
资产负债率	59.1%	50.7%	50.1%	52.7%	53.2%
净负债比率	42.7%	37.9%	36.3%	37.0%	37.4%
流动比率	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
速动比率	0.4	0.6	0.5	0.5	0.5
营运能力					
资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
存货周转率	5.8	5.6	8.0	8.5	7.7
应收帐款周转率	7.6	6.1	6.1	6.3	5.8
应付帐款周转率	6.2	5.3	4.7	5.0	4.6
每股资料(元)					
每股收益	0.66	1.69	0.67	0.80	0.88
每股经营现金	1.12	1.54	2.04	2.22	2.73
每股净资产	6.82	9.30	9.84	10.40	10.93
每股股利	0.06	0.10	0.13	0.24	0.35
估值比率					
PE	24.6	9.7	24.5	20.3	18.5
PB	2.4	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	10.2	12.3	7.8	6.4	5.8

分析师简介

王旭东，毕业于西安交通大学和东南大学电子工程系（硕士），七年证券从业经验，现为招商证券造纸、水务分析师。2007 年“21 世纪金牌分析师”公用事业第二名，2008 年“今日投资”公用事业最佳行业分析师，2008 年新财富公用事业第四名（团队）。

濮冬燕，经济学学士，06 年进入招商证券，现任造纸印刷行业研究助理。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。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征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。