

造纸走出低谷 化工值得期待

——华泰股份（600308）调研快报

2012年5月24日

推荐/首次

华泰股份

调研快报

王明德	分析师	执业证书编号: S1480511100001
联系人: 孙玉姣	010-6655 4090	邮箱: sunyj@dxzq.net.cn

事件:

我近日调研了华泰股份，与公司进行了深入交流。

评论:

1、公司为全球最大的新闻纸生产商，近年来致力于化工行业拓展

公司目前有两大业务板块，造纸和化工。造纸主要有新闻纸、文化纸、铜版纸三大纸种，分别有200万吨、60万吨和45万吨产能。公司为国内最大的新闻纸厂商，市场占有率超过40%。铜版纸为2011年新增产能。所需纸浆基本自给，分为化机浆和废纸浆，前者所需木片目前在国内采购；后者所需废纸均进口自美国，采用美废8号。化工板块产品为烧碱、液氯和双氧水，双氧水自用为主，烧碱部分外卖。

2011年，铜版纸亏损，新闻纸盈利能力弱，化工板块贡献绝大部分利润。

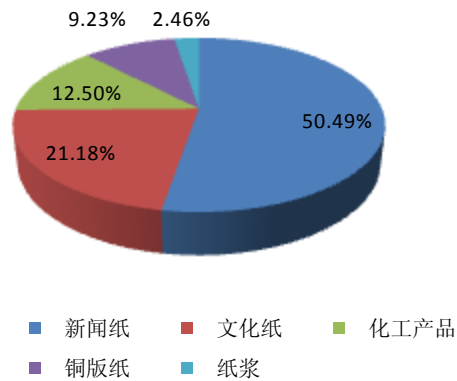
公司未来发展规划是：稳定提升造纸板块盈利水平，大力拓展化工上下游产业链。

表 1：公司产能分布

业务板块	产品	产能
纸及纸浆	新闻纸	约 200 万吨
	文化纸	60 万吨
	铜版纸	45 万吨
	化机浆	约 25 万吨
	废纸浆	约 200 万吨
化工	离子膜烧碱	50 万吨
	液氯	约 35 万吨
	双氧水	18 万吨

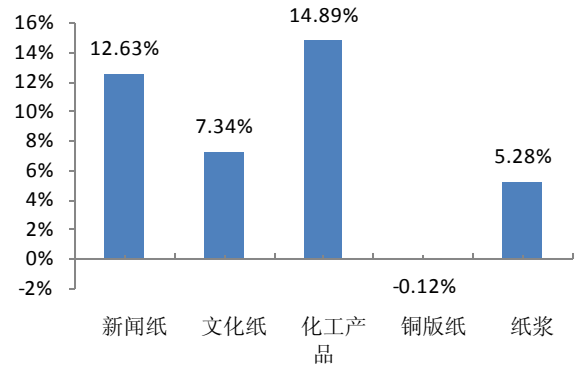
资料来源：公司公告，东兴证券

图 1：公司营业收入构成（2011 年）



资料来源：公司公告

图 2：分产品毛利率（2011 年）



资料来源：公司公告

2、纸业着力于提升结构及盈利，盈利逐步走出低谷

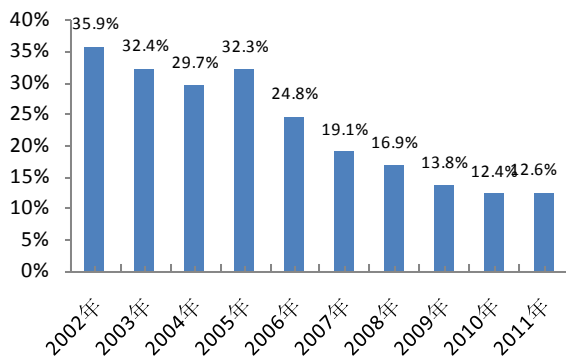
公司去年投产45万吨铜版纸和40万吨新闻纸，2012年安徽20万吨文化纸投产后，未来几年将不再新增投资，保持现有产能，将发展重点放在优化结构和提升盈利水平上，实施“林浆纸一体化”战略。

新闻纸最先受益于淘汰落后产能和限制新增产能政策，将率先迎来盈利复苏。新闻纸自2006年出现产能过剩之后，国家严格控制新闻纸的产能扩张，并加大对落后产能的淘汰力度，未来两年无较大规模的新增产能投放。目前，新闻纸的产能过剩程度已经大幅缓解。另外，新闻纸的整合力度最大，集中度最高，前三大厂商的市场占有率超过60%，有利于市场秩序的恢复。供求关系的好转将有利于新闻纸盈利的复苏。从公司看，在2011年整体造纸行业不景气的背景下，新闻纸毛利率较2010年提高了0.3个百分点，复苏迹象明显。

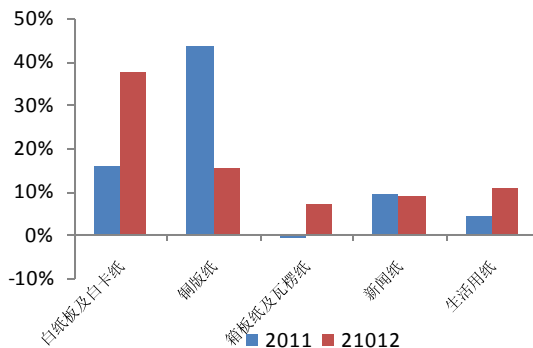
铜版纸去年行业产能新增产能集中投放，整体盈利急剧下滑；公司去年新增45万吨产能，需要投入打开市场，全年亏损2个多亿。今年行业的产能过剩略有缓解，公司经过自身技术积累和市场积累，产品较为稳定，近日已经发出提价通知，今年的亏损面将大幅较少。

文化纸方面，公司计划将部分产能转产到静电复印纸、本色牛卡纸、水泥袋纸等小众特种纸，特种纸的毛利率多高于15%，较目前7%的水平大幅提升。

在林浆纸一体化方面，总部建设“45万吨铜版纸、30万吨浆、60万亩速生林”林浆纸一体化项目；在安徽安庆建设“30万吨浆、180万亩针叶林”林浆纸一体化环保基地。本部项目自2002年开始规划，林地现在已经进入轮伐期；安徽项目由于是收购项目，部分林地较为成熟，也已经陆续进入轮伐期。

图 3：公司新闻纸历年毛利率


资料来源：公司公告

图 4：行业新增产能投放占当年市场容量比例


资料来源：中国造纸工业协会、中国纸网、东兴证券

3、化工致力于打造一体化产业链，大力发展盐化工、精细化工

化工将成为未来主要的增长点。公司目前产品主要为烧碱和双氧水。发展战略是利用黄河三角洲的天然资源，大力发展盐化工、精细化工。在东营港、东营开发区全面建设世界级“双百万吨”化工基地，其中东营开发区项目为目前已经投产的烧碱、双氧水项目，后者定位于精细化工项目。

东营地区原盐资源丰富，公司若能实现原盐资源的自给，烧碱的原材料成本将下降50%以上。精细化工方面，公司已经有多个项目的技术储备，如造纸助剂、污水处理助剂、化纤材料助剂等项目。

公司2011年主要化工业务利润占净利润的220%，弥补了造纸行业的亏损。未来，公司的发展高度和广度将主要由化工来实现。一体化产业链的打造将有效提升化工业务的盈利水平和抗风险能力。

表 2：公司主要化工业务盈利状况（2011年）

公司	收入	利润	占公司净利润的比例
东营华泰化工集团有限公司	12.39 亿	1.35 亿元	164.6%
东营华泰纸业化工有限公司	0.75 亿元	0.16 亿元	19.90%
东营亚泰环保工程有限公司	0.85 亿元	0.29 亿元	35.49%
合计	13.99 亿元	1.80 亿元	219.99%

资料来源：公司公告、东兴证券

4、业绩拐点渐行渐近

造纸行业逐步走出盈利低谷，新闻纸、铜版纸、文化纸盈利能力有望缓慢复苏。公司2011年新投产的50万吨离子膜烧碱项目、45万吨铜版纸项目、广东华泰40万吨新闻纸项目、18万吨双氧水项目均已处于满产状态，公司未来几年将无大型项目建设和资本支出，财务费用率将逐步下降。另外，公司大多数

纸机的折旧年限为12年，低于行业平均18年的折旧年限。部分纸机将于2012年后陆续折旧计提完毕，将有效降低生产成本。最后，林浆纸一体化项目和化工产业链一体化的打造都将公司的价值链拉长，盈利能力将显著改善。

盈利预测及投资评级

我们预测2012-2014年公司营业收入为115亿元、128亿元和138亿元；归属于母公司股东的净利润分别为1.58亿元、2.70亿和3.70亿元，对应EPS分别为0.13元、0.23元和0.32元。对应目前估值分别为30.53倍、17.26倍和12.40倍。

造纸行业2012年、2013年平均估值为20.95倍和14.29倍，公司静态估值略高于行业水平。但由于公司业绩弹性较大，未来三年的业绩复合增速较高，从PEG指标来看，公司估值处于合理水平。公司将迎来业绩拐点。首次给予“推荐”评级。

表 2：造纸类公司估值比较

代码	简称	每股收益（元）		市盈率 PE	
		12E	13E	11E	12E
000488.SZ	晨鸣纸业	0.37	0.48	12.68	9.77
002078.SZ	太阳纸业	0.61	0.81	11.00	8.28
600308.SH	华泰股份	0.13	0.23	30.53	17.26
600433.SH	冠豪高新	0.35	0.6	31.51	18.38
600963.SH	岳阳林纸	0.25	0.34	18.88	13.88
600966.SH	博汇纸业	0.29	0.37	19.31	15.14
002067.SZ	景兴纸业	0.29	0.38	22.72	17.34
行业平均（整体法）				20.95	14.29

资料来源：东兴证券

利润表 (百万元)	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	9,608.64	11,500.00	19.68%	12,800.00	11.30%	13,800.00	7.81%
营业成本	8,459.82	10,074.00	19.08%	11,136.00	10.54%	11,978.40	7.56%
营业费用	360.43	437.00	21.24%	473.60	8.38%	510.60	7.81%
管理费用	309.12	310.50	0.45%	409.60	31.92%	441.60	7.81%
财务费用	426.99	587.43	37.58%	558.54	-4.92%	499.61	-10.55%
投资收益	6.92	7.00	1.14%	8.00	14.29%	9.00	12.50%
营业利润	5.23	86.57	1556.41%	217.46	151.19%	364.99	67.84%
利润总额	112.35	186.57	66.06%	337.46	80.87%	464.99	37.79%
所得税	44.75	33.58	-24.96%	67.49	100.97%	93.00	37.79%
净利润	67.60	152.99	126.32%	269.96	76.46%	371.99	37.79%
归属母公司所有者的净利润	82.39	157.99	91.75%	269.96	70.88%	369.99	37.05%
NOPLAT	260.05	552.68	112.53%	620.80	12.33%	691.68	11.42%
资产负债表 (百万元)	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
货币资金	2,121.62	2,300.00	8.41%	1,920.00	-16.52%	2,070.00	7.81%
交易性金融资产	0.59	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	890.95	945.21	6.09%	1,227.40	29.86%	1,134.25	-7.59%
预付款项	224.51	234.58	4.49%	245.72	4.75%	257.70	4.87%
存货	1,359.71	1,656.00	21.79%	1,830.58	10.54%	1,969.05	7.56%
流动资产合计	5,404.35	6,068.04	12.28%	6,257.60	3.12%	6,543.10	4.56%
非流动资产	12,229.60	11,492.19	-6.03%	10,514.79	-8.50%	9,414.16	-10.47%
资产总计	17,633.95	17,560.23	-0.42%	16,772.39	-4.49%	15,957.26	-4.86%
短期借款	3,846.92	3,845.92	-0.03%	3,844.92	-0.03%	3,843.92	-0.03%
应付帐款	1,463.87	1,656.00	13.13%	1,830.58	10.54%	1,969.05	7.56%
预收款项	105.90	105.90	0.00%	105.90	0.00%	105.90	0.00%
流动负债合计	6,007.16	5,860.81	-2.44%	6,058.94	3.38%	6,217.95	2.62%
非流动负债	5,154.63	4,107.15	-20.32%	3,307.15	-19.48%	2,507.15	-24.19%
少数股东权益	248.34	243.34	-2.01%	243.34	0.00%	245.34	0.82%
母公司股东权益	6,223.82	6,315.39	1.47%	6,504.36	2.99%	6,763.35	3.98%
净营运资本	(602.81)	207.23	N/A	198.66	-4.13%	325.14	63.67%
投入资本 IC	12,670.88	12,131.45	-4.26%	11,899.42	-1.91%	11,209.42	-5.80%
现金流量表 (百万元)	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
净利润	67.60	152.99	126.32%	269.96	76.46%	371.99	37.79%
折旧摊销	917.88	0.00	N/A	1,125.56	N/A	1,175.71	4.46%
净营运资金增加	990.07	810.04	-18.18%	(8.57)	N/A	126.48	N/A
经营活动产生现金流	1,091.85	1,804.83	65.30%	1,573.63	-12.81%	2,060.83	30.96%
投资活动产生现金流	(1,829.42)	(821.42)	N/A	(492.00)	N/A	(291.00)	N/A

融资活动产生现金流	1,363.04	(2,319.54)	N/A	(1,440.53)	N/A	(1,411.61)	N/A
现金净增（减）	625.47	(1,336.13)	N/A	(358.90)	N/A	358.22	N/A

东兴证券

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

孙玉姣

南开大学理学学士、金融学硕士，2007-2011年在保险资产管理公司从事消费行业研究。2011年加盟东兴证券研究所，轻工、造纸行业高级研究员。

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券