

华泰股份 (600308)

证券研究报告

2017年03月31日

产品结构调整完毕，静待产能充分释放

营业收入同比增长 14.8%，净利润同比增长 181.9%

公司发布 2016 年报，营收同比增长 14.8% 至 108.1 亿，完成机制纸产量 207.51 万吨，同比增长 11.56%，销量 218.85 万吨，同比增长 18%；完成化工产品产量 222.08 万吨，同比上升 18.8%，销量 205.91 万吨，同比上升 31.3%。营收同比增长的主要原因是今年公司机制纸与化工产品销量双双上升所致。分产品看，制浆造纸业务同比增加 14.5% 至 80.6 亿，其中包装用纸营收同比增加 190.5% 至 12.4 亿，文化纸同比增加 30.69% 至 23.9 亿，新闻纸同比减少 16.4% 至 24 亿；化工产品同比增加 17.9% 至 16 亿，其中包装纸收入大幅提升的原因在于报告期内公司本部 11# 新闻纸机转产包装纸所致。2016 年公司归母净利润同比增长 181.9% 至 1.82 亿元。我们认为公司归母净利润同比较营收增长多的主要原因在于，2016 年铜版纸及烧碱行情较好，价格一路上涨，盈利能力得到提升所致。2016 年利润分配预案为每 10 股派发现金红利 0.47 元，折合 EPS 为 0.156 元/股。

毛利率同比上升 0.1 个百分点，期间费用率同比下降 3.3 个百分点

2016 年公司的毛利率为 13.2%，同比上升 0.1 个百分点，主要系公司产品众多，且收入占比较平均，各产品盈利能力在 2016 年有升有降所致。分产品来看，新闻纸毛利率 10.4%，同比减少 0.4 个百分点，主要是 2016 年下半年废纸价格提升导致成本端上升所致；文化纸毛利率 12.2%，同比增加 1.2 个百分点，主要是因为 2016 年上半年木浆及煤炭价格下跌较大，持续时间较长所致；铜版纸毛利率 13.9%，同比增加 4 个百分点，主要因为除上半年成本端下跌影响，铜版纸自身在 2015 年下半年开始，行业供给出现大规模缺口，使得产品供不应求，从而导致内生盈利能力提升所致。化工产品毛利率 18.4%，同比下滑 4.7 个百分点，主要有两层原因：其一是烧碱价格在 2016 年 8 月之前一路走低，8 月以后才出现反弹；其二是 2016 年 6 月至 11 月，动力煤价格快速上涨导致燃料成本上涨所致。

2016 年公司期间费用率为 10.8%，同比下降了 3.3 个百分点。其中，销售费用率同降低 0.3 个百分点至 3.6%；管理费用率同降低 0.8 个百分点至 4%，财务费用率同降低 2.3 个百分点至 3.2%。财务费用率同降低较多原因在于，公司报告期内有息负债减少所致。

产能调整到位，2017 年各产品盈利能力均将得到提升

华泰股份经过技改调整后，新闻纸产能收缩将近 155 万吨至 45 万吨，而目前国内新闻纸市场总需求量只有 250 万吨，公司产能收缩将对新闻纸行业的供给端产生较大的冲击。作为老牌新闻纸生产企业，公司的销售渠道具备每年卖出至少 100 万吨产品的能力，而当前 45-85 万吨的产能，使得公司新闻纸产品将在较长一段时间处于供不应求状态，目前公司新闻纸库存天数长期低于一周，2017 年产品毛利率水平也将高于市场对于新闻纸行业毛利率水平的一贯认知。文化用纸受未来两年行业新增产能较少，需求较为稳定影响，行业供需将维持良性态势，未来盈利能力将维持在较高水平；箱板纸行业需求增长稳定，未来供给端扩张也将绝大多数在大厂中进行，行业集中度将提升，行业秩序将更加井然；与此同时，烧碱亦受下游产品氧化铝需求增加的影响，从 2016 年初开始受到市场的追捧，价格水涨船高，目前含税出厂价格已直逼 3000 元/吨，年内涨幅已翻番，生产企业利润水平也得到了较大的提升。公司拥有 10 万吨溶解浆和 50 万吨烧碱产能，这两块业务预计将在 2017 年获得较高收益。

我们预计公司 2017-18 年实现归母净利润 5.1 亿、7 亿，折合 EPS 为 0.44 元、0.6 元，当前股价对应 PE 为 14 倍、10 倍，公司市值相对较小，估值偏低，给予“买入”评级。

风险提示：烧碱需求下滑导致盈利能力下降。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	9,416.78	10,809.91	12,863.30	13,418.20	14,377.28
增长率(%)	1.67	14.79	19.00	4.31	7.15
EBITDA(百万元)	1,422.96	1,583.97	1,638.69	1,925.29	2,179.94
净利润(百万元)	64.57	182.03	513.30	695.54	842.39
增长率(%)	7.41	181.90	181.98	35.50	21.11
EPS(元/股)	0.06	0.16	0.44	0.60	0.72
市盈率(P/E)	108.12	38.36	13.60	10.04	8.29
市净率(P/B)	1.10	1.07	1.01	0.94	0.85
市销率(P/S)	0.74	0.65	0.54	0.52	0.49
EV/EBITDA	8.82	6.70	7.29	4.71	4.71

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	轻工制造/造纸
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	5.98 元
目标价格	7.5 元
上次目标价	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,167.56
流通 A 股股本(百万股)	1,167.56
A 股总市值(百万元)	6,982.02
流通 A 股市值(百万元)	6,982.02
每股净资产(元)	5.58
资产负债率(%)	54.88
一年内最高/最低(元)	6.59/4.16

作者

姜浩 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110004
jiangh@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,439.57	1,281.19	1,029.06	1,073.46	1,150.18
应收账款	1,415.81	1,395.87	2,356.17	771.93	2,579.76
预付账款	468.89	479.84	591.24	525.03	636.11
存货	1,279.43	892.08	2,273.89	796.97	2,588.46
其他	1,044.19	1,407.98	1,006.17	1,632.28	1,179.17
流动资产合计	5,647.90	5,456.96	7,256.53	4,799.66	8,133.68
长期股权投资	187.47	175.15	175.15	175.15	175.15
固定资产	8,237.14	7,901.93	7,627.26	7,290.49	6,916.47
在建工程	1,008.76	361.01	216.60	129.96	77.98
无形资产	634.13	638.55	617.54	596.54	575.53
其他	316.80	359.66	284.83	319.09	319.87
非流动资产合计	10,384.30	9,436.30	8,921.39	8,511.23	8,065.00
资产总计	16,032.20	14,893.26	16,177.92	13,310.90	16,198.69
短期借款	4,487.09	3,231.43	3,953.90	2,735.78	3,920.44
应付账款	1,427.37	1,521.22	2,121.92	1,501.88	2,274.53
其他	1,060.72	1,275.21	1,286.41	1,224.79	1,323.70
流动负债合计	6,975.19	6,027.86	7,362.23	5,462.45	7,518.66
长期借款	2,340.88	1,912.38	1,543.81	0.00	98.99
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	165.40	233.31	183.12	193.94	203.46
非流动负债合计	2,506.28	2,145.68	1,726.94	193.94	302.44
负债合计	9,481.47	8,173.55	9,089.16	5,656.39	7,821.11
少数股东权益	207.92	205.87	198.39	187.64	174.23
股本	1,167.56	1,167.56	1,167.56	1,167.56	1,167.56
资本公积	2,243.77	2,243.77	2,243.77	2,243.77	2,243.77
留存收益	5,153.07	5,315.26	5,722.80	6,299.31	7,035.79
其他	(2,221.59)	(2,212.74)	(2,243.77)	(2,243.77)	(2,243.77)
股东权益合计	6,550.73	6,719.71	7,088.76	7,654.50	8,377.58
负债和股东权益总	16,032.20	14,893.26	16,177.92	13,310.90	16,198.69

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	47.01	179.98	513.30	695.54	842.39
折旧摊销	1,043.77	1,074.64	440.08	444.41	447.01
财务费用	505.27	355.98	617.44	644.07	690.11
投资损失	4.66	10.75	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(147.83)	646.35	(1,446.56)	1,822.77	(2,384.28)
其它	381.87	(477.04)	(6.87)	(10.16)	(12.81)
经营活动现金流	1,834.76	1,790.66	117.39	3,596.64	(417.57)
资本支出	281.83	15.16	50.18	(10.82)	(9.51)
长期投资	(18.48)	(12.32)	0.00	0.00	0.00
其他	(922.91)	66.96	(51.13)	10.45	8.87
投资活动现金流	(659.55)	69.81	(0.95)	(0.37)	(0.64)
债权融资	7,363.47	5,696.32	6,081.98	3,293.20	4,584.15
股权融资	(512.88)	(341.74)	(648.46)	(644.07)	(690.11)
其他	(8,272.06)	(7,057.09)	(5,802.08)	(6,201.01)	(3,399.11)
筹资活动现金流	(1,421.48)	(1,702.51)	(368.57)	(3,551.88)	494.93
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(246.27)	157.96	(252.13)	44.39	76.73

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	9,416.78	10,809.91	12,863.30	13,418.20	14,377.28
营业成本	8,183.29	9,380.36	10,487.73	10,709.27	11,328.22
营业税金及附加	41.46	87.24	64.32	67.09	71.89
营业费用	361.62	385.11	488.81	509.89	546.34
管理费用	449.55	434.17	617.44	644.07	690.11
财务费用	515.69	350.59	617.44	644.07	690.11
资产减值损失	(2.79)	1.77	7.00	7.60	8.40
公允价值变动收益	0.65	(0.46)	0.60	0.60	0.60
投资净收益	(4.66)	(10.75)	0.00	0.00	0.00
其他	8.03	22.42	(1.20)	(1.20)	(1.20)
营业利润	(136.05)	159.47	581.17	836.80	1,042.82
营业外收入	247.81	143.53	143.53	143.53	143.53
营业外支出	11.95	2.09	2.09	2.09	2.09
利润总额	99.81	300.92	722.61	978.25	1,184.26
所得税	52.80	120.93	216.78	293.48	355.28
净利润	47.01	179.98	505.83	684.78	828.98
少数股东损益	(17.56)	(2.05)	(7.47)	(10.76)	(13.41)
归属于母公司净利润	64.57	182.03	513.30	695.54	842.39
每股收益(元)	0.06	0.16	0.44	0.60	0.72

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	1.67%	14.79%	19.00%	4.31%	7.15%
营业利润	-6.65%	-217.21%	264.44%	43.99%	24.62%
归属于母公司净利润	7.41%	181.90%	181.98%	35.50%	21.11%
获利能力					
毛利率	13.10%	13.22%	18.47%	20.19%	21.21%
净利率	0.69%	1.68%	3.99%	5.18%	5.86%
ROE	1.02%	2.79%	7.45%	9.31%	10.27%
ROIC	1.37%	2.51%	7.79%	8.74%	12.70%
偿债能力					
资产负债率	59.14%	54.88%	56.18%	42.49%	48.28%
净负债率	5.80%	10.10%	16.87%	25.84%	15.40%
流动比率	0.81	0.91	0.99	0.88	1.08
速动比率	0.63	0.76	0.68	0.73	0.74
营运能力					
应收账款周转率	6.36	7.69	6.86	8.58	8.58
存货周转率	7.04	9.96	8.13	8.74	8.49
总资产周转率	0.57	0.70	0.83	0.91	0.97
每股指标(元)					
每股收益	0.06	0.16	0.44	0.60	0.72
每股经营现金流	1.57	1.53	0.10	3.08	-0.36
每股净资产	5.43	5.58	5.90	6.40	7.03
估值比率					
市盈率	108.12	38.36	13.60	10.04	8.29
市净率	1.10	1.07	1.01	0.94	0.85
EV/EBITDA	8.82	6.70	7.29	4.71	4.71
EV/EBIT	33.06	20.81	9.97	6.12	5.93

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com