

# 华泰股份 (600308)

证券研究报告

2017年08月13日

## 半年度业绩增长 3.2 倍，维持“买入”评级

收入同比上升 30.6%，归母净利润同比增长 3.2 倍

公司公布 2017 年半年报，上半年营业收入同比上升 30.6%至 63.1 亿，机制纸产量同比增长 10%至 107 万吨，销量同比增长 12.5%至 108 万吨，收入上涨主要因公司上半年机制纸量价齐升；公司上半年归母净利润同比大幅增长 3.2 倍至 3 亿，EPS 为 0.25 元，归母净利润增长主要有两点原因，其一、上半年纸品提价幅度超过了成本上升幅度；其二、销量同比增长。

毛利率同比增加 1.1 个百分点，期间费用同比减少 1.6 个百分点

公司 2017 年上半年毛利率同比增加 1.1 个百分点至 14.6%，主要原因是产品售价提升以及销量增长对固定成本的摊薄；分产品来看，文化纸毛利率同比上涨 2.9 个百分点至 15.4%；新闻纸毛利率同比下滑 4.7 个百分点至 11.2%；铜版纸毛利率同比增加 8.7 至 19.5%；包装纸毛利率上升 1.5 个百分点至 7.3%，其中文化纸与铜版纸毛利率提升主要是因为上半年纸张价格连续上涨所致，新闻纸毛利率同比下滑主要因为上半年成本端废纸价格上涨幅度过大，而前段售价提升幅度不足导致，包装纸毛利率同比提升不明显主要因为公司瓦楞纸毛利率低于牛皮纸，而上半年瓦楞纸产销增加较多所致。

期间费用率同比减少 1.6 个百分点至 9.6%，其中销售费用率提升 0.7 个百分点至 4.2%，主要原因为自去年下半年国家限制单位车辆运输量之后，单位车辆平均运输成本上升，管理费用率及财务费用率均降低 1.1 个百分点至 3%、2.4%，财务费用率降低主要与公司现金增加以及负债减少有关，2017 年上半年公司的净经营性现金流为 9 亿，是近 8 年来，半年度净经营性现金流的峰值，也再度印证了行业处于高景气状态。

产品结构调整完毕，具备内生性增长潜力

华泰股份已于 2016 年下半年完成产品由新闻纸向多元化产品的调整，目前拥有机制纸总产能 235 万吨，其中双胶纸产能 60 万吨，铜版纸 70 万吨，新闻纸 45 万吨，箱板纸 20 万吨，以及一条可在箱板纸与新闻纸之间快速转换的 40 万吨纸机，此外在化工品方面，还拥有 50 万吨烧碱产能，新产能方面，目前公司在广东准备新建一条 30 万吨的瓦楞纸生产线。我们认为公司原先是国内最大的新闻纸生产企业，但是受制于近些年新闻纸市场规模不断萎缩，华泰的经营情况一直较为一般，而目前箱板瓦楞纸行业在所有细分纸种之中景气最高，并且受益于电商和快递物流产业的蓬勃发展，成长性较快，所以我们对华泰目前大力向箱板瓦楞纸产业转型的前景持乐观展望。

文化纸三季度价格承压，四季度将重拾升级；箱板瓦楞纸四季度有望显著上涨

以双胶、铜版为主的文化纸自 2017 年初以来至 7 月初，价格连续上涨了 6 个月时间，直至 7 月中旬，由于需求逐渐转淡，纸厂库存增加，导致价格有所回落，目前随着秋季教材开始备货，双胶纸的需求渐有起色，纸价亦开始企稳、小幅回升。我们判断随着四季度消费进入旺季，双胶和铜版纸的价格有望重拾升势。箱板瓦楞纸目前价格已经开始全面提涨，我们认为四季度的供求关系将更加趋紧，参考 2016 年四季度箱板瓦楞纸的价格走势，我们判断今年四季度箱板瓦楞纸的价格有望显著上涨。

我们预计公司 2017-18 年实现净利润 5.9 亿，7.7 亿，EPS 为 0.51 元，0.66 元，当前股价对应 PE 为 13 倍，10 倍，考虑到公司在产品结构调整后，公司生产经营效率具备内生性增长空间，维持“买入”评级

风险提示：木浆系纸张价格下跌幅度过大，导致公司盈利不达预期

### 投资评级

行业	轻工制造/造纸
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	6.74 元
目标价格	8 元
上次目标价	8 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)	7,869.36
流通 A 股市值(百万元)	7,869.36
每股净资产(元)	5.78
资产负债率(%)	54.37
一年内最高/最低(元)	7.07/4.84

### 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

1 《华泰股份-年报点评报告:产品结构调整完毕，静待产能充分释放》  
2017-03-31

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	13,142.17	13,634.00	14,593.08
增长率(%)	1.67	14.79	21.58	3.74	7.03
EBITDA(百万元)	1,422.96	1,583.97	1,759.14	2,041.86	2,294.05
净利润(百万元)	64.57	182.03	589.62	771.24	916.35
增长率(%)	7.41	181.90	223.91	30.80	18.82
EPS(元/股)	0.06	0.16	0.51	0.66	0.78
市盈率(P/E)	121.86	43.23	13.35	10.20	8.59
市净率(P/B)	1.24	1.21	1.14	1.06	0.98
市销率(P/S)	0.84	0.73	0.60	0.58	0.54
EV/EBITDA	8.82	6.70	7.36	4.88	4.98

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,439.57	1,281.19	1,051.37	1,090.72	1,167.45	营业收入	9,416.78	10,809.91	13,142.17	13,634.00	14,593.08
应收账款	1,415.81	1,395.87	2,437.52	740.89	2,661.10	营业成本	8,183.29	9,380.36	10,620.78	10,788.87	11,410.27
预付账款	468.89	479.84	604.82	519.74	649.81	营业税金及附加	41.46	87.24	65.71	68.17	72.97
存货	1,279.43	892.08	2,314.06	779.63	2,630.32	营业费用	361.62	385.11	499.40	518.09	554.54
其他	1,044.19	1,407.98	1,046.75	1,623.30	1,220.63	管理费用	449.55	434.17	630.82	654.43	700.47
<b>流动资产合计</b>	<b>5,647.90</b>	<b>5,456.96</b>	<b>7,454.52</b>	<b>4,754.28</b>	<b>8,329.31</b>	财务费用	515.69	350.59	630.82	654.43	700.47
长期股权投资	187.47	175.15	175.15	175.15	175.15	资产减值损失	(2.79)	1.77	7.00	7.60	8.40
固定资产	8,237.14	7,901.93	7,627.26	7,290.49	6,916.47	公允价值变动收益	0.65	(0.46)	0.60	0.60	0.60
在建工程	1,008.76	361.01	216.60	129.96	77.98	投资净收益	(4.66)	(10.75)	0.00	0.00	0.00
无形资产	634.13	638.55	617.54	596.54	575.53	其他	8.03	22.42	(1.20)	(1.20)	(1.20)
其他	316.80	359.66	284.83	319.09	319.87	<b>营业利润</b>	<b>(136.05)</b>	<b>159.47</b>	<b>688.23</b>	<b>943.01</b>	<b>1,146.57</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>10,384.30</b>	<b>9,436.30</b>	<b>8,921.39</b>	<b>8,511.23</b>	<b>8,065.00</b>	营业外收入	247.81	143.53	143.53	143.53	143.53
<b>资产总计</b>	<b>16,032.20</b>	<b>14,893.26</b>	<b>16,375.91</b>	<b>13,265.51</b>	<b>16,394.31</b>	营业外支出	11.95	2.09	2.09	2.09	2.09
短期借款	4,487.09	3,231.43	4,042.26	2,755.70	4,182.91	<b>利润总额</b>	<b>99.81</b>	<b>300.92</b>	<b>829.68</b>	<b>1,084.46</b>	<b>1,288.02</b>
应付账款	1,427.37	1,521.22	2,168.14	1,482.59	2,321.17	所得税	52.80	120.93	248.90	325.34	386.41
其他	1,060.72	1,275.21	1,300.74	1,220.74	1,337.75	<b>净利润</b>	<b>47.01</b>	<b>179.98</b>	<b>580.77</b>	<b>759.12</b>	<b>901.61</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>6,975.19</b>	<b>6,027.86</b>	<b>7,511.14</b>	<b>5,459.04</b>	<b>7,841.83</b>	少数股东损益	(17.56)	(2.05)	(8.85)	(12.12)	(14.74)
长期借款	2,340.88	1,912.38	1,592.92	0.00	113.79	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>64.57</b>	<b>182.03</b>	<b>589.62</b>	<b>771.24</b>	<b>916.35</b>
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.06	0.16	0.51	0.66	0.78
其他	165.40	233.31	183.12	193.94	203.46						
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,506.28</b>	<b>2,145.68</b>	<b>1,776.04</b>	<b>193.94</b>	<b>317.24</b>						
<b>负债合计</b>	<b>9,481.47</b>	<b>8,173.55</b>	<b>9,287.18</b>	<b>5,652.98</b>	<b>8,159.07</b>						
少数股东权益	207.92	205.87	197.02	184.89	170.15	<b>主要财务比率</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
股本	1,167.56	1,167.56	1,167.56	1,167.56	1,167.56	<b>成长能力</b>					
资本公积	2,243.77	2,243.77	2,243.77	2,243.77	2,243.77	营业收入	1.67%	14.79%	21.58%	3.74%	7.03%
留存收益	5,153.07	5,315.26	5,724.15	6,260.08	6,897.53	营业利润	-6.65%	-217.21%	331.58%	37.02%	21.59%
其他	(2,221.59)	(2,212.74)	(2,243.77)	(2,243.77)	(2,243.77)	归属于母公司净利润	7.41%	181.90%	223.91%	30.80%	18.82%
<b>股东权益合计</b>	<b>6,550.73</b>	<b>6,719.71</b>	<b>7,088.73</b>	<b>7,612.53</b>	<b>8,235.24</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总</b>	<b>16,032.20</b>	<b>14,893.26</b>	<b>16,375.91</b>	<b>13,265.51</b>	<b>16,394.31</b>	毛利率	13.10%	13.22%	19.19%	20.87%	21.81%
						净利率	0.69%	1.68%	4.49%	5.66%	6.28%
						ROE	1.02%	2.79%	8.56%	10.38%	11.36%
						ROIC	1.37%	2.51%	8.57%	9.34%	13.59%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	59.14%	54.88%	56.71%	42.61%	49.77%
						净负债率	5.80%	10.10%	16.87%	26.49%	15.17%
						流动比率	0.81	0.91	0.99	0.87	1.06
						速动比率	0.63	0.76	0.68	0.73	0.73
						<b>营运能力</b>					
						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	8.20	8.81	8.56
						总资产周转率	0.57	0.70	0.84	0.92	0.98
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.06	0.16	0.51	0.66	0.78
						每股经营现金流	0.00	1.53	0.08	3.29	-0.42
						每股净资产	5.43	5.58	5.90	6.36	6.91
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	121.86	43.23	13.35	10.20	8.59
						市净率	1.24	1.21	1.14	1.06	0.98
						EV/EBITDA	8.82	6.70	7.36	4.88	4.98
						EV/EBIT	33.06	20.81	9.82	6.23	6.18

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 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 37 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