

## 华泰股份(600308)/造纸印刷

## 新闻纸逆流而上, 化工业蓄势待发

**评级: 买入(首次)**

市场价格: 5.86元

分析师: 蒋正山

执业证书编号: S0740518070009

Email: jiangzs@r.qlzq.com.cn

分析师: 徐稚涵

执业证书编号: S0740518060001

Email: xuzh01@r.qlzq.com.cn

研究助理: 郭美鑫

Email: guomx@r.qlzq.com.cn

研究助理: 徐偲

Email: xucai@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1,167.56
流通股本(百万股)	1,167.56
市价(元)	5.86
市值(百万元)	6,841.91
流通市值(百万元)	6,841.91

**股价与行业-市场走势对比**
**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	13,658.92	14,763.35	16,810.50	19,524.00	22,970.80
增长率 yoy%	26.36%	8.09%	13.87%	16.14%	17.65%
净利润	673.68	719.07	961.80	1,526.71	1,694.39
增长率 yoy%	270.08%	6.74%	33.76%	58.73%	10.98%
每股收益(元)	0.58	0.62	0.82	1.31	1.45
每股现金流量	2.01	1.20	1.93	1.37	2.51
净资产收益率	9.28%	9.13%	10.97%	14.85%	14.13%
P/E	10.16	9.51	7.11	4.48	4.04
PEG	0.0	1.4	0.2	0.1	0.4
P/B	0.93	0.87	0.78	0.66	0.57
备注:					

**投资要点**

- 华泰股份是全球最大的新闻生产基地和全国最大的盐化工业基地。近五年业绩高速增长, 18年受造纸行业周期下行影响增速放缓。2013-2018年, 公司实现营收由97.43亿元提升至147.63亿元, CAGR为7.17%。2013-2018年, 公司归母净利润由0.59亿元提升至7.19亿元, CAGR为51.70%。2018年公司业绩遭遇增速下滑主要系造纸行业周期边际下行所致。公司收入拆分方面, 2018年公司造纸营收110.82亿元(YOY+7.84%), 占比75.06%, 其中新闻纸28.90亿元(YOY+11.25%), 占比19.58%, 文化纸35.46亿元(YOY+8.40%), 占比24.02%; 公司化工业务营收26.00亿元(YOY+2.22%), 占比17.61%, 贡献了公司整体营收增量的42.75%。
- 新闻纸集中度提升, 化工业多点开花。造纸端: 造纸行业整体周期边际下降, 但是文化纸格局较好, 铜版纸前四家企业则占据了95%的市场份额, 双胶纸CR4则为42%, 文化纸行业集中度较高, 支持议价权向行业龙头倾斜。新闻纸去产能后, 行业格局显著提升, 目前仅存三家新闻纸生产企业, 其中华泰股份产能85万吨/年。化工端: 氯碱化工产品离子膜烧碱受下游需求端推动, 价格维持在1200元/吨的高位水平, 下游需求量中, 氧化铝需求比例最大, 达到37.5%, 2019年对烧碱需求量将增加50万吨。精细化工中间体需求持续增加, 2017年全球对氨基苯酚需求量65万吨, 同比增长2.5%, 间苯二胺受响水事件影响, 产能出现1.5万吨缺口, 价格飙升至14万元/吨, 况且下游端间苯二胺产量急剧增加, 对间苯二胺的需求量进一步增加。
- 外废配额改善盈利能力, 间苯二胺或成明年亮点。公司凭借规模优势和客户优势, 在新闻纸业务上领先行业。目前, 公司主导产品新闻纸远销欧美、东南亚、韩国、印度等地区, 与各大国家级报社、党报、印刷物资公司建立了长期友好的合作伙伴关系。公司2018年获得90万吨的外废配额, 增厚业绩6亿元左右, 改善公司盈利水平, 2019年配额充足的情况下, 在新闻纸价格增长的情况下, 吨毛利有望持续好转, 若新闻纸价格达到7500元/吨, 其吨毛利可达2860元。间苯二胺产能出现缺口, 价格持续上升, 若公司2019年顺利实现1万吨间苯二胺产能, 可增厚业绩7-10亿元, 成为明年最大看点。
- 投资建议: 假设公司间苯二胺产能于2019年底投放, 综合考虑当前产品市场价格, 我们认为有望为公司2020年业绩带来较高弹性。在此前提下, 预估公司2019-2020年实现归母净利润9.6、15.3、16.9亿元, 同比增长33.8%、58.7%、11%。对应EPS 0.82、1.31、1.45元。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示: 原材料价格大幅上涨风险、业务拓展不达预期风险、行业竞争加剧风险

## 内容目录

产品结构优化，业绩稳中有增 .....	- 4 -
行业端：新闻纸集中度提升，化工业多点开花 .....	- 8 -
造纸行业景气度下滑，新闻纸集中度提升 .....	- 8 -
氯碱化工与精细化工景气度提升，烧碱与中间体齐头并进 .....	- 11 -
公司核心看点：外废配额改善盈利能力，间苯二胺或成明年亮点 .....	- 15 -
规模优势与客户优势，新闻纸领先行业 .....	- 15 -
拥有外废配额，坐享原材料价格优势 .....	- 16 -
布局精细化工，延伸化工产业链 .....	- 17 -
盈利预测与投资建议 .....	- 18 -
风险提示 .....	- 19 -
原材料价格大幅上涨风险 .....	- 19 -
业务拓展不达预期风险 .....	- 19 -
行业竞争加剧风险 .....	- 19 -

## 图表目录

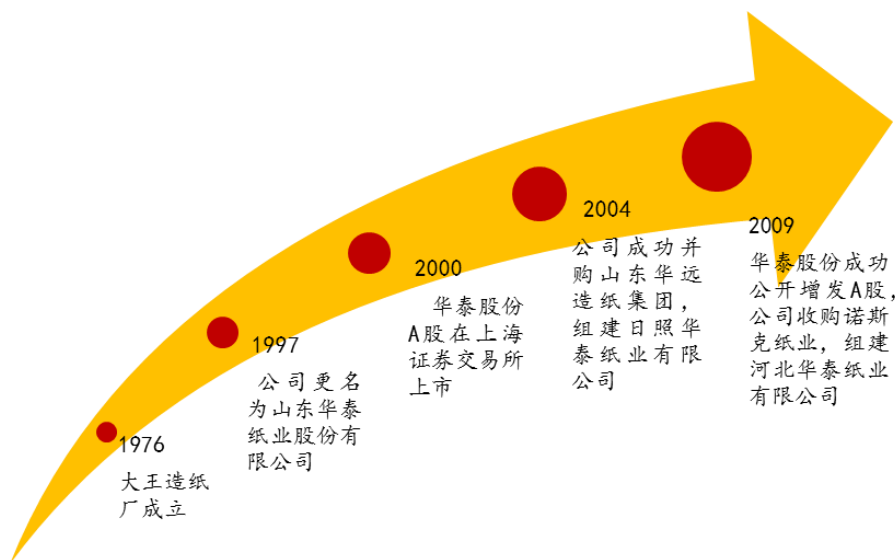
图表 1：华泰股份发展历程 .....	- 4 -
图表 2：近三年华泰股份分产品产量、销量、库存情况 .....	- 4 -
图表 3：华泰股份营业收入变动 .....	- 5 -
图表 4：华泰股份归母净利润变动 .....	- 5 -
图表 5：华泰股份营业收入占比拆分 .....	- 5 -
图表 6：华泰股份新闻纸业务保持稳健增长 .....	- 5 -
图表 7：华泰股份文化纸增速放慢 .....	- 6 -
图表 8：华泰股份化工业务营收增速领跑 .....	- 6 -
图表 9：华泰股份 2018 年营收增长贡献拆分 .....	- 6 -
图表 10：华泰股份造纸产品占比情况 .....	- 7 -
图表 11：华泰股份造纸产品产量 .....	- 7 -
图表 12：华泰股份造纸产品销量 .....	- 7 -
图表 13：华泰股份造纸产品毛利率情况 .....	- 7 -
图表 14：华泰股份股权结构 .....	- 8 -
图表 15：国内纸产品价格持续下降 .....	- 8 -
图表 16：我国纸及纸板产量负增长 .....	- 8 -
图表 17：箱板瓦楞纸新增产能投放加速（万吨） .....	- 9 -
图表 18：铜版纸产能分布 .....	- 9 -
图表 19：各纸种产能、需求（万吨）与集中度 .....	- 9 -

图表 20: 新闻纸产量逐年下降.....	- 10 -
图表 21: 市场仅存 3 家新闻纸生产企业产能情况.....	- 10 -
图表 22: 各纸种吨盈利低位波动.....	- 10 -
图表 23: 2018 年国内纸厂外废已批额度.....	- 11 -
图表 24: 内外废价差重新拉大.....	- 11 -
图表 25: 烧碱表观消费量逐年增加.....	- 11 -
图表 26: 烧碱出厂价.....	- 11 -
图表 27: 氧化铝在烧碱需求结构中占比最大.....	- 12 -
图表 28: 氧化铝总产量逐年增加.....	- 12 -
图表 29: 基础化工销量稳步增长.....	- 12 -
图表 30: 石油化工及精细化工固定资产投资额缩减.....	- 12 -
图表 31: 精细化工产业链.....	- 13 -
图表 32: 精细化工总产值稳步上升.....	- 13 -
图表 33: 精细化工销售收入逐年增加.....	- 13 -
图表 34: 前五大精细化工企业 2018 前三季度营收与净利润情况.....	- 13 -
图表 35: 全球对氨基苯酚产量持续增长.....	- 14 -
图表 36: 扑热息痛出口量.....	- 14 -
图表 37: 间苯二胺生产企业产能.....	- 14 -
图表 38: 间苯二胺下游需求结构.....	- 15 -
图表 39: 染料行业产量逐年增加.....	- 15 -
图表 40: 2018 年间苯二酚出口量急剧增加.....	- 15 -
图表 41: 芳纶出口量增加.....	- 15 -
图表 42: 华泰公司营销网络.....	- 16 -
图表 43: 外废配额增厚公司业绩.....	- 16 -
图表 44: 不同销售价格下, 新闻纸吨净利好转.....	- 17 -
图表 45: 华泰股份化工产品谱系.....	- 17 -
图表 46: 不同销售价格下, 间苯二胺吨净利和业绩贡献.....	- 17 -
图表 47: 华泰股份三大财务报表.....	- 18 -

## 产品结构优化，业绩稳中有增

- **造纸化工一体，业绩共振可期。**华泰股份(山东华泰纸业股份有限公司)成立于 1993 年，是由原东营市造纸厂作为发起人，采用定向募集方式设立的股份有限公司，2000 年 9 月 28 日在上海证券交易所上市，公司是中国企业 500 强、上市公司百强。公司的主要业务为造纸和化工。其中，造纸产品主要生产新闻纸、文化纸、铜版纸和包装用纸；化工产品主要生产烧碱、液氯、双氧水、环氧丙烷等。目前，公司新闻纸，文化纸，铜版纸和生活纸年产 260 万吨，化工及造纸化工助剂 200 万吨，是全球最大的新闻纸生产基地和全国最大的盐化工生产基地。

图表 1: 华泰股份发展历程



来源：公司官网、中泰证券研究所

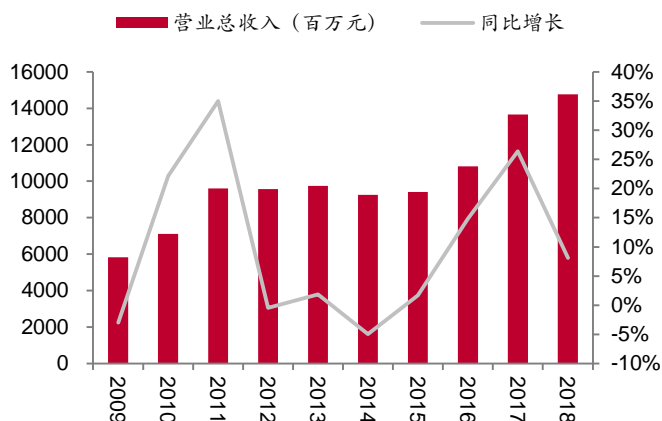
图表 2: 近三年华泰股份分产品产量、销量、库存情况

产品	生产量 (万吨)			销售量 (万吨)			库存量 (万吨)		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
新闻纸	63.9	55.0	48.1	70.2	59.0	56.3	2.3	1.8	3.9
文化纸	54.4	61.6	62.0	55.8	63.8	62.0	2.9	2.7	4.5
铜版纸	50.2	47.6	43.1	52.8	46.7	39.9	1.5	2.5	5.3
包装纸	38.9	48.8	52.7	40.2	46.8	53.1	0.2	2.2	2.9
浆产品	26.3	28.5	20.4	12.0	13.0	8.9	1.1	0.9	1.6
化工产品	222.1	205.5	221.2	205.9	187.9	197.9	5.7	1.1	3.4

来源：公司公告、中泰证券研究所

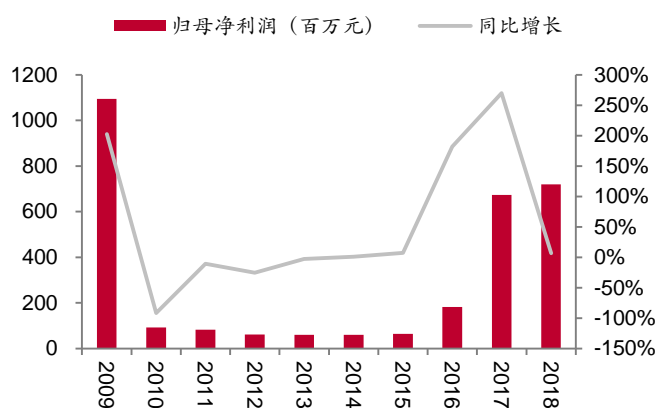
- **近五年业绩高速增长，18 年受造纸行业周期下行影响增速放缓。**2013-2018 年，公司实现营收由 97.43 亿元提升至 147.63 亿元，CAGR 为 7.17%，2018 年公司营收同比增长 8.1%。2013-2018 年，公司归母净利润由 0.59 亿元提升至为 7.19 亿元，CAGR 为 51.70%，2018 年公司归母净利润同比增长 6.7%。2018 年公司业绩遭遇增速下滑主要系造纸行业周期边际下行所致。

图表 3: 华泰股份营业收入变动



来源: wind、中泰证券研究所

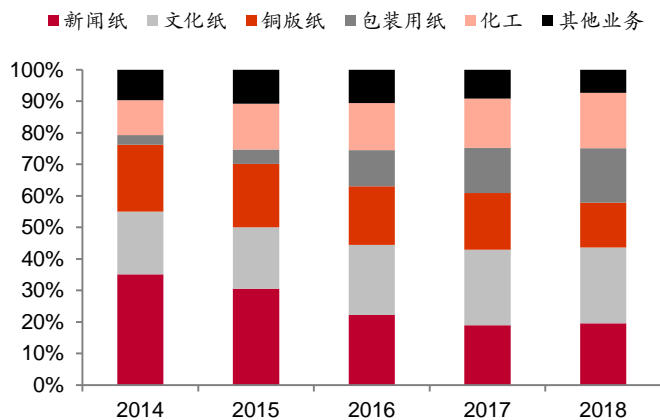
图表 4: 华泰股份归母净利润变动



来源: wind、中泰证券研究所

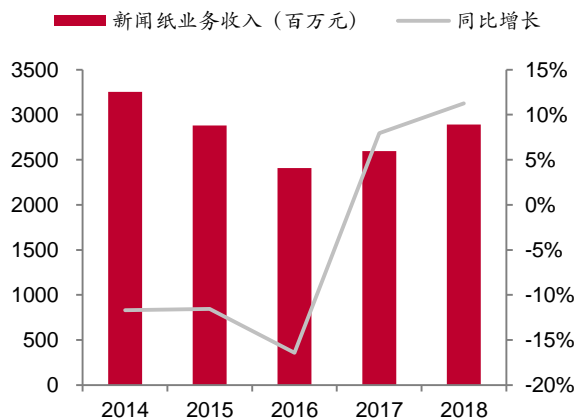
- 造纸收入稳健增长, 化工放量支撑业绩:** 公司收入拆分方面, 2018 年公司造纸营收 110.82 亿元 (YOY+7.84%), 占比 75.06%; 其中新闻纸 28.90 亿元 (YOY+11.25%), 占比 19.58%; 文化纸 35.46 亿元 (YOY+8.40%), 占比 24.02%; 公司化工业务营收 26.00 亿元 (YOY+22.22%), 占比 17.61%。化工虽占比较少, 却贡献了公司整体营收增量的 42.75%, 使得公司总体业绩稳健增长。

图表 5: 华泰股份营业收入占比拆分

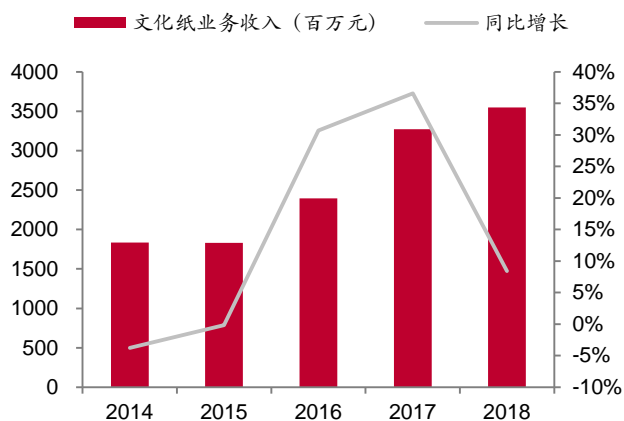


来源: wind、中泰证券研究所

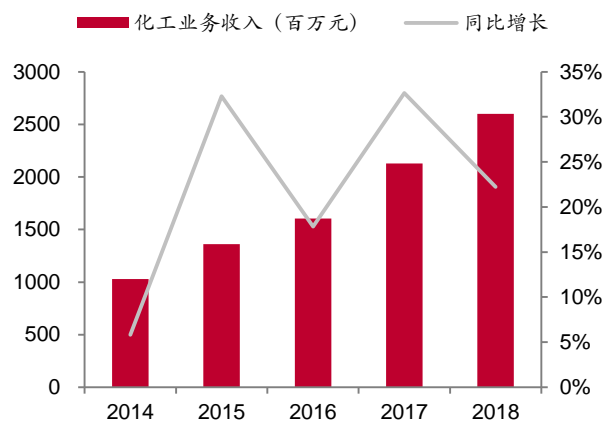
图表 6: 华泰股份新闻纸业务保持稳健增长



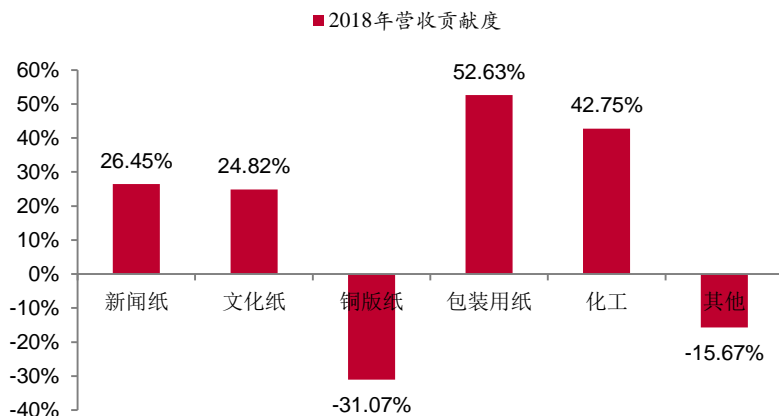
来源: wind、中泰证券研究所

**图表 7: 华泰股份文化纸增速放慢**


来源: wind、中泰证券研究所

**图表 8: 华泰股份化工业务营收增速领跑**


来源: wind、中泰证券研究所

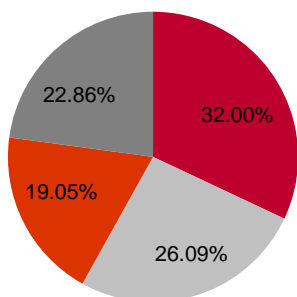
**图表 9: 华泰股份 2018 年营收增长贡献拆分**


来源: wind、中泰证券研究所

- 文化纸产量持续提升, 新闻纸回暖盈利能力改善:** 公司造纸产品主要有新闻纸, 文化纸, 铜版纸和包装纸, 其中文化纸占比 32.00%, 新闻纸占比 26.09%。公司文化纸产量逐年上升, 2018 年文化纸产量达到 62.04 万吨, 产量较 2015 年提升 48.93%。新闻纸受电子媒体的影响, 产量持续下降, 2018 年产量降至 48.13 万吨, 但毛利率却上升至 15.35%。后续伴随新闻纸产能逐步集中, 行业格局好转有望带动吨盈继续向好。

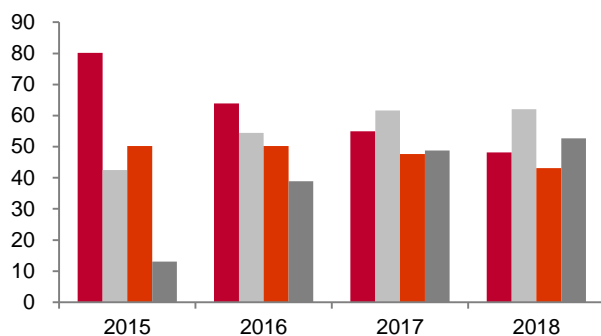
**图表 10: 华泰股份造纸产品占比情况**

■ 新闻纸 ■ 文化纸 ■ 铜版纸 ■ 包装纸



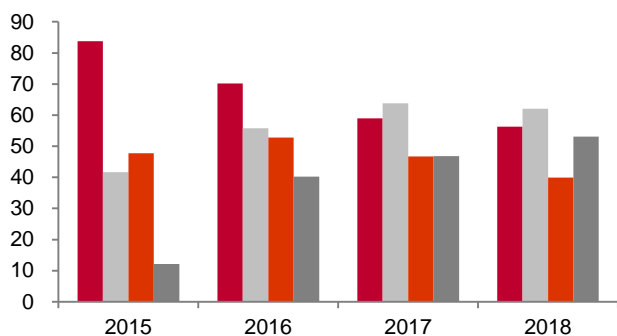
来源: wind、中泰证券研究所

**图表 11: 华泰股份造纸产品产量**

 ■ 新闻纸 (万吨) ■ 文化纸 (万吨)  
 ■ 铜版纸 (万吨) ■ 包装纸 (万吨)


来源: wind、中泰证券研究所

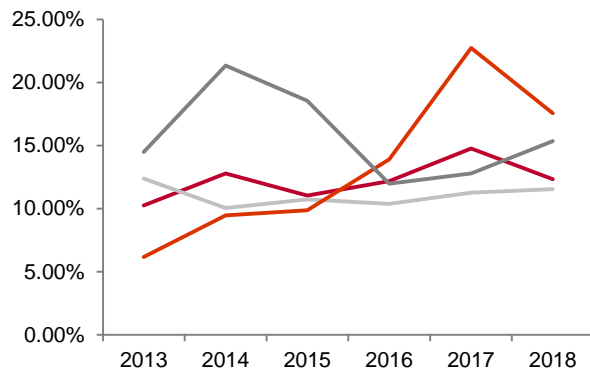
**图表 12: 华泰股份造纸产品销量**

 ■ 新闻纸 (万吨) ■ 文化纸 (万吨)  
 ■ 铜版纸 (万吨) ■ 包装纸 (万吨)


来源: wind、中泰证券研究所

**图表 13: 华泰股份造纸产品毛利率情况**

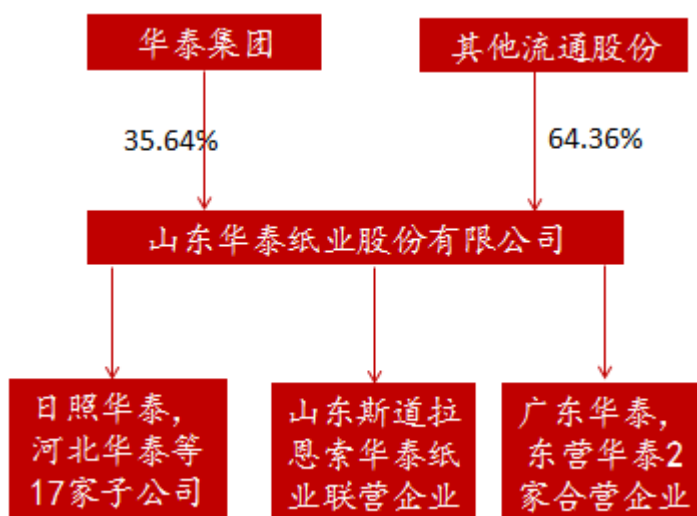
— 文化纸 — 新闻纸 — 铜版纸 — 包装用纸



来源: wind、中泰证券研究所

- 股权结构稳定，管理层增持彰显信心。**公司第一大股东为华泰集团，持股占比 35.64%，其余为机构和个人投资者持有。公司自 2004 年以来，收购兼并多家造纸企业，成立日照华泰等 17 家子公司，2006 年公司与斯道拉恩索合资组建山东斯道拉恩索华泰纸业有限公司，随后组建广东华泰和东营华泰 2 家合营企业。2015 年 7 月管理层从二级市场买入公司股票，购买均价约为 6.46 元/股，合计 77 万股，约占公司总股本的 0.07%。

图表 14: 华泰股份股权结构



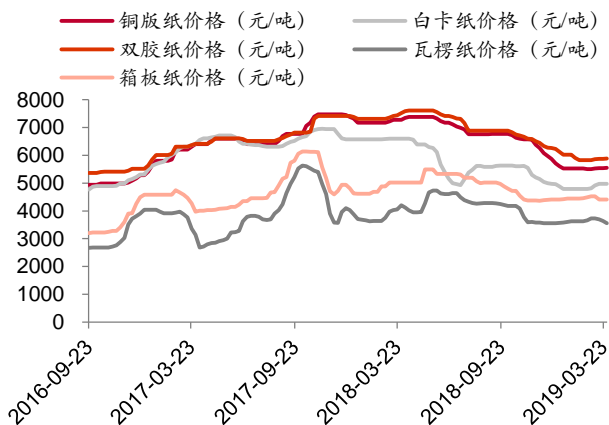
来源: 公司公告、中泰证券研究所

## 行业端: 新闻纸集中度提升, 化工业多点开花

### 造纸行业景气度下滑, 新闻纸集中度提升

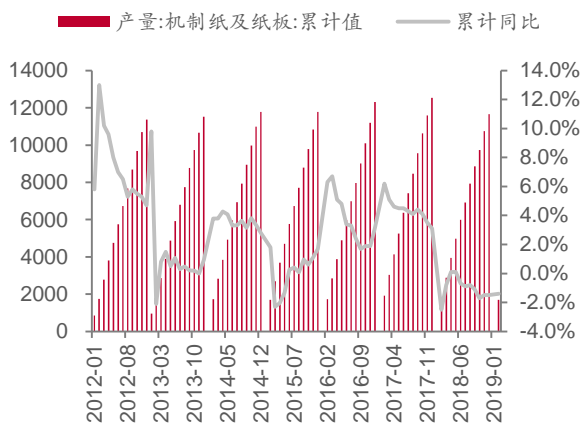
- 产能过剩需求不振, 造纸周期边际下行。2016 年下半年纸价持续上行, 国内造纸业景气度提升。但是 2018 年下半年开始, 各纸种价格均处于下跌区间。我们认为, 文化纸行业景气度下行主要因为: 1) 行业需求不振。2018 年 6 月以来纸及纸板产量持续负增长, 2019 年 1-2 月产量同比下滑 1.4%, 需求端不景气将制约纸价重新抬升。2) 白卡纸供需平衡破坏后导致纸价大幅下跌, 从 2017 年 10 月的 6900 元/吨下降至 2018 年 12 月的 4900 元/吨。并传递至铜版纸、双胶纸等其他纸种。包装纸方面, 由于箱板瓦楞纸新增产能过剩, 2018 年行业新增产能投放量是过往三年均值的三倍, 且 2019 年以后新增产能并无放缓趋势, 导致行业景气度下滑并抑制成品纸价格提升。

图表 15: 国内纸产品价格持续下降



来源: 百川资讯、中泰证券研究所

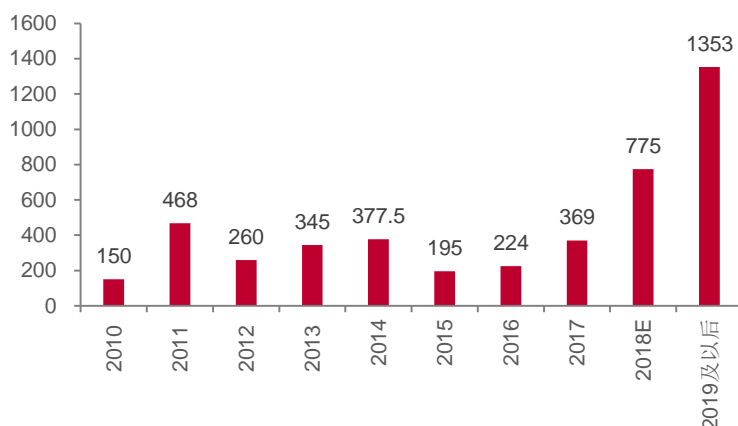
图表 16: 我国纸及纸板产量负增长



来源: wind、中泰证券研究所



图表 17: 箱板瓦楞纸新增产能投放加速 (万吨)

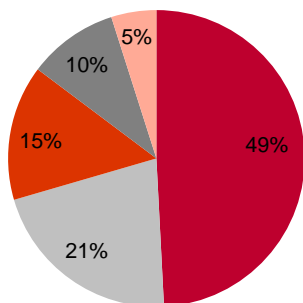


来源: RISI、中泰证券研究所

- **文化纸格局较好, 行业集中度支撑龙头协同效应:** 行业层面, 铜版纸前四家企业占据了 95% 的市场份额, 双胶纸 CR4 则为 42%。相较包装纸纸种而言, 文化纸行业集中度较高, 支持议价权向行业龙头倾斜。

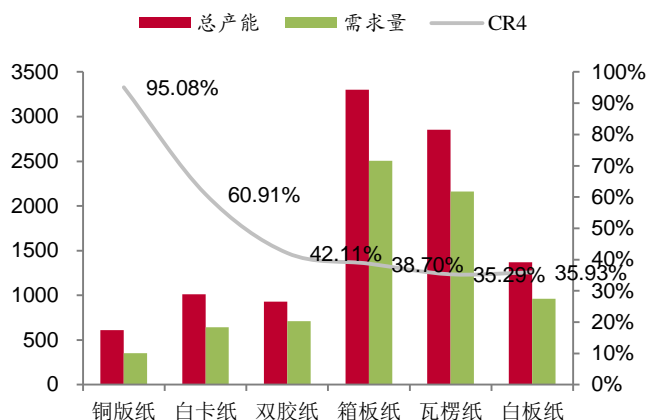
图表 18: 铜版纸产能分布

■ APP ■ 晨鸣纸业 ■ 太阳纸业 ■ 华泰股份 ■ 其他



来源: 产业信息网、中泰证券研究所

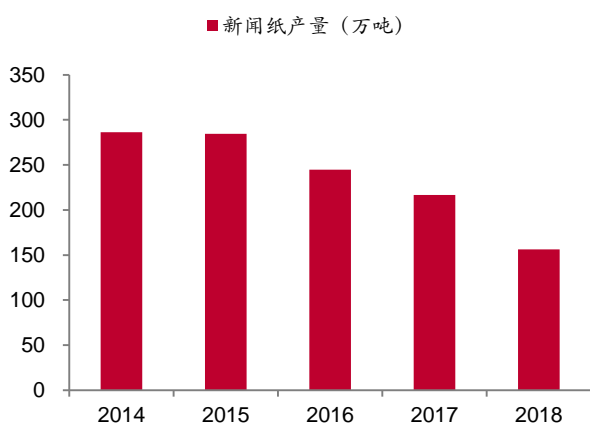
图表 19: 各纸种产能、需求 (万吨) 与集中度



来源: 卓创资讯、中泰证券研究

- **新闻纸产能出清, 行业格局显著改善。** 2010 年, 国务院发布《国务院关于加强淘汰落后产能工作的通知》, 2011 年淘汰造纸落后产能 1,500 万吨。为响应国家的政策, 新闻纸企业也开始“去产能”, 近五年来, 行业内企业对纸机逐步改造导致产能去化。截止 2019 年, 市场仅存 3 家新闻纸生产企业 (华泰集团, 广州造纸和山鹰纸业), 格局显著改善。

图表 20: 新闻纸产量逐年下降



来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

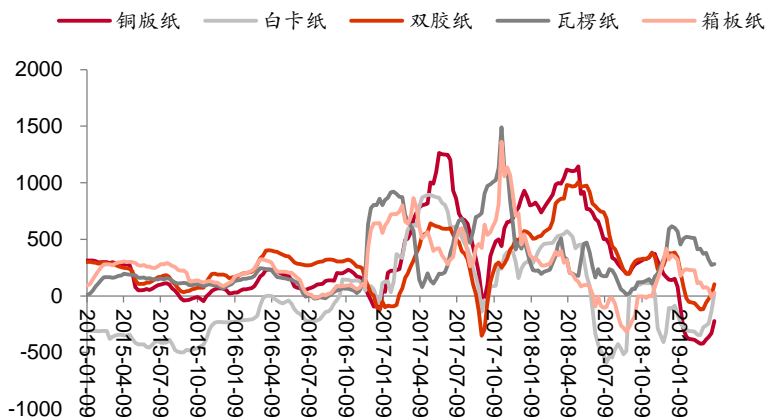
图表 21: 市场仅存 3 家新闻纸生产企业产能情况

公司名称	产能 (万吨)	占比
华泰集团	85	62.04%
广州造纸	36	26.28%
山鹰纸业	16	11.68%
总计	137	100%

来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 吨盈低位静待好转。**2018 年第四季度各纸种吨盈利持续下降, 2019 吨盈位在相对低位水平波动。2019 年 1 月铜版纸吨盈利 229 元, 来到低点。我们认为, 各纸种吨净利水平下行空间不大。1) 春节之后造纸企业补库存需求在一定程度上带动复苏。经过市场价格下滑, 纸厂长时间大规模的停机, 去库存的周期基本完成, 将进入新一轮的备库周期, 存在补库的刚性需求。2) 各纸厂相继发出涨价函。国内主流的纸企, 自 1 月 2 日就有纸厂上调出厂 2019 年纸价波动格, 幅度在 100 元/吨。从地域上看, 此次调价纸厂集中在浙江省, 纸种为白板纸。

图表 22: 各纸种吨盈利低位波动



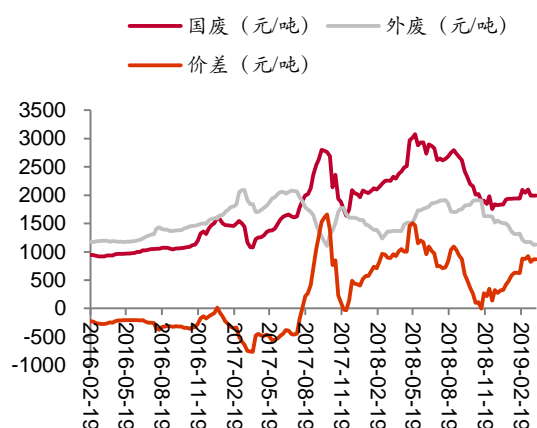
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

- 废纸供应趋紧, 内外废价差抬升:** 作为新闻纸原材料的国废和外废供应明显不足。1) 2017 年 7 月 27 日, 国务院发布《禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》, 该方案直接限制了外废的进口, 仅有少部分企业获得国家外废配额, 2) 国内废纸回收工作的开展尚不完善, 再回收率很低, 仅为 40% 左右, 低于 43.70% 的世界平均水平, 废纸对进口的依赖局面短期内很难改变。国废由于供应趋紧, 价格持续上升, 导致国废外废价差逐步拉大, 拥有外废配额的企业成本优势有望逐步显现。

**图表 23: 2018 年国内纸厂外废已批额度**

公司名称	2018 年已批额度	占比
玖龙纸业	3383888	31.09%
理文造纸	1594730	14.65%
山鹰纸业	1196385	10.99%
华泰纸业	900000	8.27%
广州造纸	750000	6.89%
其他	3059670	28.11%

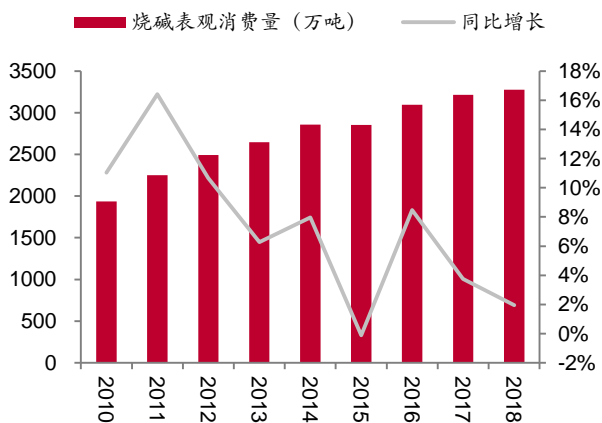
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

**图表 24: 内外废价差重新拉大**


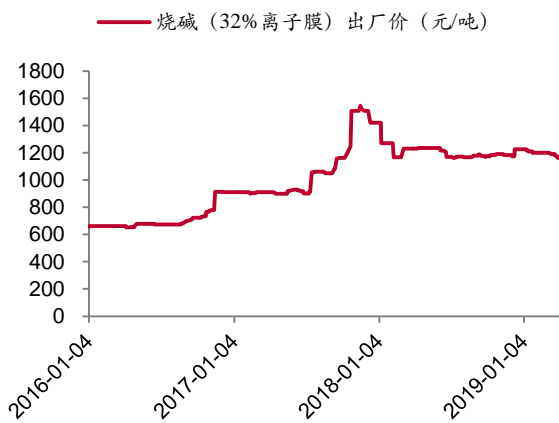
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

### 氯碱化工与精细化工景气度提升, 烧碱与中间体齐头并进

- 下游需求端旺盛, 价格逐年上涨。**作为氯碱化工行业一个重要的产品, 烧碱广泛应用于轻工、化工、纺织、印染、水处理等工业部门以及人们的日常生活中。烧碱表观消费量逐年增加, 2018 年末, 烧碱表观消费量 3,276.74 万吨, 同比增长 1.95%。烧碱价格自 2016 年以来更是一路飙升, 2018 年达到最高点 1500 元/吨, 2019 年维持在 1200 元/吨的价位。

**图表 25: 烧碱表观消费量逐年增加**


来源: wind、中泰证券研究所

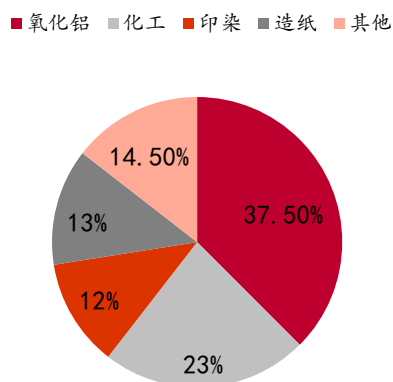
**图表 26: 烧碱出厂价**


来源: wind、中泰证券研究所

- 氧化铝与化工有望继续提升烧碱需求。**烧碱下游需求端主要有氧化铝, 造纸和印染行业, 其中氧化铝主要用于基建等行业中。氧化铝作为中国烧碱的主要下游产品, 近几年在对中国烧碱价格的影响排在首位, 以 2018 年数据估算, 氧化铝在中国烧碱的下游消费比例中约占 37.5%, 部分地区占比达 70-80% (河南, 山西, 陕西, 云南等地区)。2018 年中国氧化铝行业总产量 7068.8 万吨, 2019 年百川资讯预估的产量值为 7450 万吨, 预计产生对烧碱的新增需求量约 55-58 万吨, 占全年烧碱总产量的约 1.6%。烧碱的另一重要下游是石油化工、基础化工, 综合耗碱量占烧碱需求面的 23%, 在影响烧碱价格的因素中也较突出, 比如华东、两湖、广东地区, 其中基础化工销售量稳步增长, 2018 年销售量为 40.52

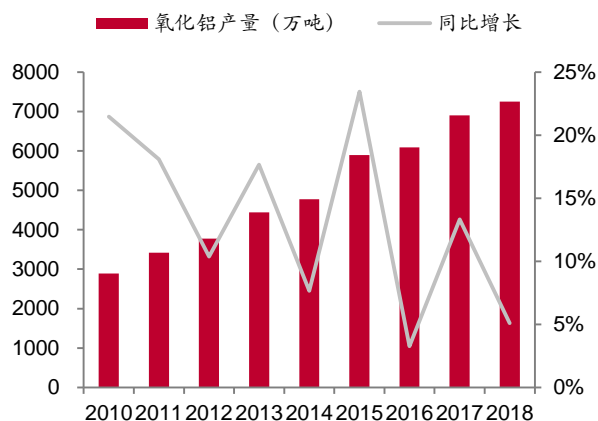
百万吨，同比增加 12.67%。

**图表 27: 氧化铝在烧碱需求结构中占比最大**



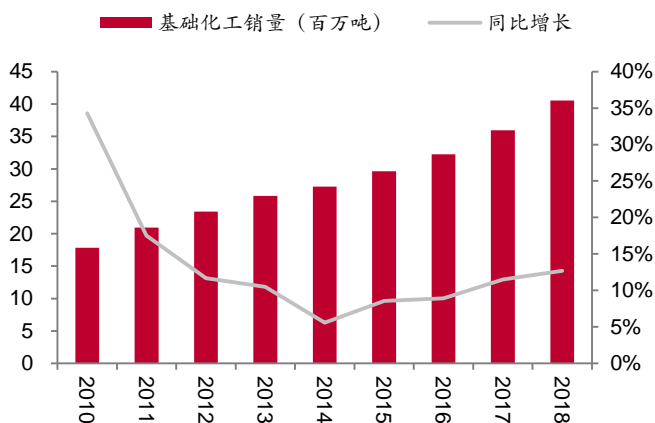
来源: wind、中泰证券研究所

**图表 28: 氧化铝总产量逐年增加**



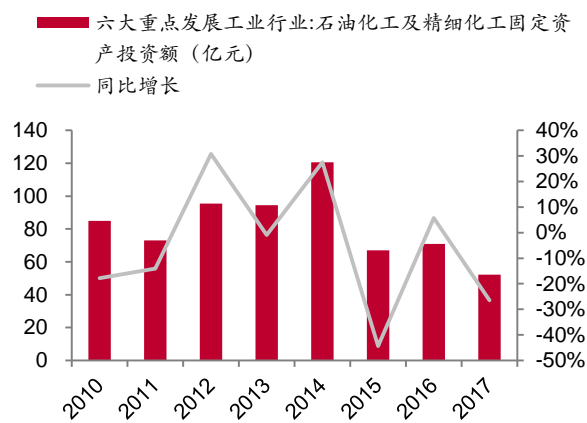
来源: wind、中泰证券研究所

**图表 29: 基础化工销量稳步增长**



来源: wind、中泰证券研究所

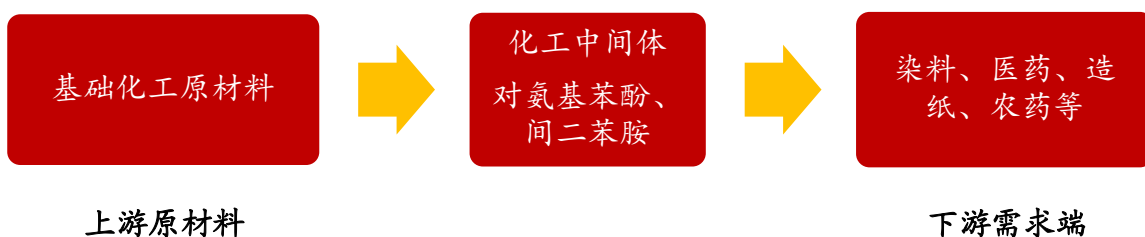
**图表 30: 石油化工及精细化工固定资产投资额缩减**



来源: wind、中泰证券研究所

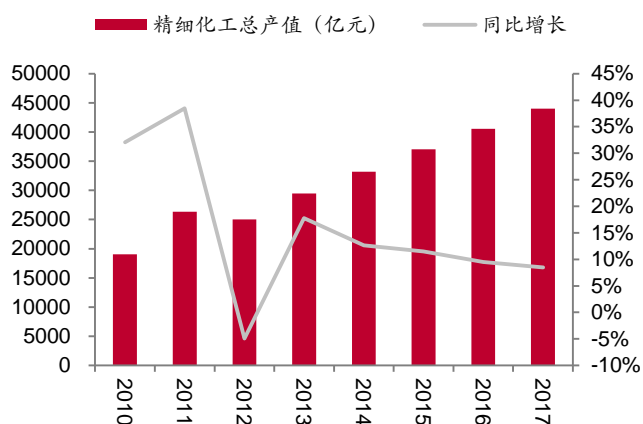
- 精细化工景气度提升，中间体顺势而上。**与基础化工相比，精细化工主要生产精细化学品，行业产品覆盖染料，医药，造纸，农药等领域。上游主要是基础化工原料，下游涵盖农业，纺织业，造纸业和建筑业等。精细化工产品具有产品种类繁多，应用领域广泛，工艺技术复杂，产品附加值高等特点。近年来，借助高新技术的发展，石油与化工行业向深加工发展，精细化工发展迅速。行业总产值逐年上升，2017 年达到 43990.50 亿元，同比增长 8.50%，精细化工销售收入 36329.88 亿元，同比增长 3.50%。根据 2018 年 11 月 8 日发布的“2018 年中国精细化工百强名单”，前五名分别为：浙江龙盛集团，浙江新和成集团，北京颖泰嘉和生物科技，石药集团和传化智联，其中浙江龙盛凭借公司强大的中间体市场位居第一。

图表 31: 精细化工产业链



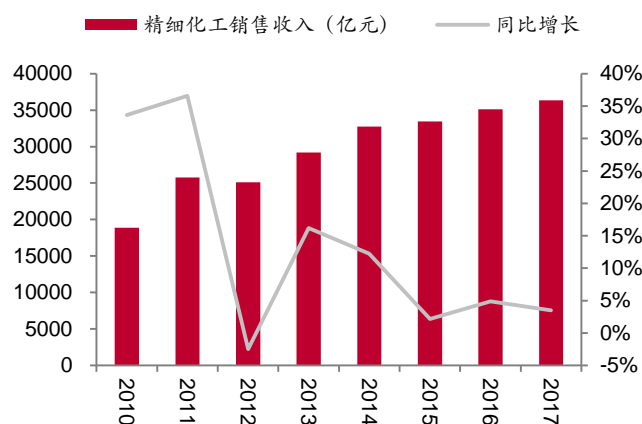
来源：中泰证券研究所

图表 32: 精细化工总产值稳步上升



来源：wind、中泰证券研究所

图表 33: 精细化工销售收入逐年增加



来源：wind、中泰证券研究所

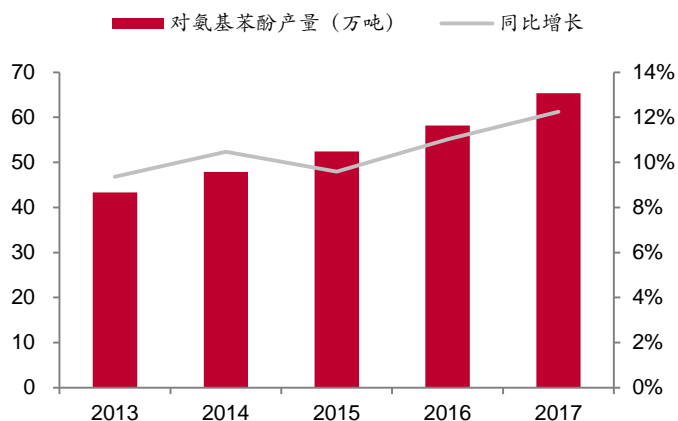
图表 34: 前五大精细化工企业 2018 前三季度营收与净利润情况

公司名称	2018 前三季度营收 (亿元)	同比增长	2018 前三季度净利润 (亿元)	同比增长
浙江龙盛	151.01	29.87%	33.75	61.53%
新和成	62.53	64.20%	25.55	186.83%
颖泰生物	61.40	12.76%	3.73	89.77%
石药集团	129.25	41.41%	23.91	33.77%
传化智联	192.15	46.54%	4.41	39.78%

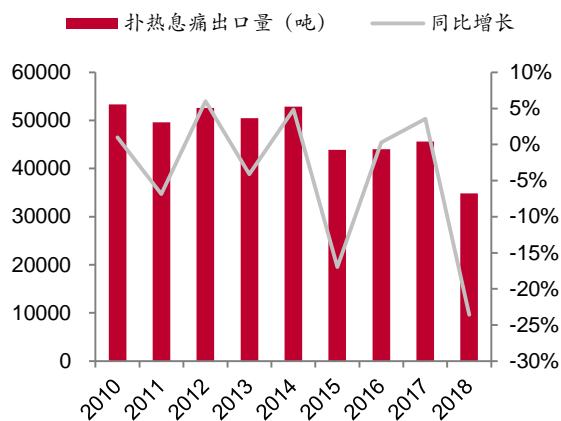
来源：公司公告、中泰证券研究所

- **对氨基苯酚中间体市场需求旺盛。**对氨基苯酚亦称“对羟基苯胺”，是目前在我国应用较广泛的一种精细有机化工中间体，在染料工业上用于合成弱酸性黄 6G、弱酸性嫩黄 5G、硫化深蓝 3R、硫化蓝 CV、硫化艳绿 GB、硫化红棕 B3R、硫化还原黑 CLG 等。在医药工业上对氨基苯酚用于合成扑热息痛、安妥明等。也用于制备显影剂、抗氧化剂和石油添加剂等产品。近年来，我国对氨基苯酚消费量一直呈增长趋势，尤其是用于医

药行业的对氨基苯酚增加较快，医药行业在对氨基苯酚中的消费结构中占比 74%。对氨基苯酚是扑热息痛的重要原材料之一，目前欧美等发达国家每年从我国大量进口扑热息痛原料药。

**图表 35: 全球对氨基苯酚产量持续增长**


来源: wind、中泰证券研究所

**图表 36: 扑热息痛出口量**


来源: wind、中泰证券研究所

- **响水爆炸致间苯二胺供需失衡，价格一路攀升。**3月21日，江苏天嘉宜化工发生爆炸事件，该公司拥有间苯二胺产能1万吨，是行业内仅次于浙江龙盛（产能6.5万吨）的第二大核心生产工厂。此次爆炸事件将影响间苯二胺约25%的市场容量，产生约1.5万吨的产能缺口加之市场间苯二胺产能只有10万吨不到，直接导致供应短缺，间苯二胺价格一路攀升，事故发生前间苯二胺的价格在4.5-5万元/吨，事故发生后的几天内，间苯二胺的市场报价达到14万元/吨。

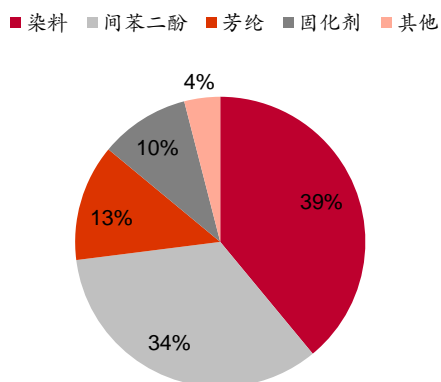
**图表 37: 间苯二胺生产企业产能**

公司名称	产能 (万吨/年)
浙江龙盛	6.5
江苏天嘉宜	1.7
银珠化工	0.6

来源: 公司公告、中泰证券研究所

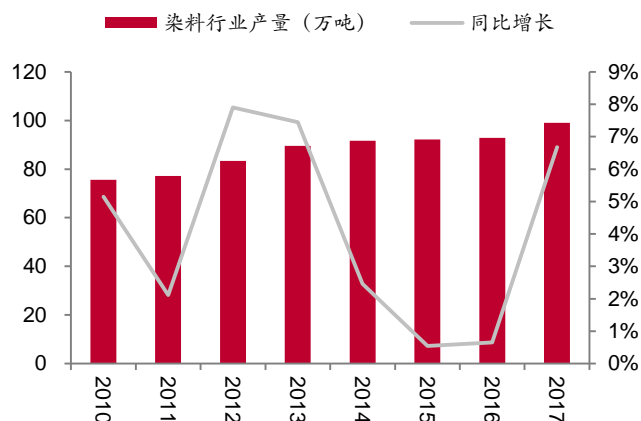
- **间苯二胺下游应用较为广泛，需求增加，其中染料和间苯二酚约占70%。**间苯二胺作为染料中间体可以合成多种碱性染料、毛发染料、有机颜料等，另外作为重要芳香胺类固化剂，广泛应用于复合材料和塑料中。近年来间苯二胺用途有了两大领域的新拓展，一是用于合成高性能新型纤维材料芳纶1313，二是用于生产重要的精细化工中间体间苯二酚。从间苯二胺消费结构来看，染料和间苯二酚两者占70%。染料行业产量逐年增加，2017年染料产量为99万吨，同比增长6.68%。另一个需求端，间苯二酚出口量逐年增加，2018年出口量达到12437.29万吨，同比增长117.83%。

图表 38: 间苯二胺下游需求结构



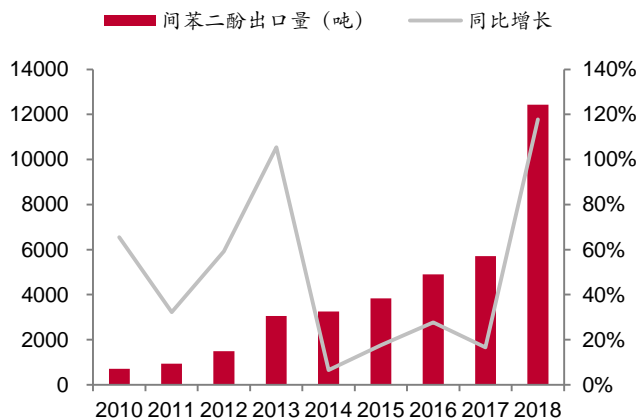
来源: 中国产业信息网、中泰证券研究所

图表 39: 染料行业产量逐年增加



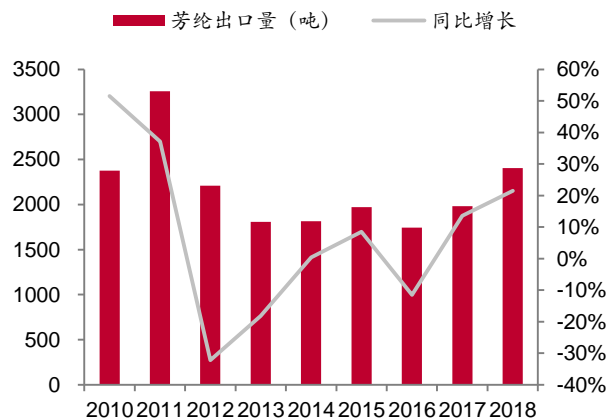
来源: wind、中泰证券研究所

图表 40: 2018 年间苯二酚出口量急剧增加



来源: wind、中泰证券研究所

图表 41: 芳纶出口量增加



来源: wind、中泰证券研究所

## 公司核心看点: 外废配额改善盈利能力, 间苯二胺或成明年亮点

### 规模优势与客户优势, 新闻纸领先行业

- 新闻纸业务凭借大规模和稳定的客户关系, 遥遥领先于行业。目前公司是全球单厂最大的新闻纸生产基地, 在同行业具有较强的规模优势。华泰股份新闻纸市场份额达到 30% 以上, 公司高级彩印新闻纸被推选为“中国新闻纸市场用户满意首选第一品牌”。公司已逐步建立起覆盖全国的营销网络, 在大陆除西藏外的所有省、自治区、直辖市设立办事处, 主要采取直销方式; 在用纸量相对较大的地区设立分公司, 提供有针对性、灵活性的重点专项服务, 不断巩固和拓展市场。目前, 公司主导产品新闻纸远销欧美、东南亚、韩国、印度等地区, 与各大国家级报社、党报、印刷物资公司建立了长期友好的合作伙伴关系。

图表 42: 华泰公司营销网络



来源: 公司公告、中泰证券研究所

### 拥有外废配额, 坐享原材料价格优势

- **外废配额大幅提升公司盈利能力。**废纸是造纸主要原材料之一, 国废与外废价格上存在显著差别, 2019 年 3 月国外废价差 900 元/吨。外废的进口, 需要国家的批示。2017 年公司获得国家外废批示额度 92.98 万吨, 2018 年获得外废配额 90 万吨。以 2017 年国外废平均价差 100 元/吨, 2018 年国外废平均价差 840 元/吨, 计算 2017 年外废配额红利 0.93 亿元, 2018 外废配额红利 7.56 亿元, 外废配额为公司业绩增厚 6.63 亿元。

图表 43: 外废配额增厚公司业绩

企业	2017 年外废配额红	废纸配额导致的业绩增厚	
	利 (亿元)	2018 红利 (亿元)	(亿元)
华泰股份	0.93	7.56	6.63

来源: 中国固废化学品管理网、中泰证券研究所

- **19 年配额充足, 吨净有望持续好转。**2018 年华泰股份获得 90 万吨的配额, 由于进口受限等因素, 以实际产量 48 万吨测算, 尚有近半配额剩余。假设 2019 年公司可获得 70 万吨配额 (约为 2018 年的 80%), 则公司几乎可以 100% 使用外废造纸。在上述假设下, 公司新闻纸单吨成本优势有望巩固。若新闻纸价格上升, 吨毛利有望领先行业好转, 测算若新闻纸价格上升至 7500 元/吨, 其吨毛利可达到 2860.10 元。



**图表 44: 不同销售价格下, 新闻纸吨净利好转**

销售价格 (元/吨)	直接材料 (元/吨)	燃料及动力 (元/吨)	直接人工 (元/吨)	制造费用 (元/吨)	吨毛利 (元)
5500	3296.78	723.75	32.25	587.12	860.10
6000	3296.78	723.75	32.25	587.12	1360.10
6500	3296.78	723.75	32.25	587.12	1860.10
7000	3296.78	723.75	32.25	587.12	2360.10
7500	3296.78	723.75	32.25	587.12	2860.10

来源: 公司公告、中泰证券研究所

### 布局精细化工, 延伸化工产业链

- 优化产品结构, 丰富精细化工产品谱系。**华泰股份拥有全国最大的氯碱盐化工基地, 化工是公司的第二大支柱产业。2015 年以来公司围绕原盐开采、产品深加工等价值链两端, 重点实施华泰化工环氧丙烷项目, 年产 25 万吨离子膜烧碱搬迁改造项目, 年产 10 万吨苯胺项目和年产 5 万吨丁苯胶乳项目等一批产业延伸项目建设。2016 年公司非公开募集资金预计 6.29 亿元, 用于见着精细化工有机合成中间体及配套项目, 项目投资总额 7.28 亿元。项目建设周期 24 个月, 预计实现年产 2 万吨对氨基苯酚和 1 万吨间苯二胺。

**图表 45: 华泰股份化工产品谱系**

化工产品	离子膜烧碱	苯胺	丁苯胶乳	对氨基苯酚	间苯二胺
产能 (万吨/年)	25	10	5	2	1

来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 供需失衡, 间苯二胺或成盈利黑马。**产能出现缺口的情况下, 间苯二胺价格急剧上升, 我们假设间苯二胺的价格在 8-16 万元之间波动, 间苯二胺的单吨成本在 3.2 万元左右, 其吨毛利平均 5.5 万元, 按照公司历史费用率 12.14% 计算, 吨净利 7.34 万元, 公司计划年产间苯二胺 1 万吨, 若计划顺利实现, 间苯二胺可为公司带来 7-10 亿的业绩贡献。

**图表 46: 不同销售价格下, 间苯二胺吨净利和业绩贡献**

销售价格 (万元/吨)	吨毛利 (万元)	吨净利 (万元)	业绩贡献 (亿元)
8	4.8	3.83	3.83
10	6.8	5.59	5.59
12	8.8	7.34	7.34
14	10.8	9.10	9.10
16	12.8	10.86	10.86

来源: 公司公告、中泰证券研究所

## 盈利预测与投资建议

- 假设公司间苯二胺产能于 2019 年底投放, 综合考虑当前产品市场价格, 我们认为有望为公司 2020 年业绩带来较高弹性。在此前提下, 预估公司 2019-2020 年实现归母净利润 9.6、15.3、16.9 亿元, 同比增长 33.8%、58.7%、11%。对应 EPS 0.82、1.31、1.45 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 47: 华泰股份三大财务报表

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	14763.35	16810.50	19524.00	22970.80	净利润	720.43	965.39	1534.10	1701.13
营业成本	12587.01	14286.26	16076.33	19044.01	折旧与摊销	943.96	763.06	908.17	1085.51
营业税金及附加	122.12	134.48	156.19	183.77	财务费用	177.62	184.92	195.24	229.71
销售费用	465.20	554.75	644.29	758.04	资产减值损失	30.06	15.00	18.00	20.00
管理费用	400.75	420.26	488.10	574.27	经营营运资本变动	-131.81	350.22	-1026.40	-70.17
财务费用	177.62	184.92	195.24	229.71	其他	-342.76	-24.85	-27.95	-29.93
资产减值损失	30.06	15.00	18.00	20.00	<b>经营活动现金流净额</b>	1397.51	2253.74	1601.16	2936.25
投资收益	6.63	10.00	10.00	10.00	资本支出	-58.01	-2050.00	-2450.00	-3450.00
公允价值变动损益	0.00	-0.15	-0.05	-0.07	其他	-501.75	169.85	229.95	259.93
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-559.76	-1880.15	-2220.05	-3190.07
<b>营业利润</b>	912.52	1224.68	1955.80	2170.94	短期借款	-199.25	-1521.57	749.81	455.87
其他非经营损益	10.90	13.00	11.00	10.00	长期借款	-423.94	300.00	350.00	400.00
<b>利润总额</b>	923.41	1237.68	1966.80	2180.94	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	202.98	272.29	432.70	479.81	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	720.43	965.39	1534.10	1701.13	其他	-401.43	191.06	-345.24	-429.71
少数股东损益	1.37	3.58	7.40	6.74	<b>筹资活动现金流净额</b>	-1024.62	-1030.50	754.57	426.16
归属母公司股东净利润	719.07	961.80	1526.71	1694.39	<b>现金流量净额</b>	-191.13	-656.92	135.67	172.34
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1497.44	840.52	976.20	1148.54	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	2382.19	4666.50	5967.37	6933.64	销售收入增长率	8.09%	13.87%	16.14%	17.65%
存货	1542.76	1428.63	1864.85	2132.93	营业利润增长率	6.19%	34.21%	59.70%	11.00%
其他流动资产	75.68	292.16	332.86	384.56	净利润增长率	5.44%	34.00%	58.91%	10.89%
长期股权投资	158.25	158.25	158.25	158.25	EBITDA 增长率	-3.87%	6.81%	40.81%	13.96%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	7621.17	8405.13	9361.48	11057.99	毛利率	14.74%	15.02%	17.66%	17.09%
无形资产和开发支出	586.26	1089.45	1675.13	2343.32	三费率	7.07%	6.90%	6.80%	6.80%
其他非流动资产	209.11	8.91	-211.29	-461.50	净利率	4.88%	5.74%	7.86%	7.41%
<b>资产总计</b>	14072.87	16889.55	20124.86	23697.74	ROE	9.13%	10.97%	14.85%	14.13%
短期借款	2051.84	530.28	1280.09	1735.95	ROA	5.12%	5.72%	7.62%	7.18%
应付和预收款项	2381.22	4889.50	5621.17	6799.71	ROIC	8.32%	10.01%	12.73%	11.55%
长期借款	1027.27	1327.27	1677.27	2077.27	EBITDA/销售收入	13.78%	12.92%	15.67%	15.18%
其他负债	717.94	1342.79	1212.51	1049.86	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	6178.28	8089.83	9791.04	11662.79	总资产周转率	1.04	1.09	1.05	1.05
股本	1167.56	1167.56	1167.56	1167.56	固定资产周转率	2.12	2.47	2.68	2.88
资本公积	2243.77	2243.77	2243.77	2243.77	应收账款周转率	16.36	14.10	12.38	12.95
留存收益	4206.21	5168.01	6694.72	8389.11	存货周转率	9.34	9.62	9.76	9.53
归属母公司股东权益	7677.80	8579.34	10106.05	11800.44	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	115.83%	—	—	—
少数股东权益	216.79	220.38	227.77	234.52	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	7894.60	8799.72	10333.82	12034.95	资产负债率	43.90%	47.90%	48.65%	49.21%
负债和股东权益合计	14072.87	16889.55	20124.86	23697.74	带息债务/总负债	49.84%	22.96%	30.20%	32.70%
					流动比率	1.10	1.05	1.06	1.01
					速动比率	0.79	0.84	0.85	0.81
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	2034.11	2172.65	3059.20	3486.16	每股收益	0.62	0.82	1.31	1.45
PE	9.51	7.11	4.48	4.04	每股净资产	6.76	7.54	8.85	10.31
PB	0.87	0.78	0.66	0.57	每股经营现金	1.20	1.93	1.37	2.51
PS	0.46	0.41	0.35	0.30	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	4.27	4.17	3.41	3.32					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

来源: 中泰证券研究所

## 风险提示

### 原材料价格大幅上涨风险

- 公司造纸业务中原材料成本占比较高,若未来原材料价格出现大幅上涨,可能影响公司业绩。

### 业务拓展不达预期风险

- 公司精细化工新增产能投放可能遭遇政策风险,若项目未能如期达产,可能影响公司盈利能力。

### 行业竞争加剧风险

- 公司所处造纸与化工行业企业众多,进入门槛不高。若未来发生行业竞争加剧状况,可能影响公司产品销售价格,并对收入和利润产生影响。

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。