

华泰股份：非经常性损益贡献了大部分业绩

公司 2009 年报点评

报告关键点：

- ☞ 非经常性损益构成利润的大部分；
- ☞ 公司毛利率下降比较明显；
- ☞ 维持增持-A的投资评级，六个月目标价19.2元。

报告摘要：

- 公司2009年实现营业收入582,755.53万元，同比下降2.98%；净利润109,226.78万元，同比上升191.07%，扣除非经常性损益后净利润同比下降22.7%。实现每股收益1.909元，扣除非经常性损益后的每股收益为0.34元，位于市场预期的下限。（公司2009年以人民币1元收购新加坡诺斯克泛亚私人有限公司持有的诺斯克（河北）纸业公司100%的股权，增加非经常性损益843,020,138.35元。）同时，公司拟向全体股东按每10股派发现金1.00元（含税），共计派发现金6486万元。
- 总体盈利能力有所下降。纸制品综合毛利率同比下降4.06个百分点；具体到细分纸种来看，新闻纸、文化纸、生活纸、包装纸等分别下降3.07、54.27、7.91和48.47个百分点。销量上升比较明显。2009年公司生产机制纸118.71万吨，比去年同期上升1.57%；销售机制纸129.91万吨，比去年同期上升21.74%。
- 公司增发项目进展顺利。2009年公司增发1亿股共募集12.28亿元，截至去年底已向50万吨离子膜项目投资9亿元，其一期工程25万吨离子膜项目已经顺利投产，承担项目的公司协发化工去年共计贡献净利润9828万元。向林纸一体化项目投资5119.51万元，该项目尚在建设之中。
- 预计公司2010、2011年EPS分别为0.75元和0.96元，作为我国新闻纸的龙头企业，今年将受益于新增产能较少以及世博会的举办等因素，同时进军化工产业以及上游林浆纸一体化项目等将会减少公司运营的风险。综合考虑，给予公司增持-A的投资评级，六个月目标价19.2元。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6,006.3	5,827.6	6,730.8	8,379.9	9,888.3
Growth(%)	-0.4%	-3.0%	15.5%	24.5%	18.0%
净利润	378.3	1,092.3	483.0	625.5	715.9
Growth(%)	-26.5%	200.3%	-55.9%	29.5%	14.5%
毛利率(%)	18.8%	14.8%	19.4%	19.5%	18.8%
净利润率(%)	6.1%	18.8%	7.2%	7.5%	7.2%
每股收益(元)	0.56	1.69	0.75	0.96	1.10
每股净资产(元)	6.19	9.79	10.21	10.79	11.45
市盈率	29.1	9.7	22.0	17.0	14.8
市净率	2.6	1.7	1.6	1.5	1.4
净资产收益率(%)	9.4%	17.2%	7.3%	8.9%	9.6%
ROIC(%)	8.8%	16.3%	6.3%	7.9%	9.0%
EV/EBITDA	11.4	15.5	11.5	9.3	8.1
股息收益率	1.4%	0.0%	1.8%	2.4%	2.7%

评级：

增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格：

19.20 元

期限： 6个月 上次预测： 15.00 元

现价： 16.36 元

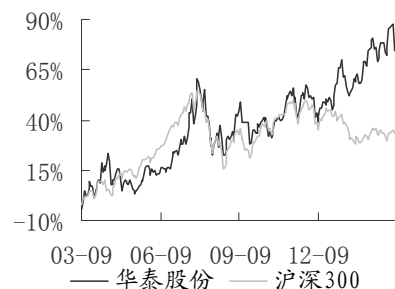
报告日期：

2010-03-24

市场数据

总市值(百万元)	10,611.84
流通市值(百万元)	8,088.98
总股本(百万股)	648.65
流通股本(百万股)	494.44
12个月最高/最低	8.85/17.74 元
十大流通股东(%)	23.79%
股东户数	73,495

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(1.56)	24.25	40.86
绝对收益	(0.60)	19.50	74.46

研究员

郭振举

行业分析师

010-66581621

guozj@essence.com.cn

前期研究成果

华泰股份：非经常性损益对上半年的业绩贡献较大

2009-07-29

华泰股份：不仅仅是新闻纸龙头

2009-06-29

华泰股份：三季报显现行业压力

2008-10-27

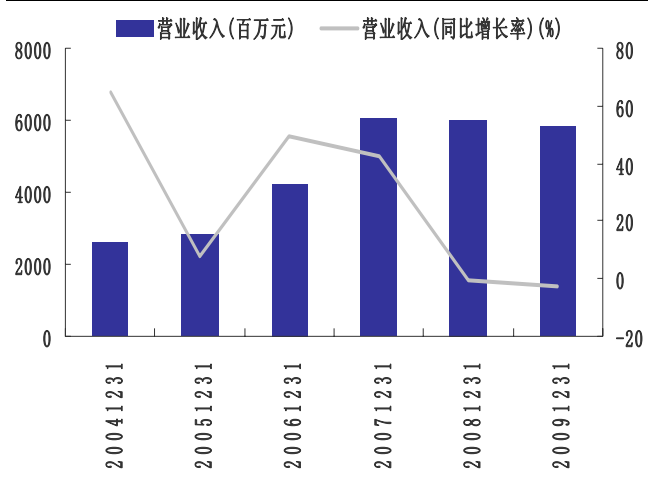
1. 主营业务逐渐走出低谷

公司在经历了 2009 年上半年的去库存化之后，生产经营开始进入比较正常的轨道。2009 年去年公司共计实现营业收入 582,755.53 万元，同比下降 2.98%；净利润 109,226.78 万元，同比上升 191.07%，扣除非经常性损益后净利润同比下降 22.7%。

销量上升比较明显。2009 年公司生产机制纸 118.71 万吨，比去年同期上升 1.57%；销售机制纸 129.91 万吨，比去年同期上升 21.74%。

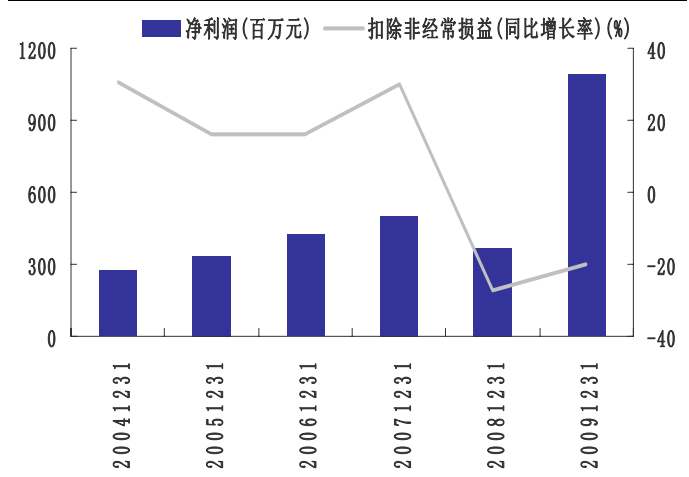
公司 2009 年实现每股收益 1.909 元，扣除非经常性损益后的每股收益为 0.34 元，位于市场预期的下限。（公司 2009 年以人民币 1 元收购新加坡诺斯克泛亚私人有限公司持有的诺斯克（河北）纸业有限公司 100% 的股权，增加非经常性损益 843,020,138.35 元。）同时，公司拟向全体股东按每 10 股派发现金 1.00 元（含税），共计派发现金 6486 万元。

图 1 营业收入增长情况



数据来源：WIND 安信证券研究中心

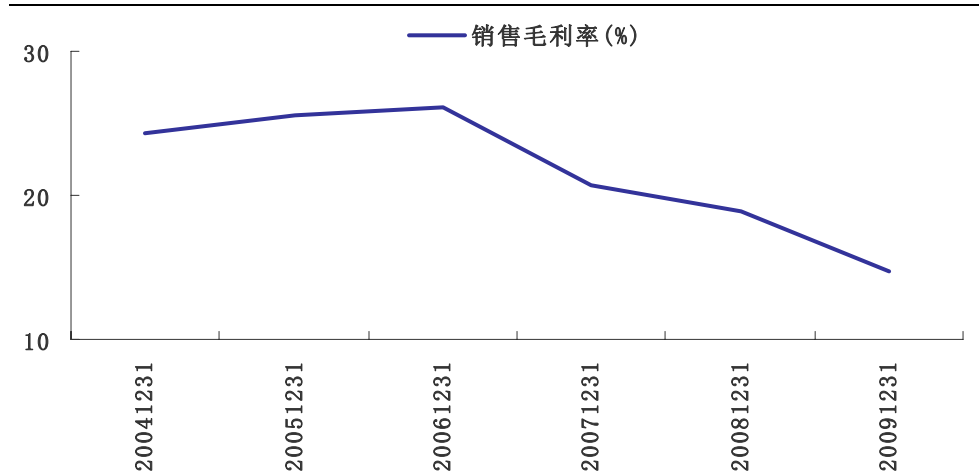
图 2 净利润增长情况



数据来源：WIND 安信证券研究中心

总体盈利能力有所下降。纸制品综合毛利率同比下降 4.06 个百分点；具体到细分纸种来看，新闻纸、文化纸、生活纸、包装纸等分别下降 3.07、54.27、7.91 和 48.47 个百分点。

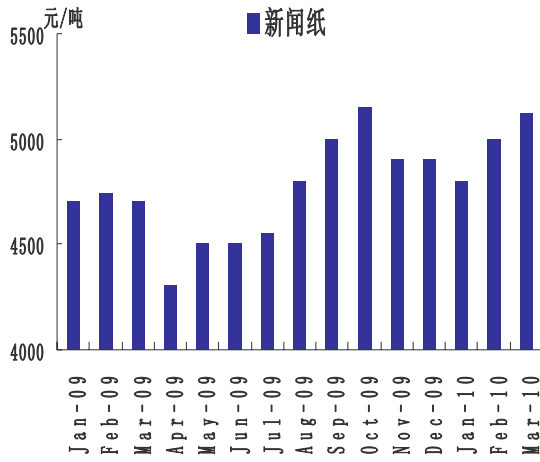
图 3 毛利率下降比较明显



数据来源：WIND 安信证券研究中心

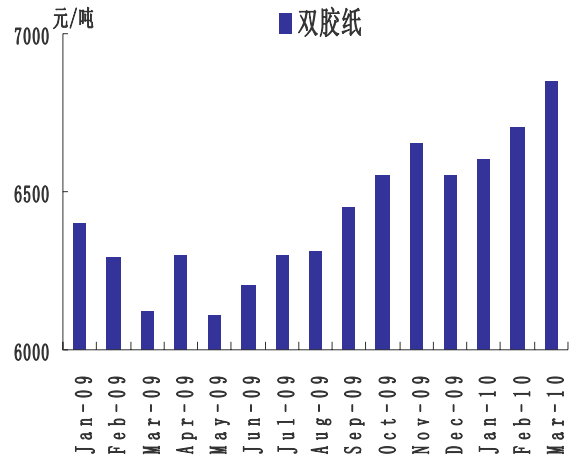
公司新闻纸和文化纸共计占主营业务收入约 90%。同时，公司于 2009 年将 16 万吨的新闻纸生产线转为文化纸，进一步提高了文化纸的比重。我们以这两个主要纸种价格作为分析对象，发现这两种纸品价格在 2009 年初达到最低点，全年基本处于逐渐上升的通道中。新闻纸价格由 2009 年底的 4700 元/吨上升到今年 3 月份的 5120 元/吨，上涨幅度大约为 8.9%；双胶纸价格由去年年初的 6400 元/吨上升到今年 3 月份 6850 元/吨，上涨幅度为 7%。

图 4 新闻纸价格



数据来源：安信证券研究中心

图 5 双胶纸价格



数据来源：安信证券研究中心

2. 增发项目进展顺利

公司增发项目进展顺利。2009 年公司增发 1 亿股共募集资金 12.28 亿元，截至到去年底已向 50 万吨离子膜项目投资 9 亿元，其一期工程 25 万吨离子膜项目已经顺利投产，承担项目的公司协发化工去年共计贡献净利润 9828 万元。向林纸一体化项目投资 5119.51 万元，该项目尚在建设之中。

公司的化工产品包括烧碱、氯碱、氧气、双氧水等，主要是为华泰股份及其子公司提供造纸原料。协发化工 50 万吨/年离子膜烧碱项目，包括两条 25 万吨离子膜烧碱生产线，分两期建设。一期项目已于 2009 年 7 月份试运行，8 月份正式投产并满产，全部外销。二期项目在 2009 年底动工，由于基建一期已基本做好，二期在 2010 年中期即能投产，主要为杜邦钛白粉项目提供原料，杜邦钛白粉项目投产日期预计将稍晚于公司的二期项目。

公司共拥有新闻纸产能 133 万吨，现有产能 121 万吨（包括 2009 年东营华泰 16 万吨已转产文化纸的一条生产线）。同时，公司于 2009 年收购新加坡诺斯克泛亚公司持有的河北诺斯克公司 100% 的股权，增加 33 万吨新闻纸生产线；据与上市公司的沟通，公司原有一条 25 万吨新闻纸生产线可能转产文化纸。其它还有部分在建和预收购的产能，短期不会达产。

公司文化纸产能 56 万吨，包括本部的 20 万吨双胶纸以及清河华泰、日照华泰 20 万吨，以及新闻纸转产而来的 16 万吨产能。目前，公司文化纸收入及毛利占比明显上升，预计对公司的贡献会进一步加大。

3. 盈利预测与估值

预计公司 2010、2011 年 EPS 分别为 0.75 元和 0.96 元,作为我国新闻纸的龙头企业,今年将受益于新增产能较少以及世博会的举办等因素,同时进军化工产业以及上游林浆纸一体化项目等将会减少公司运营的风险。综合考虑,维持公司增持-A 的投资评级,六个月目标价 19.2 元。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间			2010-3-23
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6,006.3	5,827.6	6,730.8	8,379.9	9,888.3	成长性					
减: 营业成本	4,875.1	4,966.4	5,431.8	6,745.8	8,029.3	营业收入增长率	-0.4%	-3.0%	15.5%	24.5%	18.0%
营业税费	24.1	20.6	34.3	42.7	50.4	营业利润增长率	-50.6%	-47.1%	263.0%	29.9%	14.2%
销售费用	195.4	208.4	235.6	293.3	346.1	净利润增长率	-26.5%	200.3%	-55.9%	29.5%	14.5%
管理费用	260.9	255.0	201.9	259.8	296.6	EBITDA 增长率	-19.4%	-17.2%	31.4%	19.2%	10.3%
财务费用	238.8	194.8	205.6	227.1	238.9	EBIT 增长率	-32.8%	-35.0%	126.5%	25.1%	12.2%
资产减值损失	42.7	-2.4	-3.7	-1.2	-0.9	NOPLAT 增长率	-4.7%	108.4%	-50.2%	24.8%	12.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	11.9%	29.8%	-0.7%	-1.7%	-1.8%
投资和汇兑收益	-43.3	-12.1	1.0	1.0	1.0	净资产增长率	6.0%	58.1%	4.3%	5.7%	6.1%
营业利润	326.0	172.5	626.3	813.3	928.8	利润率					
加: 营业外净收支	50.8	914.4	1.0	-1.0	1.0	毛利率	18.8%	14.8%	19.4%	19.5%	18.8%
利润总额	376.8	1,086.9	627.3	812.3	929.8	营业利润率	5.4%	3.0%	9.3%	9.7%	9.4%
减: 所得税	-1.5	-5.4	144.3	186.8	213.9	净利润率	6.1%	18.8%	7.2%	7.5%	7.2%
净利润	378.3	1,092.3	483.0	625.5	715.9	EBITDA/营业收入	19.2%	16.4%	18.7%	17.9%	16.7%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	9.4%	6.3%	12.4%	12.4%	11.8%
货币资金	798.2	1,450.8	2,146.6	4,031.5	5,658.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	344	395	399	327	279
应收帐款	1,025.6	1,074.0	1,051.1	1,308.6	1,544.2	流动营业资本周转天数	66	75	57	41	33
应收票据	68.3	256.2	258.2	321.4	379.3	流动资产周转天数	176	209	224	257	307
预付帐款	79.6	259.7	384.6	539.8	724.4	应收帐款周转天数	48	59	50	40	41
存货	1,099.0	664.9	818.5	1,016.5	1,209.9	存货周转天数	52	56	40	39	41
其他流动资产	-	0.0	15.8	58.7	97.9	总资产周转天数	569	701	716	651	638
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	448	560	546	433	361
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	136.5	127.3	170.0	170.0	170.0	ROE	9.4%	17.2%	7.3%	8.9%	9.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	3.9%	8.5%	3.5%	3.8%	3.8%
固定资产	5,473.3	7,330.8	7,571.4	7,660.4	7,648.6	ROIC	8.8%	16.3%	6.3%	7.9%	9.0%
在建工程	844.3	1,138.4	897.6	714.0	604.9	费用率					
无形资产	266.7	548.7	548.8	548.9	549.0	销售费用率	3.3%	3.6%	3.5%	3.5%	3.5%
其他非流动资产	30.9	19.6	35.6	36.0	36.2	管理费用率	4.3%	4.4%	3.0%	3.1%	3.0%
资产总额	9,822.4	12,870.4	13,898.1	16,405.8	18,622.7	财务费用率	4.0%	3.3%	3.1%	2.7%	2.4%
短期债务	2,348.6	3,342.9	3,331.6	3,931.6	4,231.6	三费/营业收入	11.6%	11.3%	9.6%	9.3%	8.9%
应付帐款	879.4	1,204.3	1,101.2	1,367.6	1,627.9	偿债能力					
应付票据	506.0	163.2	446.4	554.4	659.9	资产负债率	59.1%	50.7%	52.3%	57.3%	60.1%
其他流动负债	656.5	788.6	678.0	1,214.7	1,716.6	负债权益比	144.5%	102.7%	109.8%	134.4%	150.6%
长期借款	1,267.7	974.5	1,674.5	2,274.5	2,874.5	流动比率	0.70	0.67	0.84	1.03	1.17
其他非流动负债	147.5	46.7	41.0	62.5	82.1	速动比率	0.44	0.55	0.69	0.89	1.02
负债总额	5,805.8	6,520.1	7,272.8	9,405.3	11,192.6	利息保障倍数	2.36	1.89	4.05	4.58	4.89
少数股东权益	276.1	317.4	317.5	317.5	317.6	分红指标					
股本	548.6	648.6	648.6	648.6	648.6	DPS(元)	0.24	-	0.30	0.39	0.44
留存收益	3,191.9	5,369.4	5,659.1	6,034.4	6,464.0	分红比率	42.1%	0.0%	40.0%	40.0%	40.0%
股东权益	4,016.6	6,350.2	6,625.2	7,000.6	7,430.2	股息收益率	1.4%	0.0%	1.8%	2.4%	2.7%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	378.3	1,092.3	483.0	625.5	715.9	EPS(元)	0.56	1.69	0.75	0.96	1.10
加: 折旧和摊销	592.7	597.7	424.9	457.2	484.9	BVPS(元)	6.19	9.79	10.21	10.79	11.45
资产减值准备	42.7	-2.4	-3.7	-1.2	-0.9	PE(X)	29.1	9.7	22.0	17.0	14.8
公允价值变动损失	-	-843.0	-	-	-	PB(X)	2.6	1.7	1.6	1.5	1.4
财务费用	180.6	238.8	194.8	205.6	227.1	P/FCF	-	-18.6	12.8	5.3	5.9
投资收益	-43.3	12.1	-1.0	-1.0	-1.0	P/S	1.8	1.8	1.6	1.3	1.1
少数股东损益	13.6	-2.6	0.1	0.1	0.1	EV/EBITDA	11.4	15.5	11.5	9.3	8.1
营运资金的变动	-682.0	3.8	195.4	215.7	176.6	CAGR(%)	18.3%	-13.1%	21.3%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	615.6	996.7	1,304.3	1,523.3	1,614.4	PEG	1.6	-0.7	1.0	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-905.2	-955.8	-439.8	-330.1	-330.1	ROIC/WACC	1.1	2.0	0.8	1.0	1.1
融资活动产生现金流量	100.2	428.4	-125.3	722.7	374.7	REP	1.5	0.7	1.8	1.4	1.2

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

郭振举，北大金融学硕士，经济学博士，证券从业经历6年。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上;
- 增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%;
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%;
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动;
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动;

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
南方	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层
邮编: 100034