

华泰股份(600308.sh)

新闻纸盈利能力下降，业绩增长低于预期

陆晓鸣 造纸行业 首席研究员

电话: 020-87555888-657

eMail: lxm@gf.com.cn

2008 年新闻纸产品毛利率将趋于稳定

08 年新闻纸行业的产能过剩的压力仍难缓解。由于通胀的压力，07 年下半年，下游产品也开始涨价，下游行业的产品毛利率水平将趋于稳定，我们预计，08 年龙头企业新闻纸的盈利能力基本维持 07 年全年水平。

横向扩张和纵向延伸提高公司业绩

公司业绩的增长主要来自二个方面，一是纸产品产量和销售收入的持续增长，预计 2008 年新闻纸产量、文化纸和 SC 纸产量合计将达 145 万吨；二是化工经营规模和销售收入的增长。

目前价位仍有投资价值

华泰股份 2007 年静态市盈率和 2008 年动态市盈率分别是 31.45 倍和 26.83 倍，考虑到公司未来的成长性和公司的龙头地位，在目前价位维持持有评级。

预测及评估

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	3,739.62	6,032.14	7082.14	8498.57	10198.28
EBITDA(百万元)	975.08	1431.39	1657.46	1876.46	2161.55
净利润(百万元)	398.78	496.30	581.81	691.8	822.51
净利润增长率	19.96%	24.45%	17.23%	18.9%	18.89%
每股收益(元)	0.830	0.905	1.06	1.26	1.5
市盈率	16.42	31.72	26.83	22.56	18.98
市净率	2.45	4.47	4.42	3.8	3.25
EV/EBITDA	12.91	12.58	10.87	9.6	8.33
每股红利(元)	0.25	0.28	NA	NA	NA
股息率(%)	1.83	0.98	NA	NA	NA

来源: 山东华泰纸业股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

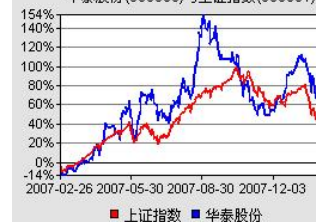
公司评级

持有

当前价格(元)	28.43
目标价格(元)	30.10
前次评级	无评级

股价走势

华泰股份(600308)与上证指数(000001)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-1.52%	20.88%	92.70%
上证综指	-13.19%	-15.41%	49.98%

股票数据

总股本(万股)	54,864.52
流通 A 股(万股)	34,639.49
主要股东:	
	华泰集团有限公司
主要股东持股比例	40.65%
流通 A 股比例	63.14%

财务比率

ROE	14.07%
ROA	5.41%
资产负债率	58.68%
每股净资产(元)	6.43

2007 年报数据

一、2007年经营业绩继续保持增长

（一）业绩分析

年报显示，2007年全年公司实现营业收入、营业利润和归属于上市公司股东的净利润分别达603214.01万元、66041.5万元和49629.7万元，同比分别增长42.17%、7.23%和17.16%，经营业绩的增长低于预期，每股收益0.905元。

公司2007年经营业绩的增长主要来自二个方面，一是销售收入的大幅增长，二是经营效率的持续提高，公司“三费”占营业收入的比例由06年的10.07%降到07年的9.26%，三是资产减值损失比上年大幅降低。公司营业利润增长幅度低于营业收入增长幅度，主要是新闻纸产品和化工产品盈利能力的下降；公司净利润增长幅度高于营业利润增长幅度，主要是公司07年度改变了应收款项提取坏账准备的评估方法，使资产减值损失比上年大幅降低。

（二）主营业务分析

公司经营业绩保持持续增长。2007年，公司营业收入大幅增长主要来自新闻纸和文化纸销量和销售收入的大幅增长，其次是07年公司发行股票收购的四家化工资产的营业收入持续增长。07年公司新闻纸和文化纸销量分别达98.07万吨和25.55万吨，公司新闻纸销量和营业收入的大幅增长主要归于2006年12月投产的第一条年产40万吨新闻纸生产线在2007年达产，使新闻纸生产规模扩大和销售收入大幅增长。

2007年是公司新闻纸产品出口继续增长，公司境外市场销售收入比上年增长67.17%，初步估计07年全年新闻纸出口量在26万吨左右。

2007年是仍新闻纸行业较低迷的一年，06年，晨鸣纸业新建40万吨新闻纸生产线和华泰第二条40万吨新闻纸生产线分别在06年10月和12月投产，在07年达产，新闻纸供给进一步加大，新闻纸产品供过于求加剧，07年上半年，新闻纸价格在低位徘徊，而07年全年，新闻纸的主要原料——进口废纸的价格持续上涨，上半年，新闻纸毛利率持续下降。07年，国家加大节能减排的环境保护治理力度，各地关闭小的文化纸生产企业，减少了市场的供给，同时，出口继续增加，再加上07年前9个月没有新的新闻生产线投产，新闻纸产能扩张有所缓解，供需矛盾缓和，加之原料价格的持续上涨和通货膨胀，新闻纸6月份开始提价，新闻纸价格的上涨，使产品毛利率水平和行业景气度开始启稳并略有回升。但供过于求的现状仍没有根本改变，新闻毛利率仍保持在低位水平。07年全年，公司新闻纸全年营业利润率比去年同期下降了7.11个百分点，文化用纸营业利润率也比去年同期下降了1.69个百分点。

表 1：2007 年主要产品经营情况（单位：万元）

分产品	营业收入	同比增长（%）	营业利润率（%）	营业利润率比上年增减
新闻纸	385558.61	45.34	19.09	减少 7.11 个百分点

文化纸	133992.01	26.33	12.99	减少 1.69 个百分点
化工产品	49142.57	38.05	38.05	减少 6.71 个百分点

数据来源：公司 2007 年年报

二、公司的增长潜力分析

（一）公司发展趋势分析

1、规模进入全球新闻纸行业的前列，横向扩张能力强

随着公司第二条年产 40 万吨新闻纸生产线的全面达产，公司新闻纸的年产能已达 120 万吨，相当于 2006 年国内新闻纸总产量的（375 万吨）32%。因此，这一生产线的投产，将使公司在国内新闻纸行业的龙头地位无人撼动，新闻纸产能也进入全球造纸企业的前列。

公司已计划与新会双水发电厂有限公司签订初步意向书，双方拟在广东银洲湖纸业基地组建合资企业，公司拟持有合资企业 70% 的股权。合资企业主要长期目标为年产新闻纸或高档文化纸 120 万吨，分二至三期进行建设，一期工程拟投资 25 亿元建设年产 40 万吨新闻纸生产线，计划在 08 年底完成。公司在广东沿海的这一产业布局，除满足广东沿海市场需求外，也有利于公司出口香港和东南亚市场。

目前，公司仍在通过增加高档文化纸的品种，继续扩大文化纸的经营规模和产品的盈利能力。2008 年 1 月 28 日，公司与斯道拉恩索合资项目——年产量 20 万吨的 SC 生产线已开业投产，该生产线是国内惟一专业生产 SC 的纸机，该项目将成为 08 年和 09 年公司的利润增长点。

07 年 10 月国家发改委在下发的《造纸产业发展政策》指出：支持国内企业通过兼并、联合、重组和扩建等形式，发展 10 左右 100 万吨至 300 万吨具有先进水平的制浆造纸企业，发展若干家年产 300 万吨以上跨地区、跨部门、跨所有制的、具有国际竞争力的大型制浆造纸企业集团。提高产业集中度，到 2010 年，排名前 30 制浆造纸企业纸及纸板产量之和占总产量的比重由目前的 32%（05 年）提高到 40%。

公司目前的经营规模，使公司在新闻纸行业的规模和竞争优势进一步巩固，行业中的龙头地位在相当长一段时期内无人撼动，公司行业领导者地位的确立，将使公司具有较强的横向扩张能力和对整个行业的驾驭能力，进行使公司成为产业整合的收益者。

完善产业链，增强公司产品的盈利能力

公司在未来几年，逐步完善“林-浆—纸”一体化的产业链，以提高公司产品的盈利能力。公司将通过参与安庆林纸一体化项目，提高原料的自我供给能力，该项目已与安庆市政府达成协议，公司投资控股 70%，该项目将建设 30 万吨木浆生产线，配套建设 240 万亩原料林

基地，这一项目的将满足公司未来发展的木浆需求，提高公司的产品的盈利能力。

2007 年公司通过向母公司定向增发股份收购母公司拥有的三家化工厂的全部股权和为三家公司提供电力和蒸汽的热电厂的股权，使公司产业链更加完整，盈利能力进一步提高，同时，公司还将进一步扩大化工产品的经营规模。以支撑公司经营业绩的持续增长，公司新建年产 50 万吨离子膜烧碱项目，（07 年公司烧碱的年生产能力为 18 万吨）项目建成后将大幅提高烧碱及副产品的经营规模，并成为 08 年和 08 年后的利润增长点。

（二）未来几年业绩预测

1、新闻纸行业的基本判断

与 07 年前 9 个月比，07 年 10 月后，新闻纸将进入新一轮的产能扩张，07 年 10 月，山鹰纸业 18 万吨新闻纸生产线投产（本项目是 30 万吨包装纸，也可年产 18 万吨新闻纸），年底山东省淄博神州万泰科纸业股份有限两台（共）年产 12 万吨的新闻纸生产线投产，08 年初广州造纸厂年产 35 万吨将投产，华泰新会年产 40 万吨新闻纸生产线也将计划在 08 年下半年投产，福建南纸新建 18 万吨/年低定量胶印新闻纸生产线计划在 08 年年底投产。从 07 年下半年到 09 年，将有共 123 万吨新闻纸生产陆续投产，尽管少数厂家，如岳阳纸业，新闻纸生产线已全部转产，08 年新闻纸行业的产能过剩的压力仍难缓解。另一方面，由于通胀的压力，07 年下半年，下游产品也开始涨价，下游行业的毛利率水平趋于稳定，我们预计，龙头企业的新闻纸产品盈利能力基本维持 07 年全年水平。

2、业绩预测

2008 年和今后几年，公司业绩的增长主要来自二个方面，一是纸产品产量和销售收入的 growth，2008 年新闻纸产量将达 110 万吨，文化纸产量和 SC 纸产量合计将达 35 万吨，全年机制纸产量将达 145 万吨，新闻纸盈利能力将基本维持 07 年全年水平，纸产品销量的增长加将提高公司业绩；二是化工产品经营规模的持续扩大，08 年，公司年产 50 万吨离子膜烧碱项目的一期年产 25 万吨烧碱项目将在 08 年投产，并成为 08 年和今后几年公司利润增长。我们预计，2008 年，公司实现营业收入、营业利润和归上市公司股东的净利润分别达 708214 万元、77570 万元和 58180.78 万元，每股收益 1.06 元。

（三）相对估值与投资建议

目前，华泰股份 2007 年静态市盈率和 2008 年动态市盈率分别是 31.45 倍和 26.83 倍，考虑到公司未来的成长性和公司的龙头地位，我们给予 08 年 30 倍的 PE，在目前价位维持持有评级。

表 2：造纸行业主要上市公司估值水平

代码	简称	2007 年每股 收益	08 年每股收益	收盘价(元) 2008-02-15	2007 年动 态市盈率	2008 年动 态市盈率
600963	岳阳纸业	0.276	0.462	22.88	82.90	49.50
00488	晨鸣纸业	0.579	0.637	18.66	32.23	29.30
600966	博汇纸业	0.600	1.142	25.44	42.38	22.29
002078	太阳纸业	1.045	1.338	41.5	39.71	31.03
600308	华泰股份	0.905	1.06	28.45	31.45	26.83

数据来源：广发证券发展研究中心

注：岳阳纸业、晨鸣纸业、太阳纸业和博汇纸业2007年业绩为预测值，2007年市盈率为动态市盈率。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。



相关研究报告

华泰股份年报点评	陆晓鸣	2007-01-16
G 华泰(600308.sh)	陆晓鸣	2006-02-07

广州		上海	
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼	
邮政编码	510075	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn		
服务热线	020-87555888-390		

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。