

华泰股份（600308）/造纸印刷
短期业绩承压，看好长期布局
评级：买入（维持）

市场价格：5.07元

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)	1168
流通股本(百万股)	1168
市价(元)	5.07
市值(百万元)	5,921.76
流通市值(百万元)	5,921.76

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	2.69	2.13	3.28
净资产收益率	9.28%	9.13%	11.25%	15.61%	15.37%
P/E	10.16	8.23	6.15	3.88	3.49
PEG	0.0	1.2	0.2	0.1	0.3
P/B	0.93	0.75	0.69	0.60	0.53

备注：

投资要点

- **事件：**华泰股份发布2019年一季报，2019Q1公司实现营收31.78亿元，同比下降13.54%；实现归母净利润1.02亿元，同比下降39.06%；实现扣非后归母净利润0.94亿元，同比下降41.22%。
- **纸价下行，毛利率同比下滑。**2019Q1公司毛利率为10.62%，同比下滑3.23pct。毛利率下滑主要系纸价下行所致。2019年一季度末铜版纸/白卡纸/双胶纸/瓦楞纸市场均价分别为5532/4850/5916/3636元/吨，同比分别下跌23.30%/26.28%/19.65%/4.43%。受毛利率下行影响，公司2019Q1净利率为3.06%，同比下滑1.43pct。
- **费用率同比下降，现金流好转。**2019Q1公司销售费用率为2.52%，同比下降0.42pct，系销售管控结果；管理费用（含研发费用）率2.51%，同比下降0.67pct，系人工费及折旧减少所致；财务费用率1.25%，同比增加0.01pct；经营活动产生的现金流量净额2.84亿元，同比增加136.87%，系销售商品提供劳务收到的现金增加。一季度末公司期末存货15.68亿元（期初15.43亿元）。公司期末应收账款为21.50亿元，同比下降3.79%。2019Q1公司存货周转天数49.29（2018Q1为35.49天），应收账款周转天数26.53天（2018Q1为25.52天）。
- **外废配额改善盈利能力，继续布局化工产业。**2019年3月底，公司已获得74万吨外废配额，占2018年全年外废配额82%。外废配额充足有望缓解公司成本端压力，在新闻纸价格提升的同时，改善公司盈利。2016年公司非公开募集资金预计6.29亿元，用于建造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。2019年公司精细化工有机合成中间体及配套项目投产后，预计可实现销售收入9356万元，税前利润1882万元。
- **投资建议：**假设公司间苯二胺产能于2020年投放，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%、11.0%。对应EPS 0.82、1.31、1.45元。维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动风险、业务拓展不达预期风险、行业竞争加剧风险

图表 1: 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	1651.85	1796.96	1974.31
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	经营活动现金流净额	1397.51	3142.53	2489.95	3825.04
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	投资活动现金流净额	-559.76	-1880.15	-2220.05	-3190.07
营业利润	912.52	1224.68	1955.80	2170.94	短期借款	-199.25	-1851.84	0.00	0.00
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
利润总额	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	-203.16	-216.84	-290.04	-460.39
净利润	720.43	965.39	1534.10	1701.13	其他	-198.27	191.06	-345.24	-429.71
少数股东损益	1.37	3.58	7.40	6.74	筹资活动现金流净额	-1024.62	-1577.62	-285.28	-490.10
归属母公司股东净利润	719.07	961.80	1526.71	1694.39	现金流量净额	-191.13	-315.24	-15.38	144.87
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	1182.20	1166.82	1311.69	成长能力				
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%	50.51%	28.96%	10.81%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	7621.17	7526.05	7603.31	8420.74	毛利率	14.74%	15.02%	17.66%	17.09%
无形资产和开发支出	586.26	1079.74	1655.71	2314.19	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%
资产总计	14072.87	16342.43	18537.89	21194.51	ROE	9.13%	11.25%	15.61%	15.37%
短期借款	2051.84	200.00	200.00	200.00	ROA	5.12%	5.91%	8.28%	8.03%
应付和预收款项	2381.22	4889.50	5621.17	6799.71	ROIC	8.32%	10.43%	14.16%	13.39%
长期借款	1027.27	1327.27	1677.27	2077.27	EBITDA/销售收入	13.78%	18.21%	20.22%	19.05%
其他负债	717.94	1342.79	1212.51	1049.86	营运能力				
负债合计	6178.28	7759.55	8710.96	10126.83	总资产周转率	1.04	1.11	1.12	1.16
股本	1167.56	1167.56	1167.56	1167.56	固定资产周转率	2.12	2.64	3.26	3.98
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	4951.17	6187.84	7421.83	存货周转率	9.34	9.62	9.76	9.53
归属母公司股东权益	7677.80	8362.50	9599.16	10833.16	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	资本结构				
股东权益合计	7894.60	8582.88	9826.94	11067.67	资产负债率	43.90%	47.48%	46.99%	47.78%
负债和股东权益合计	14072.87	16342.43	18537.89	21194.51	带息债务/总负债	49.84%	19.68%	21.55%	22.49%
					流动比率	1.10	1.15	1.24	1.20
					速动比率	0.79	0.93	0.99	0.97
					股利支付率	28.25%	22.55%	19.00%	27.17%
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E	每股指标				
EBITDA	2034.11	3061.45	3948.00	4374.95	每股收益	0.62	0.82	1.31	1.45
PE	8.23	6.15	3.88	3.49	每股净资产	6.76	7.35	8.42	9.48
PB	0.75	0.69	0.60	0.53	每股经营现金	1.20	2.69	2.13	3.28
PS	0.40	0.35	0.30	0.26	每股股利	0.17	0.19	0.25	0.39
EV/EBITDA	3.81	2.44	2.09	2.05					
股息率	3.43%	3.66%	4.90%	7.78%					

来源: 中泰证券研究所

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。