

强烈推荐-A (首次)

华泰股份 600308.SH

目标估值: NA  
 当前股价: 7.56 元  
 2017年09月13日

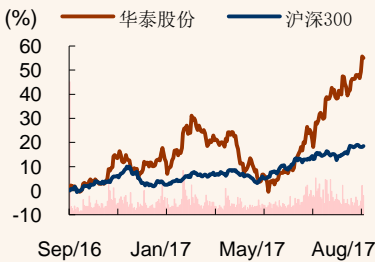
新闻纸王者归来, 离子膜烧碱景气抬升

基础数据

|            |          |
|------------|----------|
| 上证综指       | 3379     |
| 总股本(万股)    | 116756   |
| 已上市流通股(万股) | 116756   |
| 总市值(亿元)    | 88       |
| 流通市值(亿元)   | 88       |
| 每股净资产(MRQ) | 5.8      |
| ROE(TTM)   | 6.0      |
| 资产负债率      | 54.4%    |
| 主要股东       | 华泰集团有限公司 |
| 主要股东持股比例   | 35.64%   |

股价表现

|      |    |    |     |
|------|----|----|-----|
| %    | 1m | 6m | 12m |
| 绝对表现 | 12 | 31 | 52  |
| 相对表现 | 6  | 19 | 35  |



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

郑恺

zhengkai1@cmschina.com.cn  
 S1090514040003

濮冬燕

pudy@cmschina.com.cn  
 S1090511040031

李宏鹏

lihongpeng@cmschina.com.cn  
 S1090515090001

研究助理: 郭庆龙

guoqinglong@cmschina.com.cn

公司在造纸板块中估值较低, 前期涨幅较小, 存在一定预期差, 1) 新闻纸全行业的景气复苏高于预期; 2) 公司离子膜烧碱的弹性大; 3) 公司折旧比例全行业最高; 4) 在行业高景气背景下, 公司 PB 较低, 前期涨幅较少。公司 17、18 年净利润分别 6.5、7.5 亿元, PE13.7、11.8, 首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级。

- **新闻纸行业景气度抬升, 存在严重预期差:** 新闻纸从年初的 4000 元/吨, 上涨至目前的 5500 元/吨。第一, 报媒的出版需求依然强劲, 人民日报的发行量已超 300 万份为近 30 年最高。《求是》17 年订阅发行量达 172.9 万份, 较 16 年增加 14.7 万份。第二, 行业去产能效果明显, 我国大规模生产新闻纸的纸厂从 2012 年的近 20 家, 大幅缩减为仅存的 5 家。第三, 原材料美废 #8 进口收紧, 固废紧俏, 原材料短缺限制行业产量, 推升行业景气度。
- **离子膜烧碱景气度高于 PVC, 价格暴涨业绩弹性大:** 离子膜烧碱的价格自 16 年初快速上涨, 32%离子膜烧碱突破 1000 元/吨, 触及十年高点, 电解氯化钠制烧碱产生副产物氯气。一旦氯气的下游不及烧碱的下游景气, 烧碱产能无法扩出, 价格便会持续高企, 目前烧碱的主要下游氧化铝需求旺盛, 而氯气主要下游 PVC 则相对清淡, 烧碱扩产受限, 氯气消化能力成行业胜负手。东营石油化工发达, 兼有杜邦等国际化工企业, 产业集群助力公司液氯出清。
- **定向增发加码精细化工, 提高公司盈利水平。** 公司前期公告预案, 定向增发 9.3 亿元, 大股东认购 1 亿元, 用于精细化工有机合成中间体及配套项目, 根据估计项目建成后预计税前利润 1.88 亿元。有望为公司共享新的盈利增长点。
- **低估值&小涨幅新闻纸龙头, 首次覆盖给予“强烈推荐-A”投资评级。** 我们认为公司存在较大预期差, 1) 新闻纸全行业的景气复苏高于预期; 2) 公司离子膜烧碱的弹性大; 3) 公司折旧比例全行业最高, 业绩扎实; 4) 在行业高景气背景下, 公司 PB 较低, 前期涨幅较少。预计公司 2017-2019 年净利润分别为 6.45 亿元、7.48 亿元、8.04 亿元, 同比增长率分别为 255%、16%、7%, PE 分别为 13.7、11.8、11 倍, 首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级。

□ **风险提示:** 宏观经济大幅下行, 行业景气度下行, 行业政策发生重大改变

| 会计年度      | 2015  | 2016  | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 9417  | 10810 | 13940 | 14561 | 14504 |
| 同比增长      | 2%    | 15%   | 29%   | 4%    | -0%   |
| 营业利润(百万元) | (136) | 159   | 908   | 1074  | 1165  |
| 同比增长      | -7%   | -217% | 469%  | 18%   | 8%    |
| 净利润(百万元)  | 65    | 182   | 645   | 748   | 804   |
| 同比增长      | 7%    | 182%  | 255%  | 16%   | 7%    |
| 每股收益(元)   | 0.06  | 0.16  | 0.55  | 0.64  | 0.69  |
| PE        | 136.7 | 48.5  | 13.7  | 11.8  | 11.0  |
| PB        | 1.4   | 1.4   | 1.3   | 1.2   | 1.1   |

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 一 老树新花：新闻纸及离子膜烧碱景气抬升 .....       | 6  |
| 1.1 造纸业务板块：新闻纸景气度强势复苏 .....      | 7  |
| （一）淘汰落后产能助力新闻纸景气复苏 .....         | 7  |
| （二）报媒需求刚性，原材料短缺推涨纸价 .....        | 9  |
| 1.2 化工业务板块：离子膜烧碱成为最大看点 .....     | 10 |
| （一）离子膜烧碱是公司化工业务板块的最大看点 .....     | 11 |
| （二）处理液氯成核心胜负手，化工产业集群区位优势凸显 ..... | 13 |
| 1.3 纸浆业务板块：溶解浆价格高启需待新增产能平复 ..... | 15 |
| 二 行业景气助力业绩抬升，定增提供新增长点 .....      | 17 |
| 2.1 增持彰显管理层信心 .....              | 17 |
| 2.2 公司收入保持平稳，利润呈上涨趋势 .....       | 18 |
| 2.3 公司三大主业盈利能力呈上升趋势 .....        | 18 |
| （一）纸价上行助力公司造纸业务复苏 .....          | 19 |
| 2.3.1 新闻纸-传统新闻纸龙头企业 .....        | 19 |
| 2.3.2 文化纸-受益行业景气度，毛利率上行 .....    | 20 |
| 2.2.3 铜版纸-收购紫兴商标，打通销售渠道 .....    | 21 |
| 2.2.4 瓦楞纸-转产完成，产能迅速攀升 .....      | 21 |
| （二）离子膜烧碱为化工业务提供利润弹性 .....        | 22 |
| （三）溶解浆业务受益于产品涨价 .....            | 22 |
| 2.4 低费用率和快周转彰显公司运营效率 .....       | 23 |
| 2.5 折旧比例行业最高 .....               | 23 |
| 2.6 定增加码精细化工，提高公司盈利水平 .....      | 24 |
| 三 低估值&小涨幅，首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级 ..... | 25 |
| 3.1 低估值提供安全边际 .....              | 25 |
| 3.2 造纸行情启动后相对少的涨幅 .....          | 25 |

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 3.3 行业景气抬升，首次覆盖给予“强烈推荐”评级 ..... | 26 |
|---------------------------------|----|

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图 1: 造纸行业的产业链图谱 .....                  | 6  |
| 图 2: 溶解浆造纸行业的产业链图谱 .....               | 6  |
| 图 3: 离子膜烧碱行业的产业链图谱 .....               | 6  |
| 图 4: 16 年下半年以来纸价持续抬升 .....             | 7  |
| 图 5: 报纸总印数在 2013 年迎来拐点 .....           | 8  |
| 图 6: 2009 年起新闻纸的生产和销售持续大幅下行 .....      | 8  |
| 图 7: 2013 年至 2015 年全国淘汰落后造纸产能的分布 ..... | 8  |
| 图 8: 新闻纸价格持续上行 .....                   | 9  |
| 图 9: 国废价格持续上行 .....                    | 10 |
| 图 10: 美废进口额度短缺致 8 号价格回落 .....          | 10 |
| 图 11: 离子膜烧碱价格持续上行 .....                | 10 |
| 图 12: 氯碱工业（离子膜法）工艺流程示意图 .....          | 11 |
| 图 13: 离子膜烧碱下游需求结构 .....                | 11 |
| 图 14: 基建加码对冲固定资产投资增速下行 .....           | 12 |
| 图 15: 铝价自 2015 年 11 月起触底后大幅反弹 .....    | 12 |
| 图 16: 纺织业市场规模稳步扩大 .....                | 12 |
| 图 17: 造纸及纸制品业市场规模稳步扩大 .....            | 12 |
| 图 18: 2011-2016 年我国烧碱产量和消费量稳中有升 .....  | 13 |
| 图 19: 离子膜烧碱价格触及十年来高点 .....             | 13 |
| 图 20: 电解饱和氯化钠溶液的化学方程式 .....            | 13 |
| 图 21: 氯碱工业的公制电化单位成本公式 .....            | 13 |
| 图 22: PVC 是液氯下游需求的主要来源 .....           | 13 |
| 图 23: 2014 年开始 PVC 产量和表观消费量增长停滞 .....  | 14 |

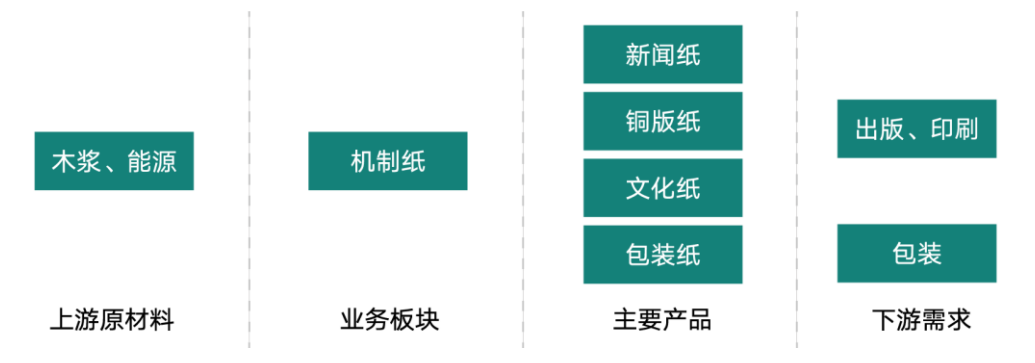
|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 图 24: 液氯价格萎靡不振, 维持低位震荡 .....      | 14 |
| 图 25: 溶解浆与粘胶短纤产业链示意图 .....        | 15 |
| 图 26: 中国加入世贸组织以来服装产量大幅上升 .....    | 15 |
| 图 27: 2016 年二季度起棉花价格企稳回升 .....    | 16 |
| 图 28: 我国棉花种植面积逐年下降 .....          | 16 |
| 图 29: 公司自 1976 年来的历史沿革 .....      | 17 |
| 图 30: 华泰集团为公司的第一大股东 .....         | 18 |
| 图 31: 公司营业收入及同比变化 .....           | 18 |
| 图 32: 公司净利润及同比变化 .....            | 18 |
| 图 33: 各板块营业收入占比 .....             | 19 |
| 图 34: 机制纸产量、销量和库存 .....           | 19 |
| 图 35: 机制纸业务的营业收入及毛利率 .....        | 19 |
| 图 36: 公司本部 76 万吨新闻纸产能完成转产改造 ..... | 20 |
| 图 37: 新闻纸业务产能及产量收缩 .....          | 20 |
| 图 38: 新闻纸业务毛利率提升 .....            | 20 |
| 图 39: 文化纸纸机线完成改造, 产量增加 .....      | 21 |
| 图 40: 文化纸业务毛利率企稳回升 .....          | 21 |
| 图 41: 铜版纸产能平稳, 渠道打通有望促进产量上行 ..... | 21 |
| 图 42: 铜版纸业务毛利率上升 .....            | 21 |
| 图 43: 瓦楞纸纸机线完成改造, 产量增加 .....      | 22 |
| 图 44: 瓦楞纸业务毛利率抬升 .....            | 22 |
| 图 45: 化工行业营业收入及同比变化 .....         | 22 |
| 图 46: 化工业务规模日益扩大, 成为公司第二主业 .....  | 22 |
| 图 47: 纸浆业务营业收入及同比变化 .....         | 23 |
| 图 48: 溶解浆受益行业景气, 毛利率有望进一步提高 ..... | 23 |
| 图 49: 公司营业费用处于同行业较低水平(17H1) ..... | 23 |

|  |    |
|--|----|
| 图 50: 公司存货周转率处于同行业较高水平(17H1) .....             | 23 |
| 图 51: 华泰股份折旧比例高于同行业 .....                      | 24 |
| 图 52: 公司与其它造纸企业相比估值较低 .....                    | 25 |
| 图 53: 公司与其他纸业上市公司相比前期涨幅较小 .....                | 26 |
| <br>   |    |
| 表 1: 2014 年-2016 年广东、浙江和四川三省涉及新闻纸产能淘汰的企业 ..... | 8  |
| 表 2: 17 年前 7 个月新闻纸产量累计同比-12.4% .....           | 9  |
| 表 3: 全国溶解浆产能分布 (单位: 万吨) .....                  | 16 |
| 表 4: 公司非公开发行股票的情况 .....                        | 24 |
| 表 5: 公司非公开发行股票的募投项目的情况 .....                   | 24 |
| <br>   |    |
| 附: 财务预测表 .....                                 | 27 |

## 一 老树新花：新闻纸及离子膜烧碱景气抬升

公司拥有机制纸、纸浆和化工三大业务板块，它们分别属于不同的子行业。公司造纸板块的产品主要是新闻纸、铜版纸、文化纸、包装纸等，其上游主要为木浆和能源，下游需求主要包括出版印刷、文教办公和包装运输等。

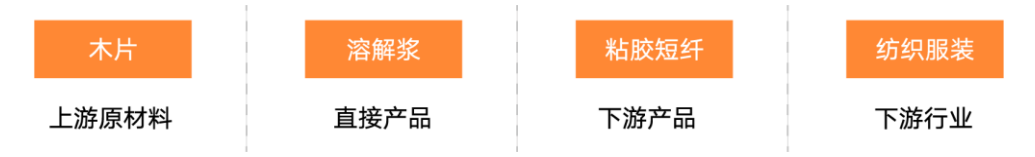
图 1：造纸行业的产业链图谱



资料来源：公开信息，招商证券

纸浆业务板块的主要产品为溶解浆，其上游原材料以木片为主，下游产品为粘胶短纤，主要用于纺织服装行业，是棉花等天然纤维和涤纶、氨纶等化纤的优质替代品。

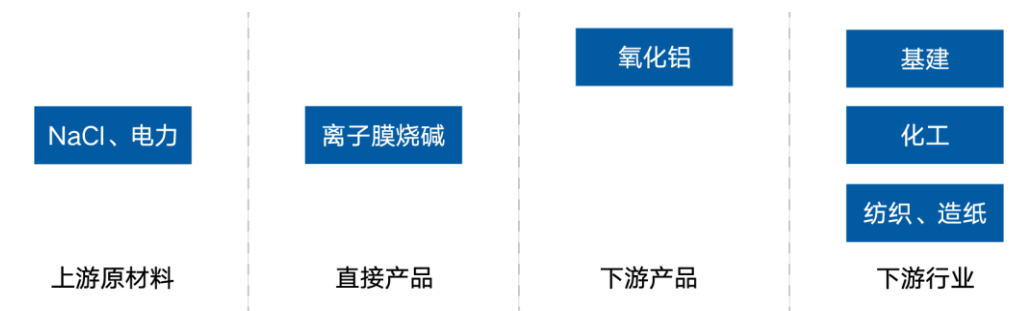
图 2：溶解浆造纸行业的产业链图谱



资料来源：公开信息，招商证券

化工业务板块已逐步成为公司的第二大支柱产业，公司化工业务板块的主要外销产品是离子膜烧碱。氯化钠和电力成本是其生产成本的主要构成；离子膜烧碱的主要下游应用是生产氧化铝工业，氧化铝在房地产和基建化工领域的应用非广泛，除此之外，离子膜烧碱也是化工、纺织和造纸行业的重要原材料。

图 3：离子膜烧碱行业的产业链图谱

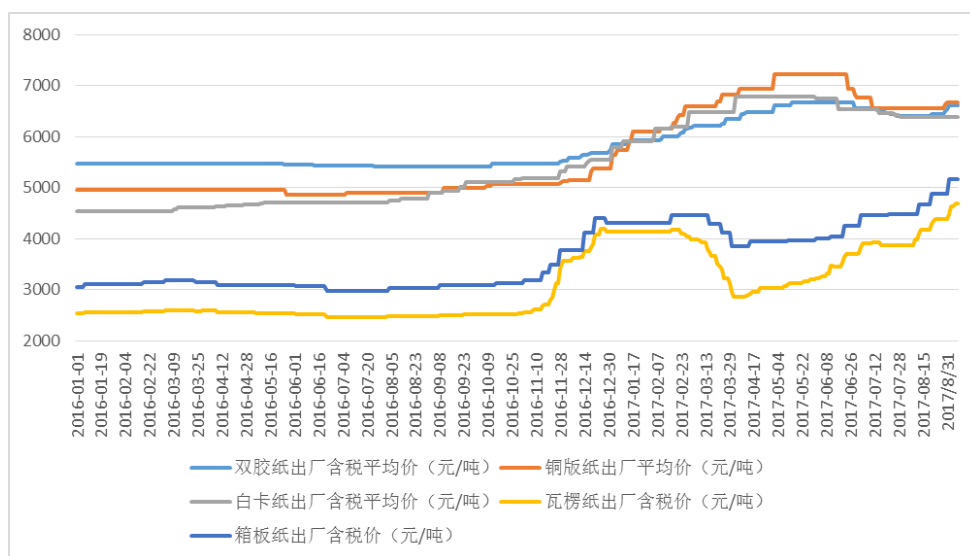


资料来源：公开信息，招商证券

## 1.1 造纸业务板块：新闻纸景气度强势复苏

16年下半年纸价持续上行，主要源于在2012-2015年间行业利润率极低的情况下新增的产能减少，主流纸企的固定资产投放科目趋少，行业经历了经济因素叠加环保因素的去产能，白卡纸、灰底白板纸、牛卡纸、瓦楞纸等纸种均有较大幅度的上涨。2016年年末至今，甚至出现了下游包装印刷企业现金囤纸、纸厂库存大幅下降、“一天一价”的行业火爆局面，然而在全行业各纸种竞相提价的过程中，新闻纸这一传统纸种却被人们所遗忘，存在严重的预期差。

图 4：16 年下半年以来纸价持续抬升



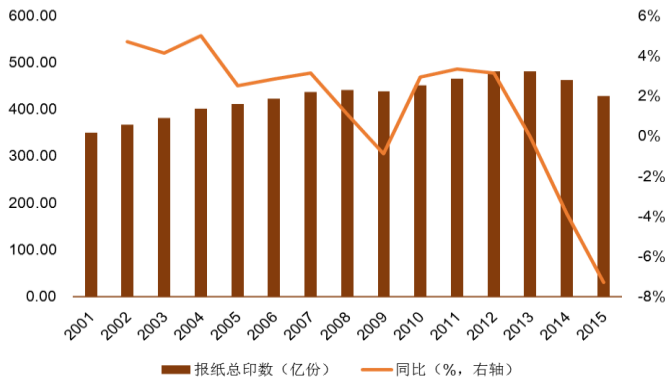
资料来源：WIND，招商证券

### （一）淘汰落后产能助力新闻纸景气复苏

新闻纸的主要应用于报刊和书籍，受新媒体无纸化趋势的影响，报刊的发行量逐年走低，带动新闻纸需求量的下降。自2009年起，我国新闻纸的生产和销售持续下行，并且下降幅度较大，2016年全国新闻纸生产和消费量分别为260万吨和263万吨，同比分别下降13%和12%。由于新媒体的快速发展，报纸的发行量自13年开始逐年下滑，行业产销量逐年下滑，市场对于新闻纸这一传统纸种的看法趋向谨慎。

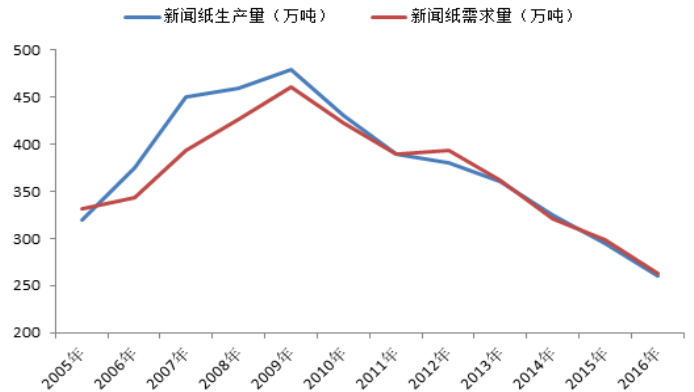


图 5: 报纸总印数在 2013 年迎来拐点



资料来源: WIND, 招商证券

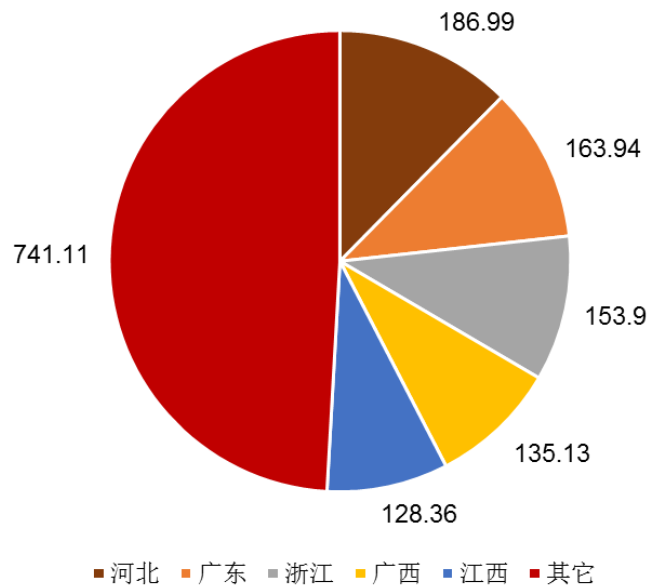
图 6: 2009 年起新闻纸的生产和销售持续大幅下行



资料来源: WIND, 招商证券

为了适应市场供需的变化,同时响应国家淘汰落后、污染产能的政策,新闻纸产业开始“去产能”。新闻纸的传统龙头企业山东华泰股份主动改造 35 万吨新闻纸生产线,保留本部 45 万吨产能、广东华泰 20 万吨产能、河北华泰 30 万吨产能;广纸集团的新闻纸 5# 生产线也已经完成转产,除了大型纸企之外,新闻纸的零散产能位列“淘汰落后产能”名录内。最近 5 年间,我国大规模生产新闻纸的纸厂从 2012 年的近 20 家,大幅缩减为仅存的 5 家

图 7: 2013 年至 2015 年全国淘汰落后造纸产能的分布



资料来源: WIND, 招商证券

表 1: 2014 年-2016 年广东、浙江和四川三省涉及新闻纸产能淘汰的企业

| 年份   | 省份 | 市县 | 企业名称        | 淘汰产能 (万吨) |
|------|----|----|-------------|-----------|
| 2014 | 广东 | 茂名 | 电白县双峰纸业有限公司 | 2.38      |
| 2016 | 广东 | 茂名 | 茂名市华洁纸业有限公司 | 0.15      |
| 2016 | 广东 | 梅州 | 兴宁市雄丰造纸厂    | 3.00      |
| 2016 | 广东 | 梅州 | 兴宁市大岭造纸厂    | 0.39      |



|      |    |    |              |      |
|------|----|----|--------------|------|
| 2016 | 广东 | 云浮 | 新兴县祥伟纸业有限公司  | 1.60 |
| 2015 | 浙江 | 台州 | 台州市椒江三甲繁荣制品厂 | 0.70 |
| 2015 | 四川 | 合江 | 合江县新盛纸箱包装材料厂 | 1.50 |

资料来源：相关政府门户网站，招商证券

据中商产业研究院大数据库数据显示，2017年1-7月，中国新闻纸行业累计产量160.4万吨，同比下降12.4%，行业去产能驱动产量下降。

表 2: 17 年前 7 个月新闻纸产量累计同比-12.4%

| 日期    | 当月产量(万吨) | 累计产量(万吨) | 累计同比(%) |
|-------|----------|----------|---------|
| 17年7月 | 24       | 160.4    | -12.4   |
| 17年6月 | 25       | 136.4    | -13.1   |
| 17年5月 | 25.5     | 111.1    | -16.8   |
| 17年4月 | 23.6     | 85.3     | -20.5   |
| 17年3月 | 22.8     | 61.6     | -16.6   |
| 17年2月 | -        | 38.8     | -20.5   |

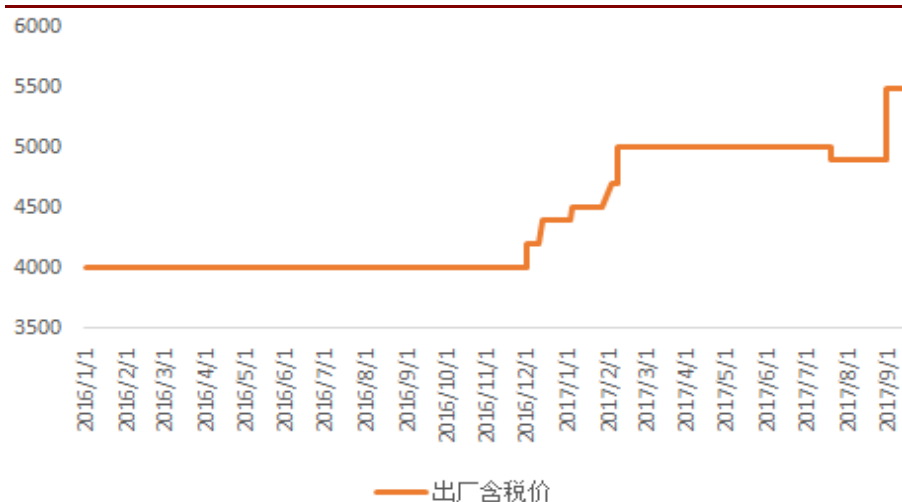
资料来源：中商情报网，招商证券

## (二) 报媒需求刚性，原材料短缺推涨纸价

但是值得关注的是，尽管纸媒的生存承压，报媒的出版需求依然强劲。中央历来重视报媒的发行工作，2016年10月19日，中共中央办公厅还发出《关于做好2017年度《人民日报》、《求是》杂志发行工作，进一步规范报刊发行秩序的通知》，要求做好《人民日报》和《求是》杂志的发行工作。目前，人民日报的发行量已超300万份，达到近三十年来的最高水平，并实现连续十几年的稳定增长。《求是》杂志2017年订阅读发行量已达172.9万份，比2016年大增14.7万份，实现21年稳中有升。

受到“去产能”等政策的影响，新闻纸价格也出乎意料的景气。9月6日“中央有关新闻单位及新闻纸厂商市场信息交流座谈会”举办，人民日报社、新华社、解放军报社、光明日报社等报媒与行业企业华泰纸业、晨鸣纸业、广纸集团等探讨新闻纸供应短缺。新闻纸短缺致使价格持续上行，从年初的4000元/吨，经过几轮上涨后现在已到每吨5500元，上涨了37.5%，目前全国的产量达不到我国报业的需求量。

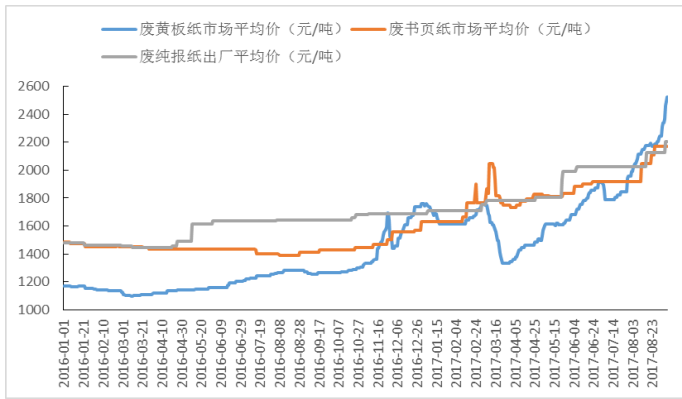
图 8: 新闻纸价格持续上行



资料来源：卓创资讯，招商证券

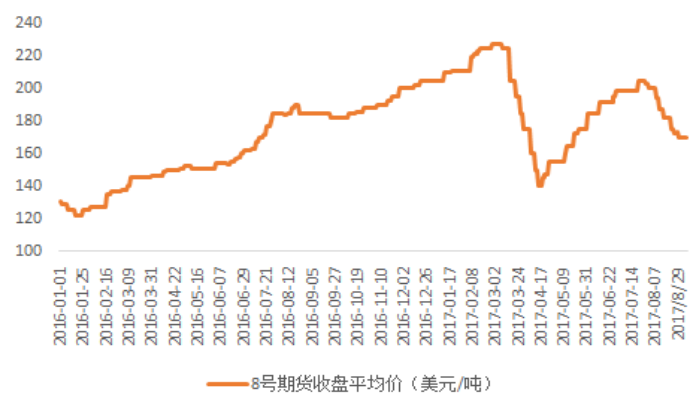
原材料供应不足主推新闻纸短缺。新闻纸生产以 8 号美废和国废为原材料，2017 年 7 月 27 日，国务院办公厅印发《禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》；2017 年 8 月 10 日，国家环保部正式发布《进口可用作原料的固体废物环境保护控制标准（征求意见稿）》，目前行业内部废纸进口额度趋近，与此同时国产废纸价格持续上行，行业面临原材料的压力较大。废纸进口受限，各纸厂原材料趋于紧张，一定程度上推涨了新闻纸价格！

图 9：国废价格持续上行



资料来源：卓创资讯，招商证券

图 10：美废进口额度短缺致 8 号价格回落

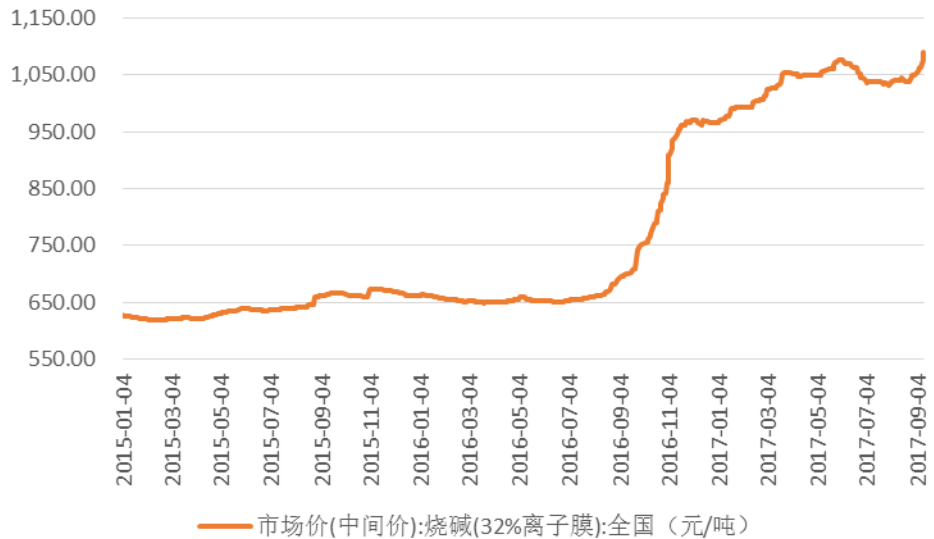


资料来源：卓创资讯，招商证券

## 1.2 化工业务板块：离子膜烧碱成为最大看点

公司的化工主业主要看点是离子膜烧碱，离子膜烧碱的价格 2016 年 7-8 月间的 650 元/吨上涨到目前的 1089 元/吨，涨幅为 67.53%，且目前仍处于上涨周期，离子膜烧碱行业处于高景气状态。

图 11：离子膜烧碱价格持续上行



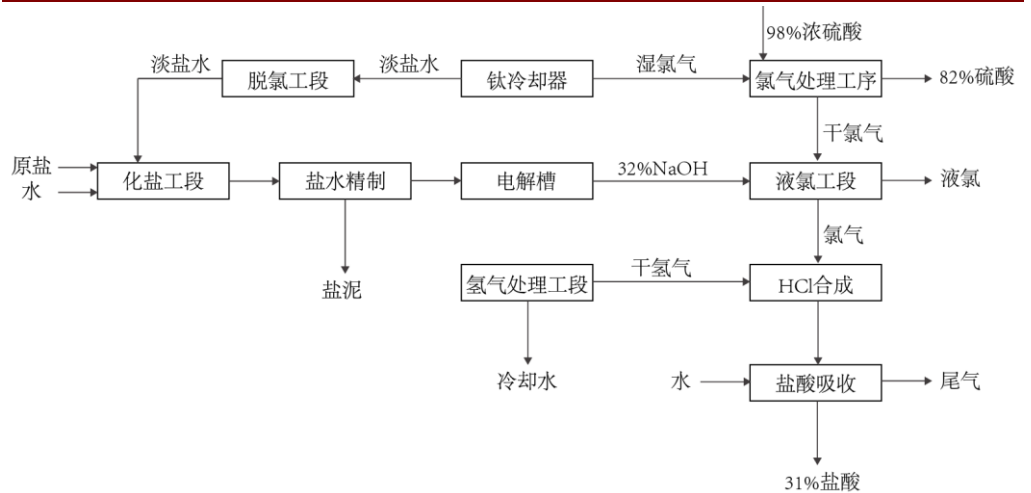
资料来源：wind，招商证券

(一) 离子膜烧碱是公司化工业务板块的最大看点

氯碱工业是现代化学工业中规模最大的部门。电解饱和氯化钠溶液后可以获得烧碱、氢气和氯气，它们均为基本化工原料，广泛适用于化工、冶金、轻工、纺织等工业部门。

现代化学工业中，电解饱和氯化钠溶液的工艺又能够细分为水银法、隔膜法和离子膜法三种工艺。离子膜法因具有能源消耗低、操作成本低、环境污染小、烧碱产品纯度高等优点，已然成为了全球氯碱工业的首选工艺。根据行业协会的统计，2014 年底全国烧碱产能 3910 万吨，其中离子膜烧碱 3742 万吨，占比达到 96%。

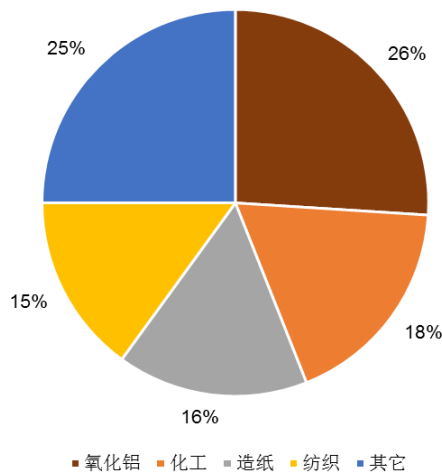
图 12: 氯碱工业（离子膜法）工艺流程示意图



资料来源：中国知网，招商证券

氯碱工业的产物之一是烧碱，其又名氢氧化钠、苛性钠，是一种基本无机化工产品。它广泛应用于造纸、纺织、印染、搪瓷、医药、农药等工业部门，同时烧碱也用于氧化铝的提取和金属制品的加工。在烧碱的下游需求中，氧化铝消费占比 26%，化工行业占比 18%，造纸和纺织行业分别占比 16%和 15%，它们合计占烧碱消费量的 75%，构成烧碱下游的主要需求。

图 13: 离子膜烧碱下游需求结构

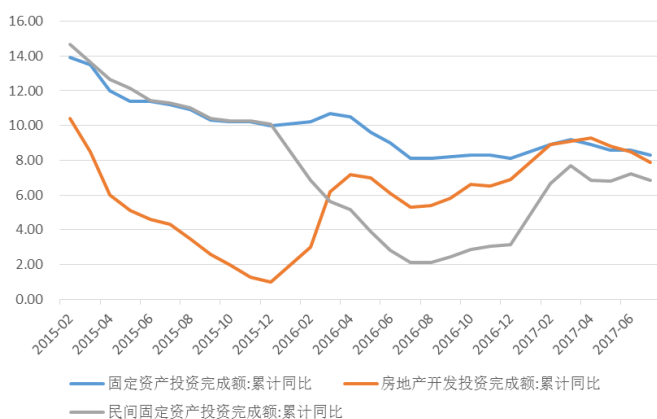


资料来源：中国知网，招商证券

氧化铝是烧碱下游需求中最大的组成部分，其在工业上是电解铝的主要原材料。电解铝的下游需求主要包括基建、房地产、汽车工业等。2015 年年末起，民间固定资产投资增速大幅下滑，而固定资产投资增速相对保持稳定，这表明政府通过加码基础设施建设对冲民间固定资产投资增速下行带来的负面影响。与此同时，由于 2015 年下半年起房地产市场的景气，房地产开发投资增速也明显上升。

大规模的基础设施建设和房地产开发提振了铝材的需求，铝价自 2015 年 11 月触及 9550 元/吨的低点后大幅反弹，目前维持在 14700 元/吨的价格。作为氧化铝的上游原材料，铝材和氧化铝的旺盛需求推高了市场对离子膜烧碱的需求水平。

图 14: 基建加码对冲固定资产投资增速下行



资料来源: WIND, 招商证券

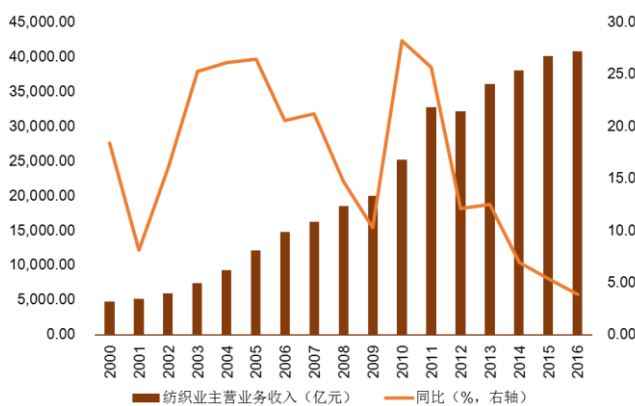
图 15: 铝价自 2015 年 11 月起触底后大幅反弹



资料来源: WIND, 招商证券

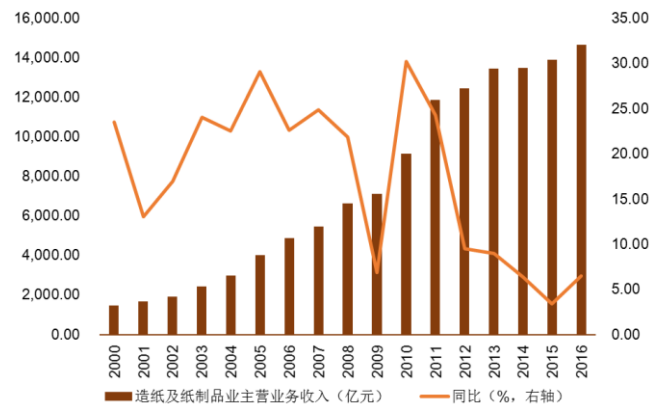
烧碱在造纸和纺织工业中也有广泛的应用。在造纸工业中，烧碱作为蒸煮液来除去原料中的木质素、碳水化合物和树脂等，并中和其中的有机酸，提升纸浆的质量。在纺织工业中，烧碱主要用于印染和制取粘胶液。在内需和出口的双重拉动下，我国造纸和纺织工业的市场规模巨大，近年来呈现出稳中有升的趋势，成为烧碱需求增长的中坚力量。

图 16: 纺织业市场规模稳步扩大



资料来源: WIND, 招商证券

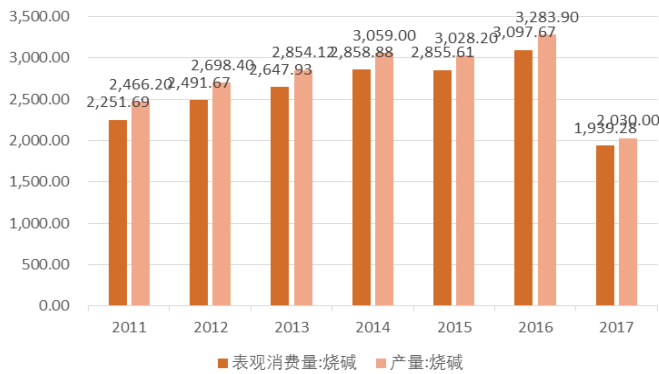
图 17: 造纸及纸制品业市场规模稳步扩大



资料来源: WIND, 招商证券

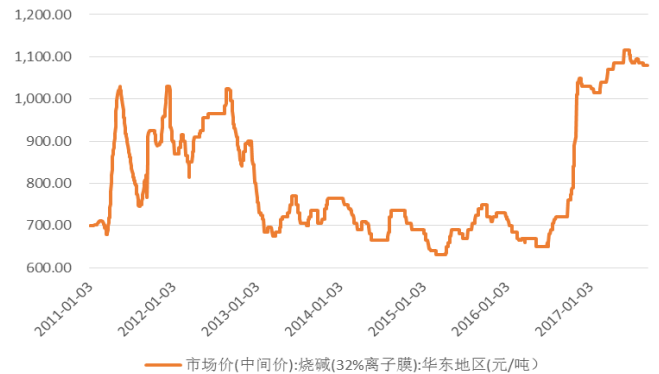
近几年来，我国烧碱的产量和消费量稳中有升。2016 年我国烧碱的产量为 3284 万吨，表观消费量为 3097 万吨。2011 年至 2016 年产量和表观消费量复合年均增长率分别为 5.9% 和 6.4%。离子膜烧碱的价格自 2016 年初起快速上涨，已经触及十年高点。

图 18: 2011-2016 年我国烧碱产量和消费量稳中有升



资料来源: WIND, 中国产业信息网, 招商证券

图 19: 离子膜烧碱价格触及十年来高点

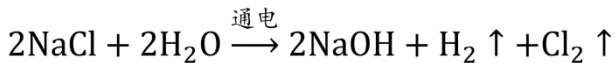


资料来源: WIND, 招商证券

## (二) 处理液氯成核心胜负手, 化工产业集群区位优势凸显

电解饱和氯化钠溶液制备烧碱的过程中, 会产生副产物氯气和氢气。氯气是一种具有强烈刺激性气味的剧毒气体。根据理论计算, 每生产 1.13 吨的烧碱同步生产出 1 吨的液氯。随着烧碱产量的逐年扩张, 液氯的产量也在同步逐年提升。由于氯气是剧毒气体, 不能直接向外排放, 储存的难度也较高, 因此氯碱工业通常需要有相应规模的耗氯化工消耗其产生的氯气。

图 20: 电解饱和氯化钠溶液的化学方程式



资料来源: WIND, 中国产业信息网, 招商证券

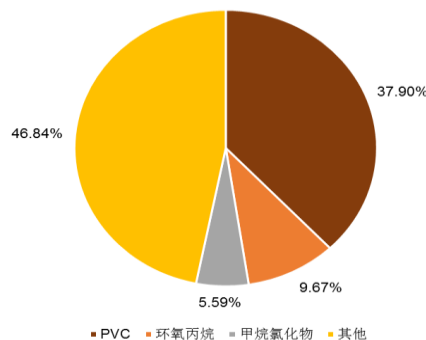
图 21: 氯碱工业的公制电化单位成本公式

$$1\text{ECU} = 1.13\text{NaOH} + 1\text{Cl}_2$$

资料来源: WIND, 招商证券

液氯具有漂白、消毒的作用, 其在工业上的主要用途则是生产聚氯乙烯 (PVC) 等下游化工产品。生产 PVC 消耗的液氯占全国液氯表观消费量的 39.70%。液氯的其它下游需求还包括制备环氧丙烷和甲烷氯化物 (主要为氯仿、四氯化碳等有机溶剂) 等, 环氧丙烷和甲烷氯化物生产过程中消耗的液氯分别占到表观消费量的 9.67% 和 5.59%。

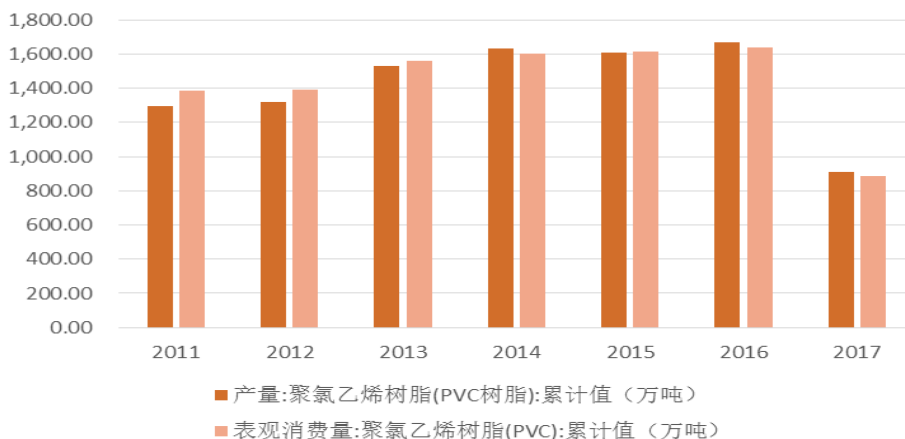
图 22: PVC 是液氯下游需求的主要来源



资料来源: 卓创咨询, 招商证券

2014年起,我国PVC的产量和表观消费量的增长均陷入了停滞。2014年至2016年,我国PVC产量分别为1630万吨、1609万吨和1669万吨,表观消费量分别为1603万吨、1616万吨和1639万吨。

图 23: 2014 年开始 PVC 产量和表观消费量增长停滞



资料来源: WIND, 招商证券

液氯下游需求萎靡,处理液氯的能力成为本轮烧碱行情中的胜负手。自2011年起,液氯价格开始一蹶不振,保持低位震荡。2015年以来,氯碱工业的大省山东烧碱产能持续增加,液氯产量同步提升,但是没有新增下游耗氯产品项目。这导致液氯产能过剩的情况愈发严重,甚至出现了液氯白送、倒贴运费的现象。氯碱工业企业若不能出清液氯,就不能增产烧碱,因此在本轮烧碱行情中,打通下游液氯出清渠道成为了胜负手。山东东营境内拥有胜利油田80%的石油地质储量和85%的产量,年原油产量稳定在2700万吨,中海油在渤海湾地区年产2000万吨原油,大部分也在东营中转,东营石油炼化能力达到6900万吨,是全国地炼能力最大的地级市,山东省前100强企业中,东营化工企业占据了17席。除了本土企业,国际巨头杜邦集团在东营拥有20万吨钛白粉产能,大量的化工企业集群让华泰液氯容易消化,依靠区位优势,占据了液氯出清渠道的优势。

图 24: 液氯价格萎靡不振, 维持低位震荡



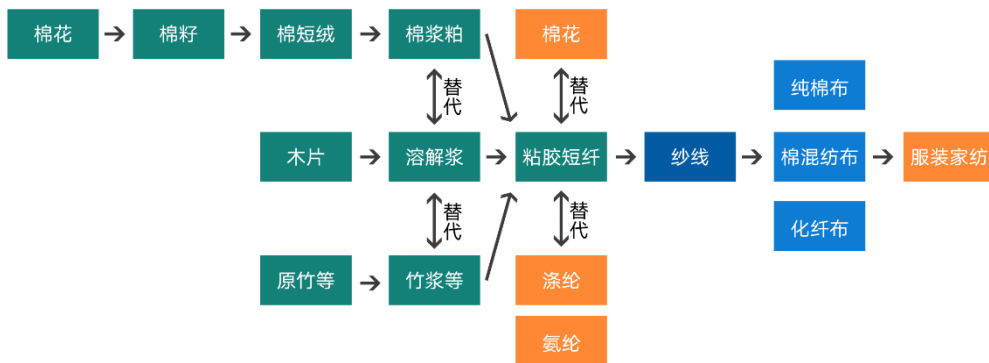
资料来源: WIND, 招商证券



### 1.3 纸浆业务板块：溶解浆价格高启需待新增产能平复

溶解浆是经过滤后的、较纯净的绒毛浆，是轻工制造业尤其是化纤制造的原料。溶解浆的下游主要产品是粘胶短纤，它是棉花等天然纤维和涤纶、氨纶等化学纤维的优秀替代品。在 12 种主要纺织纤维中，粘胶短纤的含湿率最契合人体皮肤的生理要求，穿着光滑凉爽、透气性佳，印染颜色鲜艳、色牢度较好。

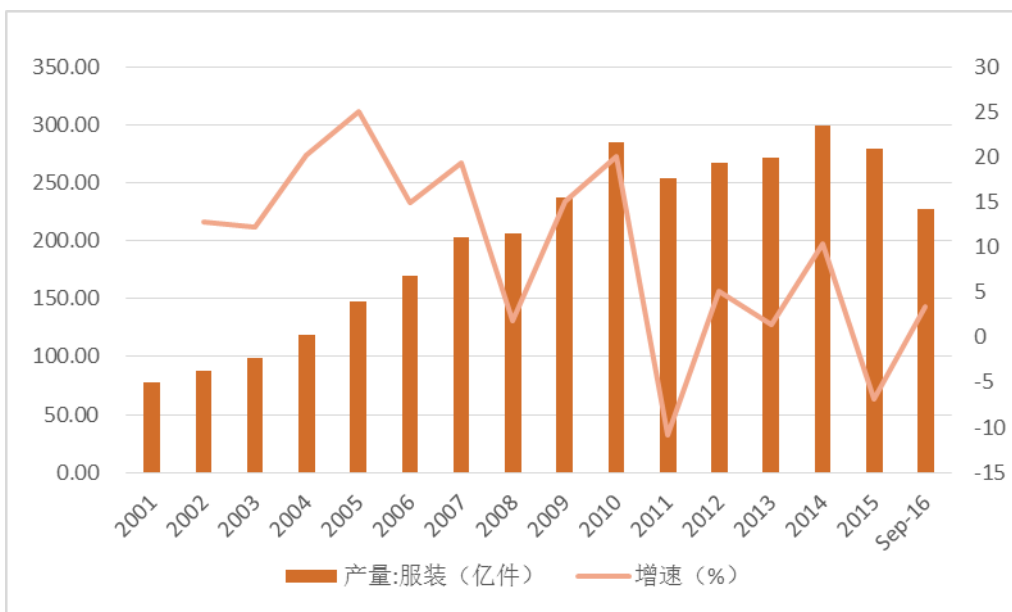
图 25：溶解浆与粘胶短纤产业链示意图



资料来源：中国产业信息网，招商证券

粘胶短纤需求的增长和棉价的上涨助推溶解浆需求和价格的上行。我国自加入世贸组织以来，纺织品出口规模增加了 8 倍，纺织行业的快速发展使得纤维原料的供需矛盾日益突出，使用粘胶短纤等生物基化学纤维作为天然纤维和化学纤维的替代品是未来的发展趋势。

图 26：中国加入世贸组织以来服装产量大幅上升



资料来源：WIND，招商证券

此外，棉花价格自 2016 年二季度起企稳回升，由于近年来我国棉花种植面积和产量逐年下降，棉价上行仍有一定的空间，粘胶短纤和棉花、溶解浆与棉浆粕的替代效应将逐



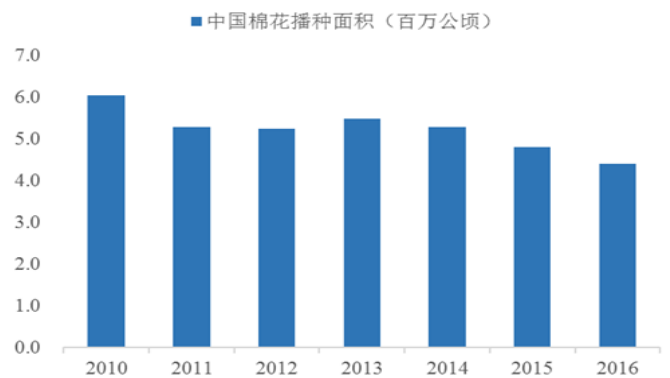
渐明显。

图 27: 2016 年二季度起棉花价格企稳回升



资料来源: WIND, 招商证券

图 28: 我国棉花种植面积逐年下降



资料来源: 美国农业部, 招商证券

溶解浆的需求逐年扩大, 新产能的释放却仍需一定的周期, 这将推动溶解浆价格的上涨。目前全国生产溶解浆的企业主要有太阳纸业、青山纸业、华泰股份、石岷纸业和骏泰浆纸五家, 总产能为 105.1 万吨。亚太森博的 30 万吨溶解浆产能预计最早于 2017 年 10 月投产, 晨鸣纸业的 40 万吨溶解浆新产能预计最早于 2018 年初投产, 因此 2017 年前三季度溶解浆没有新的产能投放, 价格有望保持稳定上涨。

表 3: 全国溶解浆产能分布 (单位: 万吨)

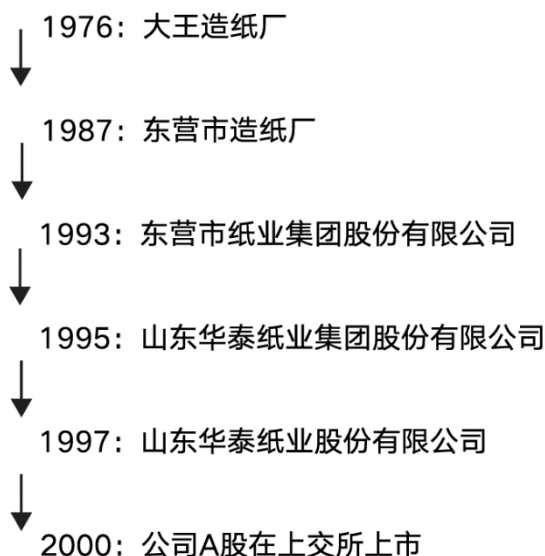
|       | 太阳纸业 | 青山纸业 | 华泰股份 | 石岷纸业 | 骏泰浆纸 | 亚太森博 | 晨鸣纸业 |
|-------|------|------|------|------|------|------|------|
| 2014  | 15   | 9.6  | 10   | 3.5  | 30   | -    | -    |
| 2015  | 15   | 9.6  | 10   | 3.5  | 30   | -    | -    |
| 2016  | 50   | 9.6  | 10   | 3.5  | 30   | -    | -    |
| 2017E | 50   | 9.6  | 10   | 3.5  | 30   | 30   | -    |
| 2018E | 80   | 9.6  | 10   | 3.5  | 30   | 30   | 40   |

资料来源: 中纤网, 招商证券

## 二 行业景气助力业绩抬升，定增提供新增长点

公司的脱胎于成立于 1976 年的大王造纸厂，1987 年更名为东营市造纸厂，1993 年公司进行股份制改造，成立东营市置业集团股份有限公司。1995 年公司被认定为国家大（二）型企业，更名为山东华泰纸业集团股份有限公司。公司于 2000 年在上海证券交易所上市，是同行业首家上市公司。

图 29：公司自 1976 年来的历史沿革



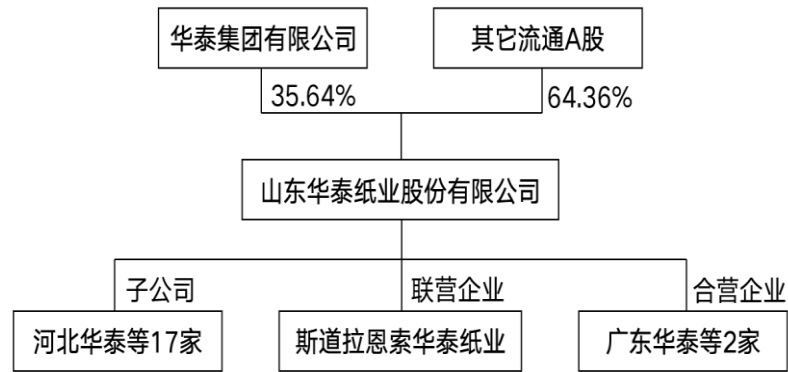
资料来源：WIND，招商证券

2016 年公司实现主营业务收入 108.1 亿元，其中造纸业务占比约为 74.53%，化工和造纸业务分别占 14.84%和 5.89%；2016 年上半年公司实现营收 63.04 亿元，其中造纸业务占比约为 76.43%，化工和纸浆业务分别占 14.19%和 5.71%。

### 2.1 增持彰显管理层信心

公司第一大股东为华泰集团有限公司，持股 35.64%，剩余 64.36%股份由其它机构和个人投资者分散持有。公司下设有河北华泰等 17 家子公司，并与斯道拉恩索成立了联营企业斯道拉恩索华泰纸业。此外，公司还设有广东华泰等 2 家合营企业。

图 30: 华泰集团为公司的第一大股东



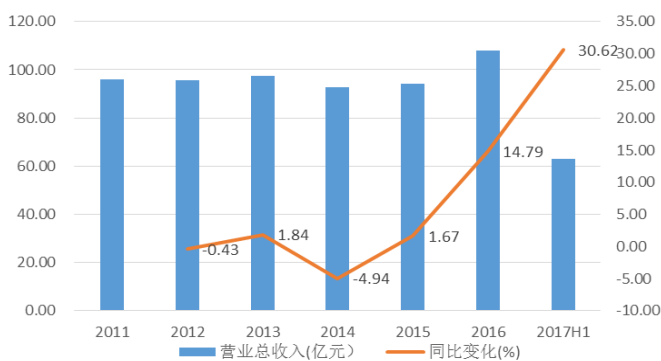
资料来源: WIND, 招商证券

2016年5月股东大会之后,公司原董事长李建华先生退出公司董事会,新任董事长李晓亮全面接管上市公司。新任管理层对公司发展充满信心,新任董事长、总经理、董事及其他高管等于2015年7月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%。

## 2.2 公司收入保持平稳, 利润呈上涨趋势

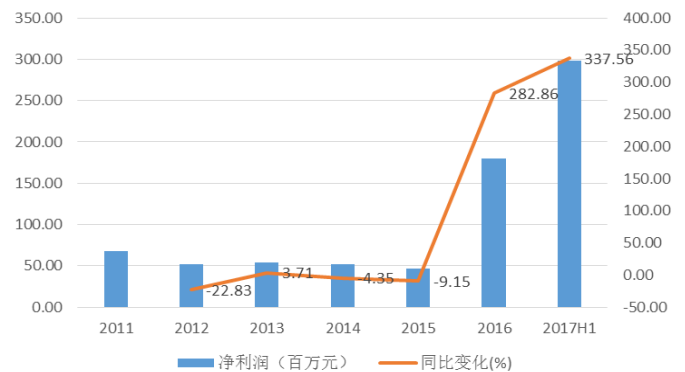
近年来,公司营业收入总体维持稳状态,净利润保持持续上涨。2016年公司实现主营业务收入108.1亿元,同比增长14.09%,归母净利润18203万元,同比增长182%;2017年上半年,公司实现主营业务收入63.04亿元,同比增长30.62%,归母净利润29568万元,同比增长318.40%。

图 31: 公司营业收入及同比变化



资料来源: WIND, 招商证券

图 32: 公司净利润及同比变化

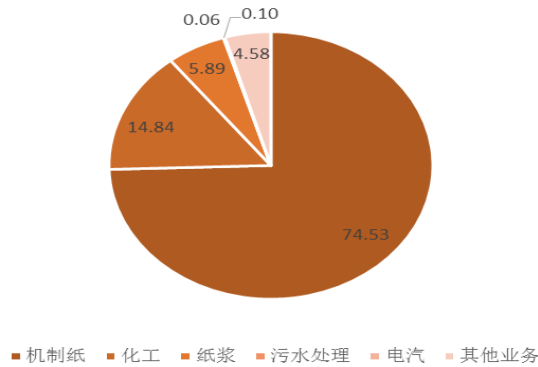


资料来源: WIND, 招商证券

## 2.3 公司三大主业盈利能力呈上升趋势

公司的主营业务收入分为机制纸、化工行业和浆产品三部分,公司2016年机制纸业务占营业收入的74.53%,化工业务占14.83%,浆产品业务占5.89%,公司三块业务未来盈利能力均呈现上升态势。

图 33: 各板块营业收入占比

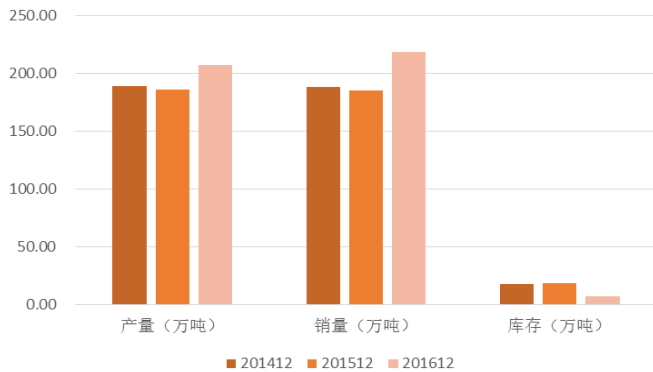


资料来源: WIND, 招商证券

### (一) 纸价上行助力公司造纸业务复苏

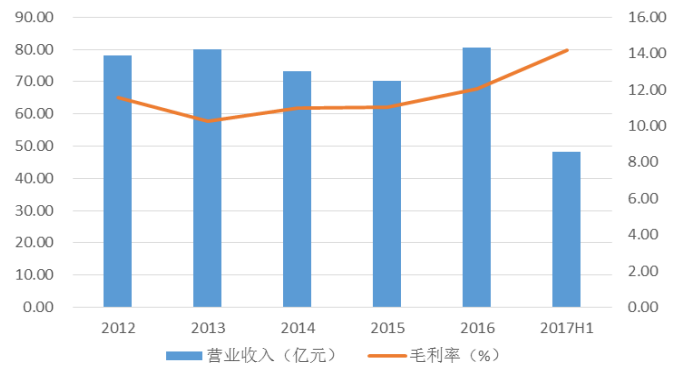
公司近年来机制纸业务的产销量有所提升, 2016 年机制纸的产量、销量和库存分别为 207.51 万吨、218.85 万吨和 6.89 万吨, 产量销量较 2015 年均有明显的增长, 库存有明显的下降; 2016 年机制纸业务实现营业收入 80.57 亿元, 同比增长 14.49%, 2017 年上半年机制纸实现营收 48.19 亿元, 同比增长 36.09%, 同时公司机制纸业务整体毛利率上行, 2017 年上半年机制纸业务毛利率为 14.20%, 比上年同期上升了 0.93%。

图 34: 机制纸产量、销量和库存



资料来源: WIND, 招商证券

图 35: 机制纸业务的营业收入及毛利率

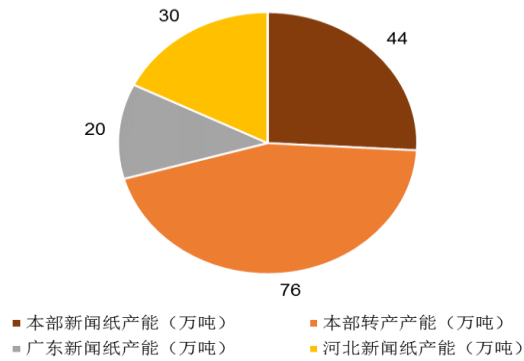


资料来源: WIND, 招商证券

### 2.3.1 新闻纸-传统新闻纸龙头企业

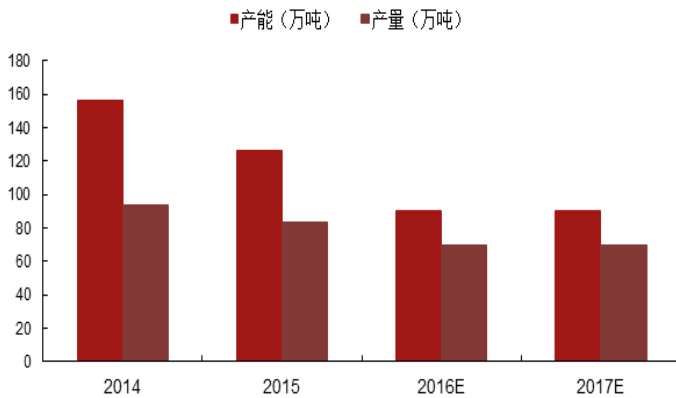
公司是新闻纸行业的龙头, 过去共有 170 万吨新闻纸产能, 分别是公司本部 120 万吨 (共 4 条纸机生产线产能分别为 44 万吨、16 万吨、20 万吨、40 万吨), 广东华泰 20 万吨产能, 河北 30 万吨产能, 随着新闻纸全行业需求的萎缩, 2008 年公司改造本部 20 万吨新闻纸生产线为文化纸生产线, 2016 年公司本部 16 万吨、40 万吨新闻纸生产线分别改造为文化纸生产线和新闻纸、包装纸两用生产线 (目前用来生产包装纸), 目前公司拥有约 94 万吨新闻纸产能 (本部 44 万吨、广东 20 万吨、河北 30 万吨), 年产量约在 70 万吨左右。

图 36: 公司本部 76 万吨新闻纸产能完成转产改造



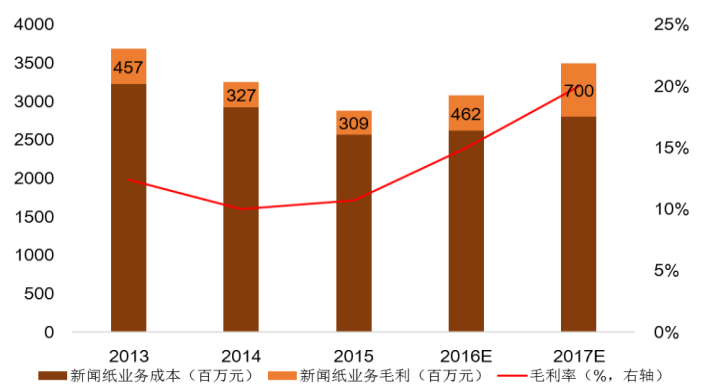
资料来源: WIND, 招商证券

图 37: 新闻纸业务产能及产量收缩



资料来源: WIND, 招商证券

图 38: 新闻纸业务毛利率提升

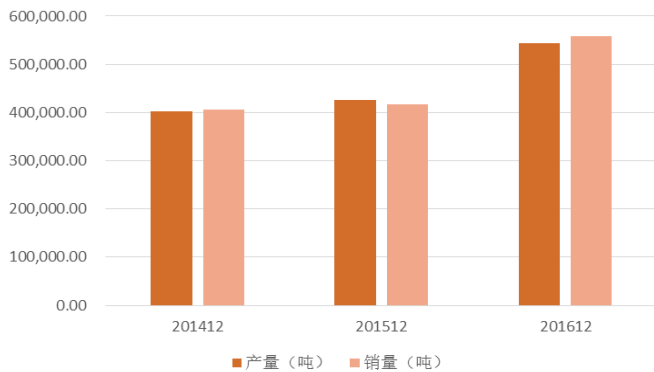


资料来源: WIND, 招商证券

### 2.3.2 文化纸-受益行业景气度，毛利率上行

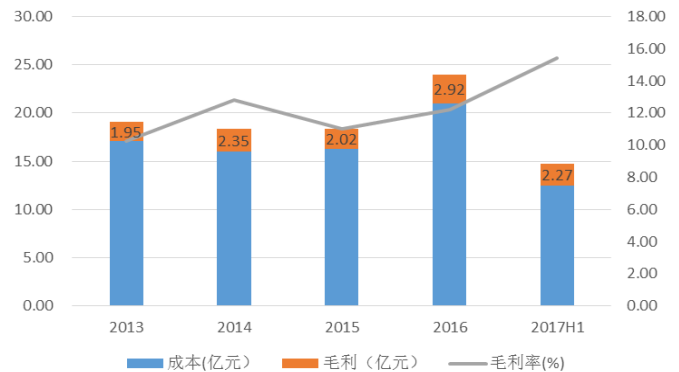
公司的文化纸产能（双胶纸和书写纸）共有约 60 万吨产能，主要有四条生产线，分别是本部 16 万吨（由新闻纸生产线改造而来）、本部 20 万吨（由新闻纸生产线改造而来）、安徽华泰 15 万吨文化纸产能、河北清河约 10 万吨文化纸产能。公司文化纸产能是在 2016 年完成对两条新闻纸生产线改造后完全形成的。

图 39: 文化纸纸机线完成改造, 产量增加



资料来源: WIND, 招商证券

图 40: 文化纸业务毛利率企稳回升

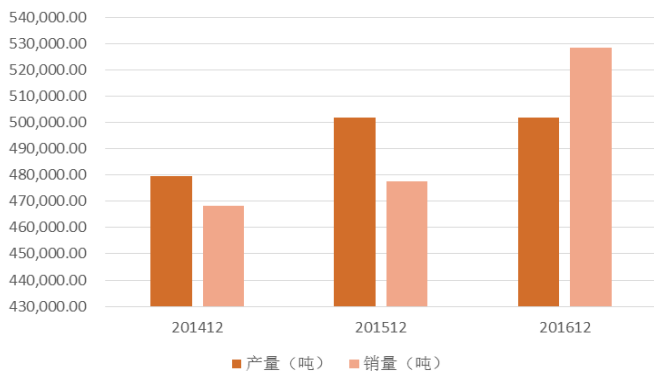


资料来源: WIND, 招商证券

### 2.2.3 铜版纸-收购紫兴商标, 打通销售渠道

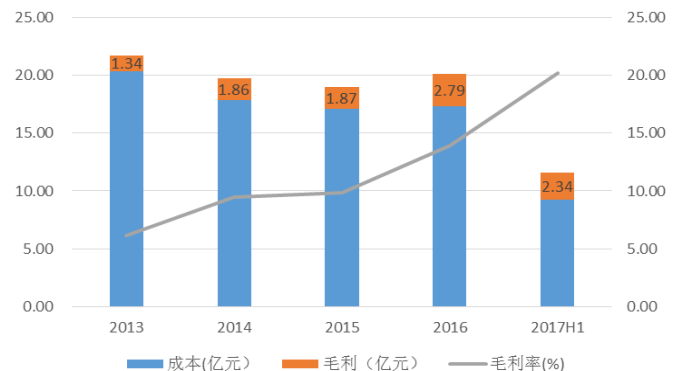
公司铜版纸设计产能为 70 万吨, 实际运营过程中基本以 60 万吨为生产上线, 近年来主要的铜版纸机线没有重大调整, 公司的产品较为优质, 但是营销渠道成为了阻碍铜版纸业务发展的一大障碍, 公司于 2016 年 7 月公告公司收购斯道拉恩索苏州紫兴纸业持有的“SPCO”商标, 在获得了紫兴的良好品牌和运营团队之后, 公司打通了销售渠道, 有望实现铜版纸业务的持续提升, 公司铜版纸业务随着全行业景气度一起提升, 毛利率稳定上行。

图 41: 铜版纸产能平稳, 渠道打通有望促进产量上行



资料来源: WIND, 招商证券

图 42: 铜版纸业务毛利率上升

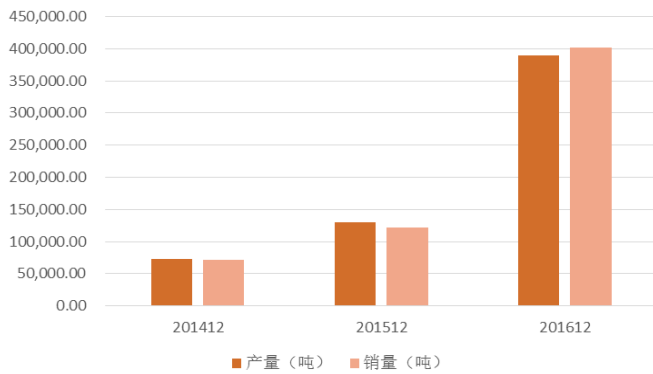


资料来源: WIND, 招商证券

### 2.2.4 瓦楞纸-转产完成, 产能迅速攀升

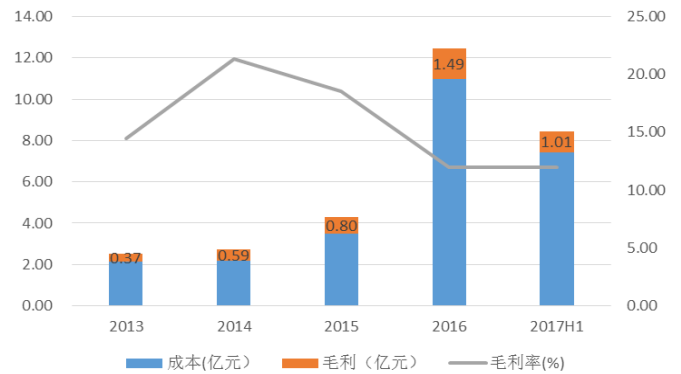
公司目前改造之后拥有 60 万吨瓦楞纸产能, 20 万吨在广东, 其余 40 万吨在北方。由于公司新闻纸生产线转产瓦楞纸, 公司包装纸产能从 15 万吨、20 万吨迅速扩大至 60 万吨, 瓦楞纸的产能将随着转产调试的完成迅速攀升。

图 43: 瓦楞纸纸机线完成改造, 产量增加



资料来源: WIND, 招商证券

图 44: 瓦楞纸业务毛利率抬升

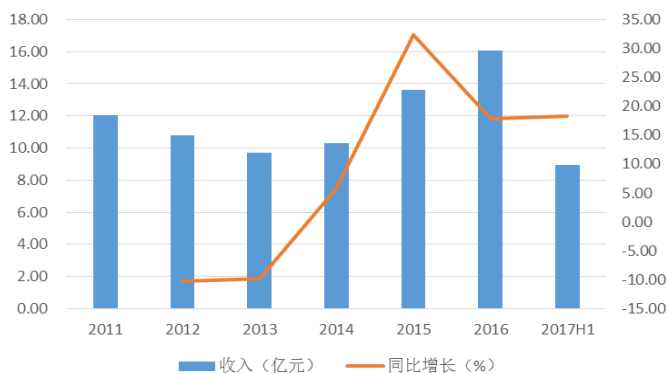


资料来源: WIND, 招商证券

### (二) 离子膜烧碱为化工业务提供利润弹性

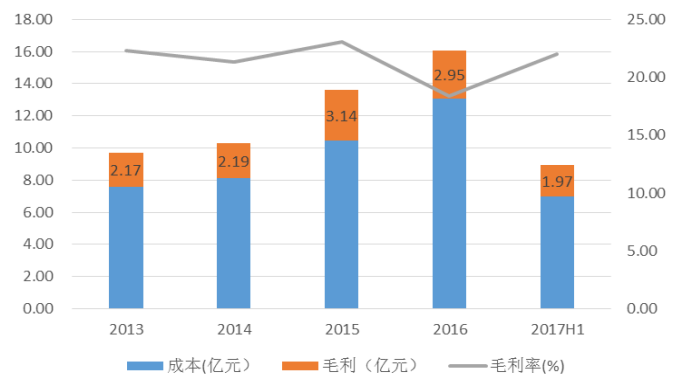
公司化工业务板块拥有 75 万吨离子膜烧碱产能, 8 万吨环氧丙烷产能以及主要供自用的双氧水产能。由于公司生产基地位于化工工业聚集区, 电解法生产烧碱过程中产生的液氯能够很快出清给周边的化工企业, 也提供给公司造纸业务部门自用, 因此离子膜烧碱的产能得以完全释放。除此之外, 华泰化工业务拥有原盐资源和自建电厂, 生产成本能够得到有效控制, 公司的化工业务规模日益扩大, 已经成为公司的第二大支柱板块。2016 年公司化工板块营业收入 16.04 亿元, 同比增加 17.85%, 2016 年上半年营业收入 8.95 亿元, 同比上升 18.32%。公司化工板块最主要的产品是离子膜烧碱, 正如行业分析部分写到离子膜烧碱近期行情景气, 公司化工业务利润和毛利率也将随企业稳步攀升。

图 45: 化工行业营业收入及同比变化



资料来源: WIND, 招商证券

图 46: 化工业务规模日益扩大, 成为公司第二主业



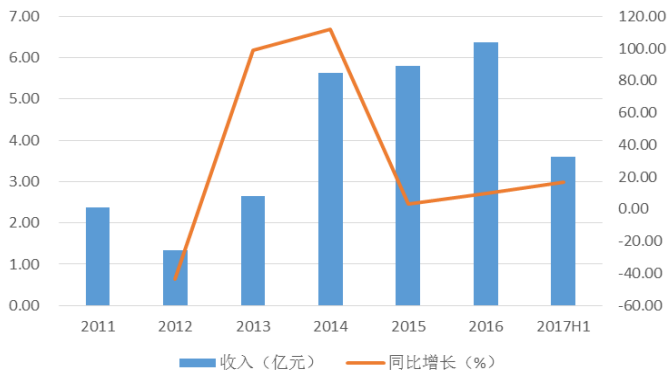
资料来源: WIND, 招商证券

### (三) 溶解浆业务受益于产品涨价

2016 年公司纸浆业务实现营业收入 6.36 亿元, 同比增加 9.56%, 2017 年上半年纸浆业务实现营业收入 3.60 亿元, 同比增加 16.83%。公司拥有 12 万吨溶解浆产能, 采用间歇蒸煮的技术。

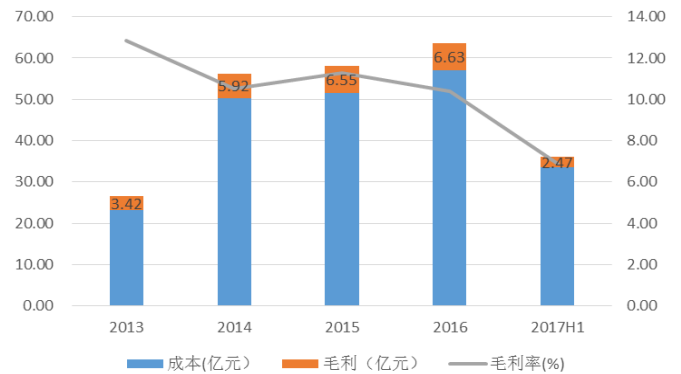


图 47: 纸浆业务营业收入及同比变化



资料来源: WIND, 招商证券

图 48: 溶解浆受益行业景气, 毛利率有望进一步提高



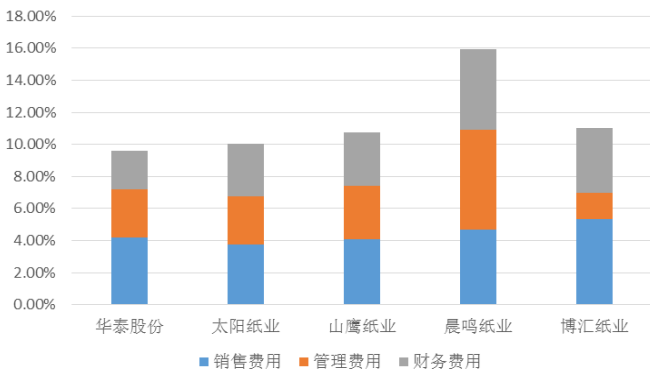
资料来源: WIND, 招商证券

## 2.4 低费用率和快周转彰显公司运营效率

2017 年上半年公司管理费用占营业收入的 3.00%，销售费用占 4.17%，财务费用占 2.41%，营业费用合计占 9.58%，处于同行业较低水平。其中，财务费用和销售费用两项在 5 家同业中均处于最低水平，管理费用也在同业中处于中游水平。

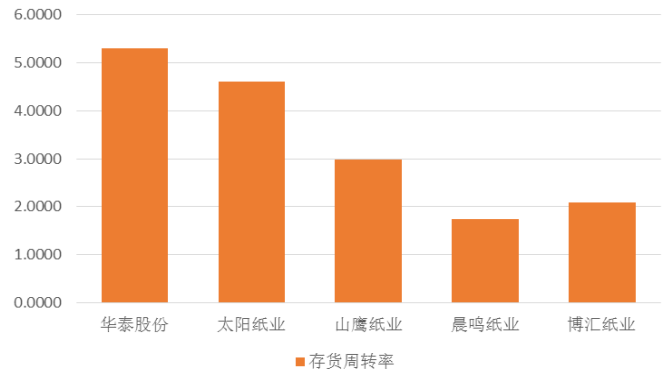
2017 年上半年公司存货周转率为 5.3 次，处于同行业最高水平，略高于太阳纸业的 4.60 次，高于山鹰纸业的 2.99 次、博汇纸业的 2.08 次和晨鸣纸业的 1.75 次。

图 49: 公司营业费用处于同行业较低水平(17H1)



资料来源: WIND, 招商证券

图 50: 公司存货周转率处于同行业较高水平(17H1)

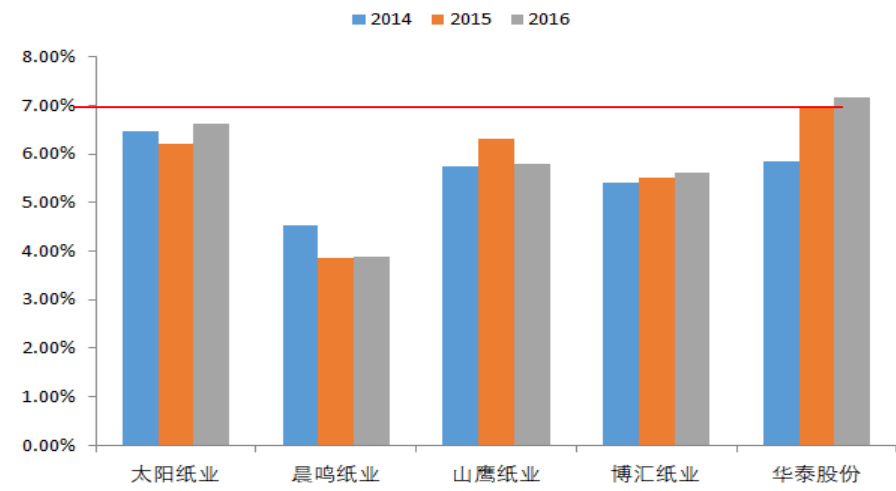


资料来源: WIND, 招商证券

## 2.5 折旧比例行业最高

按照折旧比例占固定资产原值比例计算，华泰股份 2016 年折旧比例为 7.13%，高于太阳纸业的 6.63%，山鹰纸业的 5.79%，博汇股份的 5.62%和晨鸣纸业的 3.87%。

图 51: 华泰股份折旧比例高于同行业



资料来源: WIND, 招商证券

## 2.6 定增加码精细化工，提高公司盈利水平

2016年7月13日，公司披露《2016年度非公开发行股票预案》，拟向包括公司控股股东华泰集团在内的不超过10名(含10名)特定对象，募集资金总额不超过人民币93,000万元，其中，华泰集团承诺认购10,000万元(含)。

表 4: 公司非公开发行股票的情况

| 发行对象   | 认购金额(万元) | 占募集资金总额的比例 |
|--------|----------|------------|
| 华泰集团   | 10,000   | 31.69%     |
| 其它特定对象 | 83,000   | 68.31%     |
| 合计     | 93,000   | 100.00%    |

资料来源: 公司定增预案, 招商证券

本次非公开发行股票募集资金总额93,000万元，扣除发行费用后，计划投资精细化工有机合成中间体及配套项目65,700万元，补充流动资金27,300万元：

表 5: 公司非公开发行股票的募投项目的情况

| 项目名称             | 投资总额(万元)  | 拟用募集资金投资金额(万元) |
|------------------|-----------|----------------|
| 精细化工有机合成中间体及配套项目 | 72,772.00 | 65,700.00      |
| 补充流动资金           | -         | 27,300.00      |
| 合计               |           | 93,000.00      |

资料来源: 公司定增预案, 招商证券

其中，精细化工有机合成中间体及配套项目由日照华泰纸业有限公司于日照海右经济开发区建设，主要生产对氨基苯酚、间苯二胺、电解制氢。项目的主要内容包括年产20,000吨对氨基苯酚，年产10,000吨间苯二胺及配套电解制氢、配套锅炉、相应配套的其他公用工程设施。项目投产后预计年可实现销售收入93,559万元，税前利润18,817万元，抗风险能力较好，具有较好的经济效益，此外27,300万元用于补充流动资金。

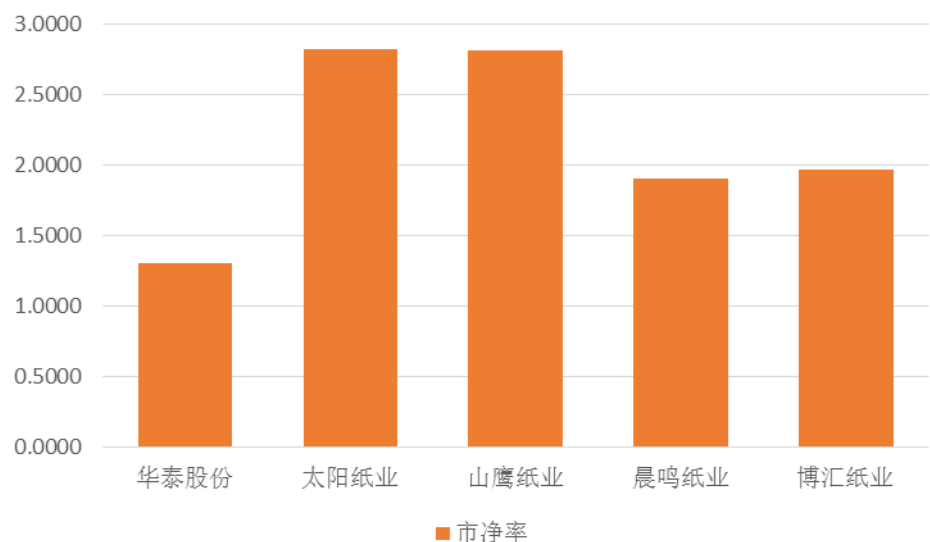
### 三 低估值&小涨幅，首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级

华泰股份目前 PB 仅为 1.31 倍，远低于同业其它上市公司。如果与同业中较高水平相比，公司估值尚不足太阳纸业估值 2.82 的一半，山鹰纸业估值 2.81 也接近公司估值的两倍。2016 年至今，造纸全板块在行业景气度上行的大背景下涨幅明显，然而公司与其他纸业上市公司相比前期涨幅较小。我们认为，公司的市净率估值较低，前期涨幅较小叠加公司主要产品新闻纸、溶解浆和离子膜烧碱的盈利能力均处于高景气周期，公司未来依靠产品提价带来的盈利弹性较大。

#### 3.1 低估值提供安全边际

目前公司与其他纸业公司相比估值处于较低的水平，市净率仅为 1.31 倍，远低于同业其它上市公司。如果与同业中较高水平相比，公司估值尚不足太阳纸业估值 2.82 的一半，山鹰纸业估值 2.81 也接近公司估值的两倍。

图 52: 公司与其它造纸企业相比估值较低

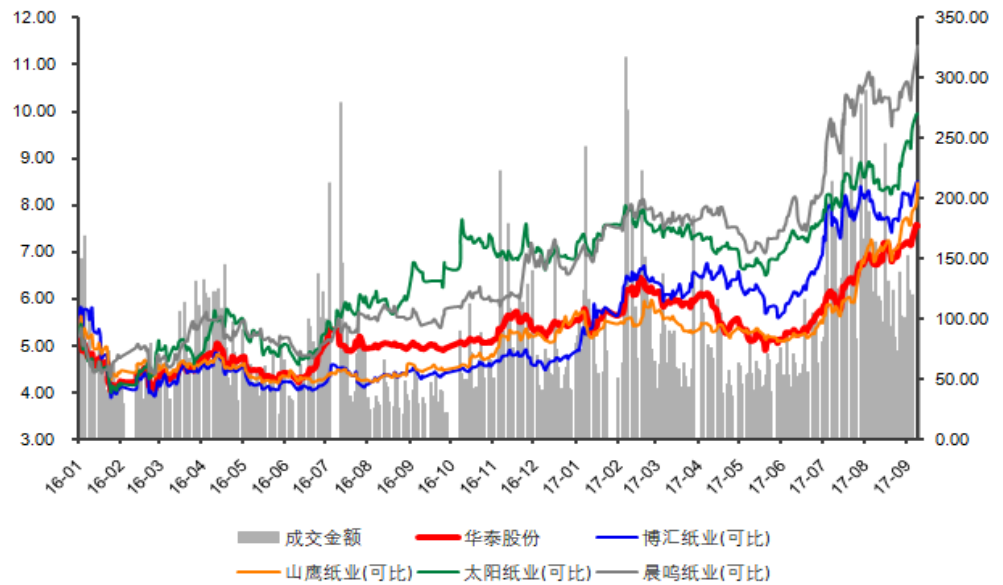


资料来源: WIND, 招商证券

#### 3.2 造纸行情启动后相对少的涨幅

2016 年至今，造纸全板块在行业景气度上行的大背景下涨幅明显，然而公司与其他纸业上市公司相比前期涨幅较小: 同业如晨鸣纸业涨幅 102.24%、太阳纸业涨幅 72.11%; 而公司 2016 年起涨幅仅为 31%。我们认为，公司的市净率估值较低，前期涨幅较小叠加公司主要产品新闻纸、溶解浆和离子膜烧碱的盈利能力均处于高景气周期，公司未来依靠产品提价带来的盈利弹性较大。

图 53: 公司与其他纸业上市公司相比前期涨幅较小



资料来源：WIND，招商证券

### 3.3 行业景气抬升，首次覆盖给予“强烈推荐”评级

我们认为公司三大主要业务板块景气度持续提升，由产品提价带来的业绩弹性较大，具备快速增长的潜力。我们认为公司业务存在预期差，1) 新闻纸全行业的景气复苏高于预期；2) 公司化工业务的弹性被忽略；3) 公司折旧比例全行业最高，业绩扎实；4) 在行业高景气背景下，公司 PB 较低，前期涨幅较少。预计公司 2017-2019 年净利润分别为 6.45 亿元、7.48 亿元、8.04 亿元，同比增长率分别为 255%、16%、7%，PE 分别为 13.7、11.8、11 倍，首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级。

### 3.4 风险提示：

公司面临宏观经济、行业景气度和环保政策风险：第一、造纸行业需求受到宏观经济影响，一旦宏观经济大幅度下滑，将影响造纸行业需求。第二、造纸行业具有一定周期性，公司同样面临行业整体周期影响。第三、环保政策对造纸行业影响较大，公司目前排污指标均远优于新颁布的标准，但是未来环保政策导向同样对行业及公司运行起到重要作用。

附：财务预测表

资产负债表

| 单位: 百万元        | 2015         | 2016         | 2017E        | 2018E        | 2019E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | 5648         | 5457         | 6351         | 6611         | 6792         |
| 现金             | 1440         | 1281         | 1085         | 1123         | 1333         |
| 交易性投资          | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应收票据           | 535          | 1189         | 1533         | 1601         | 1595         |
| 应收款项           | 1400         | 1383         | 1758         | 1836         | 1829         |
| 其它应收款          | 16           | 13           | 17           | 18           | 18           |
| 存货             | 1279         | 892          | 1086         | 1127         | 1117         |
| 其他             | 978          | 699          | 872          | 907          | 900          |
| <b>非流动资产</b>   | 10384        | 9436         | 9059         | 8729         | 8440         |
| 长期股权投资         | 187          | 175          | 175          | 175          | 175          |
| 固定资产           | 8237         | 7902         | 7589         | 7317         | 7081         |
| 无形资产           | 634          | 639          | 575          | 517          | 466          |
| 其他             | 1326         | 721          | 720          | 719          | 719          |
| <b>资产总计</b>    | <b>16032</b> | <b>14893</b> | <b>15410</b> | <b>15340</b> | <b>15232</b> |
| <b>流动负债</b>    | 6975         | 6028         | 6257         | 5641         | 4962         |
| 短期借款           | 4487         | 3231         | 3592         | 2891         | 2232         |
| 应付账款           | 1373         | 1466         | 1801         | 1868         | 1853         |
| 预收账款           | 140          | 272          | 334          | 347          | 344          |
| 其他             | 976          | 1058         | 530          | 534          | 533          |
| <b>长期负债</b>    | 2506         | 2146         | 2146         | 2146         | 2146         |
| 长期借款           | 2341         | 1912         | 1912         | 1912         | 1912         |
| 其他             | 165          | 233          | 233          | 233          | 233          |
| <b>负债合计</b>    | <b>9481</b>  | <b>8174</b>  | <b>8403</b>  | <b>7787</b>  | <b>7108</b>  |
| 股本             | 1168         | 1168         | 1168         | 1168         | 1168         |
| 资本公积金          | 2244         | 2244         | 2244         | 2244         | 2244         |
| 留存收益           | 2931         | 3102         | 3398         | 3952         | 4532         |
| 少数股东权益         | 208          | 206          | 199          | 190          | 181          |
| 归属于母公司所有者权益    | 6343         | 6514         | 6809         | 7363         | 7943         |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>16032</b> | <b>14893</b> | <b>15410</b> | <b>15340</b> | <b>15232</b> |

现金流量表

| 单位: 百万元        | 2015         | 2016       | 2017E        | 2018E     | 2019E      |
|----------------|--------------|------------|--------------|-----------|------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 1835         | 1791       | 1402         | 1961      | 2081       |
| 净利润            | 65           | 182        | 645          | 748       | 804        |
| 折旧摊销           | 1044         | 1075       | 1096         | 1048      | 1007       |
| 财务费用           | 505          | 356        | 327          | 300       | 259        |
| 投资收益           | 5            | 11         | 11           | 11        | 11         |
| 营运资金变动         | 242          | 147        | (676)        | (139)     | 10         |
| 其它             | (25)         | 21         | (1)          | (8)       | (10)       |
| <b>投资活动现金流</b> | (660)        | 70         | (718)        | (718)     | (718)      |
| 资本支出           | (388)        | (212)      | (718)        | (718)     | (718)      |
| 其他投资           | (272)        | 282        | 0            | 0         | 0          |
| <b>筹资活动现金流</b> | (1421)       | (1703)     | (880)        | (1206)    | (1153)     |
| 借款变动           | (569)        | (1163)     | (192)        | (700)     | (659)      |
| 普通股增加          | 0            | 0          | 0            | 0         | 0          |
| 资本公积增加         | 0            | 0          | 0            | 0         | 0          |
| 股利分配           | (350)        | (234)      | (350)        | (194)     | (224)      |
| 其他             | (502)        | (306)      | (338)        | (312)     | (270)      |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>(246)</b> | <b>158</b> | <b>(196)</b> | <b>38</b> | <b>210</b> |

利润表

| 单位: 百万元          | 2015         | 2016        | 2017E       | 2018E       | 2019E       |
|------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>营业收入</b>      | 9417         | 10810       | 13940       | 14561       | 14504       |
| 营业成本             | 8183         | 9380        | 11525       | 11954       | 11853       |
| 营业税金及附加          | 41           | 87          | 112         | 118         | 117         |
| 营业费用             | 362          | 385         | 497         | 519         | 517         |
| 管理费用             | 450          | 434         | 560         | 585         | 583         |
| 财务费用             | 516          | 351         | 327         | 300         | 259         |
| 资产减值损失           | (3)          | 2           | 0           | 0           | 0           |
| 公允价值变动收益         | 1            | (0)         | (0)         | (0)         | (0)         |
| 投资收益             | (5)          | (11)        | (11)        | (11)        | (11)        |
| <b>营业利润</b>      | <b>(136)</b> | <b>159</b>  | <b>908</b>  | <b>1074</b> | <b>1165</b> |
| 营业外收入            | 248          | 144         | 144         | 144         | 144         |
| 营业外支出            | 12           | 2           | 2           | 2           | 2           |
| <b>利润总额</b>      | <b>100</b>   | <b>301</b>  | <b>1049</b> | <b>1216</b> | <b>1306</b> |
| 所得税              | 53           | 121         | 411         | 476         | 511         |
| <b>净利润</b>       | <b>47</b>    | <b>180</b>  | <b>638</b>  | <b>740</b>  | <b>795</b>  |
| 少数股东损益           | (18)         | (2)         | (7)         | (8)         | (9)         |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>65</b>    | <b>182</b>  | <b>645</b>  | <b>748</b>  | <b>804</b>  |
| <b>EPS (元)</b>   | <b>0.06</b>  | <b>0.16</b> | <b>0.55</b> | <b>0.64</b> | <b>0.69</b> |

主要财务比率

|                 | 2015  | 2016  | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入            | 2%    | 15%   | 29%   | 4%    | -0%   |
| 营业利润            | -7%   | -217% | 469%  | 18%   | 8%    |
| 净利润             | 7%    | 182%  | 255%  | 16%   | 7%    |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率             | 13.1% | 13.2% | 17.3% | 17.9% | 18.3% |
| 净利率             | 0.7%  | 1.7%  | 4.6%  | 5.1%  | 5.5%  |
| ROE             | 1.0%  | 2.8%  | 9.5%  | 10.2% | 10.1% |
| ROIC            | 1.3%  | 2.5%  | 6.0%  | 6.8%  | 7.1%  |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产负债率           | 59.1% | 54.9% | 54.5% | 50.8% | 46.7% |
| 净负债比率           | 45.9% | 38.2% | 35.7% | 31.3% | 27.2% |
| 流动比率            | 0.8   | 0.9   | 1.0   | 1.2   | 1.4   |
| 速动比率            | 0.6   | 0.8   | 0.8   | 1.0   | 1.1   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产周转率           | 0.6   | 0.7   | 0.9   | 0.9   | 1.0   |
| 存货周转率           | 6.1   | 8.6   | 11.7  | 10.8  | 10.6  |
| 应收帐款周转率         | 6.4   | 7.8   | 8.9   | 8.1   | 7.9   |
| 应付帐款周转率         | 5.9   | 6.6   | 7.1   | 6.5   | 6.4   |
| <b>每股资料 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益            | 0.06  | 0.16  | 0.55  | 0.64  | 0.69  |
| 每股经营现金          | 1.57  | 1.53  | 1.20  | 1.68  | 1.78  |
| 每股净资产           | 5.43  | 5.58  | 5.83  | 6.31  | 6.80  |
| 每股股利            | 0.20  | 0.30  | 0.17  | 0.19  | 0.21  |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| PE              | 136.7 | 48.5  | 13.7  | 11.8  | 11.0  |
| PB              | 1.4   | 1.4   | 1.3   | 1.2   | 1.1   |
| EV/EBITDA       |       |       |       |       |       |

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**郑恺**，毕业于同济大学计算机科学与技术专业和复旦大学经济学（硕士），9 年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工首席行业分析师。2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名；金融界“慧眼”评选轻工制造行业白金分析师。

**濮冬燕**，经济学硕士，2009 年至今任造纸轻工行业分析师，2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名。

**李宏鹏**，经济学硕士，5 年证券从业经验，招商证券造纸轻工行业分析师。2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名。

**郭庆龙**，北京大学光华管理学院经济学学士，英国伦敦大学学院一等管理学硕士，四年金融行业从业经验，2 年轻工行业研究经验，招商证券造纸轻工行业分析师。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。