

造纸 III



雒雅梅

造纸行业研究员

021-38565935

太阳纸业 (002078)

风雨过后有彩虹

——调研信息速递

推荐 (维持)

市场数据

报告日期	2009-2-16
收盘价(元)	11.50
52周最高/最低(元)	44.62/5.78
总股本(百万股)	502.41
流通股本(百万股)	163.21
总市值(百万元)	5777.66
流通市值(百万元)	1876.93
每股净资产(元)	5.92

股价走势



相关报告

投资要点

- **公司所受金融危机影响较大。**主要有两方面原因：(1) 公司在 08 年上半年景气高点时原材料采购数量较大导致当前毛利率下滑显著；(2) 白卡行业需求大幅萎缩导致公司白卡生产线所在合资公司出现严重亏损。
- **公司战略眼光独到。**在当前经济低迷时期，公司敢于“逆势而为”，加快上马并大力推进新项目。当前一方面在国内积极筹备上马高端纸种生产线，以期在 2010 年能建成投产，成为业绩增长点；另一方面加快推进老挝项目的建设力度，在积极营造 7 万公顷林地的同时，预计第一条 30 万吨浆线 2010 年可进入实质谈判阶段，2012 年可望建成投产。此外，相关配套投资计划也在紧锣密鼓的进行当中。
- **未来 3 年业绩来源基本确立：**09 年公司主要机会在于行业出现转机，同时二季度 10 万吨化机浆和 10 月份 10 万吨技改化学浆线陆续投产；10 年公司看点或在高端纸种生产线建成投产，并且 09 年中后期投产的化机浆、化学浆产能全部释放；11 年公司前期投产新项目产能将全部释放；2012 年后老挝浆厂项目将陆续投产，成为公司业绩的重要来源。
- **业绩预测：**根据调研信息，我们测算公司 08-10 年的 EPS 分别为 0.38 元、0.61 元、0.85 元，对应 PE 分别为 31.7X、19.8X、14.18X，PB 为 2.24X，当前估值合理，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**当前公司面临的重大风险在于行业何时出现反转。如果行业持续低迷，浆纸价格长期萎靡不振，则公司现有业务增长以及新项目对业绩的贡献程度都将低于我们预期。

综合调研情况，我们的总体看法是：虽然公司当前受金融危机影响处境艰难，但长远来看，公司最具成长潜力。

受金融危机影响较大

本轮金融危机对公司影响相对较大，导致公司前期两次被迫修改业绩公告。从调研情况来看，影响主要来自于两方面：高位原材料库存和白卡业务亏损。

原材料方面，公司在 08 年上半年市场高点时原料采购较大，最高时库存达 6-7 万吨，导致公司在市场价格下跌时不能及时摊薄成本，导致四季度盈利能力大幅下滑，对业绩造成了很大拖累。据了解，公司 10 月份后原材料基本无进货，当前高位原料已基本消化，但 10 月份之前订单陆续到货，成本大约为 500-600 美元/吨，从数量看，仍可以满足 09 年 3 月底之前的生产所需，在此情况下，公司 09 年 1 季度成本仍难以大幅降低。我们预计，08 年末公司计提存货跌价准备约 7000 万，折合成 EPS 约 0.09 元。

白卡纸方面，公司白卡纸生产线全部位于合资公司，其中 17#、18#位于万国纸业，22#（液包）位于山东国际，公司所占权益均为 50%。三条生产线总产能约 85 万吨，公司权益产能为 42.5 万吨，约占公司总产能的 26%。08 年合资公司白卡业务亏损严重，我们测算亏损金额约为 1.5 亿元，导致公司投资收益约减少 7500 万元，折合 EPS 约 0.10 元。主要有两方面原因：一、高位原料库存导致白卡盈利能力大幅下降，并且年末计提存货跌价准备，我们测算金额约为 9000 万元。二、山东国际液包纸生产线于 08 年 8 月份试产成功后，由于市场出现“大逆转”而未能正常贡献产量，同时开办费用摊销以及管理漏洞使得液包生产线亏损严重。当前情况来看，由于存货跌价准备已于 08 年末计提完毕，市场也呈现出止跌迹象，此外，合资公司管理层亦已更换，“轻装上阵”使得合资公司 1 月份已实现盈利 600 万元。如果后期市场能够企稳回升，则全年有望实现盈利 1.5 亿，贡献投资收益 7500 万元，折合 EPS 0.10 元。

战略眼光独到

虽然公司对当前形势仍持谨慎态度，并且认为由于受国内外多重因素影响，浆价在未来 6 个月内难以出现大幅好转，当前形势仍然十分严峻。但是公司并未因此望而却步，裹足不前。相反，在行业内众多企业纷纷停产减员，“落马”新项目之时，却敢于“逆势而为”，加快“上马”新项目和推进建设力度，充分体现了公司管理层勇于创新的精神和开拓进取的魄力。

公司认为，在经济处于“低谷”时期加大投资可充分享受经济低迷带来的“低成本”优势，恰恰是投资的“黄金时期”。鉴于此，公司当前一方面在国内积极筹备上马高端纸种生产线，以期在 2010 年能建成投产，成为业绩增长点；另一方面加快推进老挝项目的建设力度，在积极营造 7 万公顷林地的同时，预计第一条 40 万吨浆线 2010 年可进入实质谈判阶段，2012 年可望建成投产。此外，相关配套投资计划也在紧锣密鼓的进行中。

按照这些投资计划，则公司未来几年的业绩基调基本可以确定：09 年公司主要机会在于行业出现转机，同时二季度 10 万吨化机浆和 10 月份 10 万吨技改项目的化

学浆线陆续投产；10 年公司看点或在高端纸种生产线建成投产，并且 09 年中后期投产的化机浆、化学浆产能全部释放；11 年公司前期投产新项目产能将全部释放；2012 年后老挝浆厂项目将陆续投产，成为公司业绩的重要来源。

根据调研信息，我们测算公司 08-10 年的 EPS 分别为 0.38 元、0.61 元、0.85 元，对应 PE 分别为 31.7X、19.8X、14.18X，PB 为 2.24X，当前估值合理，维持“推荐”评级。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部**机构销售负责人**

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京、广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。