

造纸Ⅲ



雒雅梅

造纸行业研究员

021-38565935

luoym@xyzq.com

太阳纸业（002078）

“失”也存货，“得”也存货

——09 年一季报点评

推荐（维持）

市场数据

报告日期	2009-4-27
收盘价(元)	11.32
52周最高/最低(元)	39.32/5.78
总股本(百万股)	502.41
流通股本(百万股)	163.21
总市值(百万元)	5687.23
流通市值(百万元)	1847.55
每股净资产(元)	5.30

主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	5799	6459	8552	12020
同比增长(%)	14.1%	11.4%	32.4%	40.6%
净利润(百万元)	229	279	419	697
同比增长(%)	-40.0%	21.6%	50.4%	66.3%
毛利率(%)	15.0%	15.1%	16.3%	17.1%
净利率(%)	3.9%	4.3%	4.9%	5.8%
每股收益(元)	0.46	0.55	0.83	1.39
每股经营现金流(元)	3.53	0.89	1.78	2.41

股价走势



投资要点

事件:

09 年 1 季报实现营业收入 13.5 亿, 同比下降 16.83%, 环比增长 20.22%; 归属于母公司所有者净利润 6065 万, 同比下降 43.58%, 环比上升 165.29%; 摊薄 EPS0.12 元。

点评:

- **受累于高成本原材料存货, 主业仍未扭亏。**一季度净利润主要来源于上年度计提的存货跌价准备的冲回, 数额为 1.05 亿, 如果扣除这部分和 253 万非经常性损益, 则主业净利润约-2904 万, 折算 EPS 为-0.04 元(假设少数股东权益与四季度一致), 仍未扭亏。主要是由于持续消化高位原材料库存导致成本依然高企, 毛利率仍低位运行所致。
- **全额转回存货跌价准备预示着毛利率将有较大提升空间。**在市场价格总体依然低迷的情况下, 公司本期全额转回了存货跌价准备预示了前期高位原料可能已基本消化完毕, 因此我们认为后期毛利率将显著回升, 在此情况下, 二季度主业盈利无疑。

我们最担忧的地方在于销量方面。如果行业景气不能根本好转, 销量难以显著回升, 则业绩反弹的力度有限, 且持续性很难得到保障。但这有赖于整体宏观经济基本面的好转, 仍有待进一步观察。

相关报告

《2010 年将进入增长快车道》
2009-4-23

《风雨过后有彩虹》2009-2-18

- **最大风险还是在于行业景气再度走低。**总体我们判断当前无论原材料还是纸价均已到达底部区域，下跌空间不大。只要行业景气不再继续恶化，公司主业能够完全扭亏，则我们对其 2010 年业绩成长性还是充满希望，认为将有望由此进入一个增长快车道。

但是如果宏观经济进一步恶化或者在底部区域振幅加大，则公司非但面临二次计提存货跌价准备的风险，而且后期新建项目的盈利能力也将无从保障，这将对未来 2 年业绩造成很大影响。

- **维持前期盈利预测和评级。**一季度业绩表现总体符合我们预期。因此我们仍然维持之前的盈利预测，预计公司 09-11 年的 EPS 分别为 0.55 元、0.83 元和 1.39 元，对应 PE 分别为 19.9X、13.3X、7.9X，PB 为 2.1X，总体估值水平相对其他几家重点公司略高，但后期成长性仍然较好，因此维持“推荐”评级不变。

表、太阳纸业分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	08-1Q	08-2Q	08-3Q	08-4Q	QOQ	2007	2008	YOY	说明
营业收入	1620	1500	1559	1120	-28.1%	5083	5799	14.1%	销量下降
营业成本	1345	1190	1250	1146	-8.3%	4226	4932	16.7%	
毛利	274	310	309	-26	-108.3%	857	868	1.2%	
销售费用	50	52	51	47	-7.8%	194	200	3.2%	
管理费用	28	33	33	48	46.7%	98	142	45.5%	计提存货减值准备 11%
财务费用	61	70	90	78	-13.0%	188	299	59.2%	
资产减值	0	20	0	89		-3	108	#####	
公允价值	0	0	0	0		0	0		
投资收益	16	26	-9	-103	1109.5%	63	-69	-209.4%	合营公司白卡业务亏损
营业利润	148	159	125	-397	-417.1%	433	35	-91.9%	
利润总额	149	155	148	-197	-232.9%	542	255	-52.9%	
净利润	107	117	97	-93	-195.6%	382	229	-40.0%	
EPS	0.300	0.234	0.193	-0.185	-195.6%	1.064	0.456	-57.1%	
销售费用率	3.1%	3.5%	3.3%	4.2%	0.9%	3.8%	3.5%	-0.4%	借款规模扩大导致利息支出增加
管理费用率	1.7%	2.2%	2.1%	4.3%	2.2%	1.9%	2.5%	0.5%	
财务费用率	3.8%	4.7%	5.8%	7.0%	1.2%	3.7%	5.2%	1.5%	
所得税率	7.6%	4.8%	8.1%	17.9%	9.8%	13.0%	-1.7%	-14.7%	
毛利率	16.9%	20.7%	19.8%	-2.3%	-22.1%	16.9%	15.0%	-1.9%	国有资产减免所得税
净利润率	6.6%	7.8%	6.2%	-8.3%	-14.5%	7.5%	3.9%	-3.6%	

资料来源：天软投资系统

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	3011	6154	9415	13569
货币资金	839	3489	5927	8728
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	320	377	491	689
其他应收款	28	118	106	154
存货	825	961	1268	1777
非流动资产	5248	4775	4396	3999
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	693	616	638	639
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	3765	3635	3367	3033
在建工程	467	229	115	57
油气资产	0	0	0	0
无形资产	290	286	282	279
资产总计	8259	10930	13811	17568
流动负债	4276	5820	7299	9228
短期借款	2277	4000	5000	6000
应付票据	1148	750	1066	1582
应付账款	492	732	905	1238
其他	360	338	328	408
非流动负债	839	1633	2535	3534
长期借款	808	1608	2508	3508
其他	31	25	27	26
负债合计	5115	7452	9834	12762
股本	502	502	502	502
资本公积	1058	1058	1058	1058
未分配利润	831	1085	1465	2094
少数股东权益	540	595	675	807
股东权益合计	3144	3477	3977	4806
负债及权益合计	8259	10930	13811	17568

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	229	279	419	697
折旧和摊销	375	375	392	400
资产减值准备	110	-68	13	49
无形资产摊销	6	6	7	7
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	299	234	323	392
投资损失	69	8	11	14
少数股东损益	30	55	80	132
营运资金的变动	-812	446	354	469
经营活动产生现金流量	1920	448	896	1212
投资活动产生现金流量	-616	67	-35	-19
融资活动产生现金流量	-292	2134	1577	1608
现金净变动	1011	2649	2438	2802
现金的期初余额	255	839	3489	5927
现金的期末余额	1266	3489	5927	8728

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	5799	6459	8552	12020
营业成本	4932	5484	7159	9961
营业税金及附加	14	14	19	26
销售费用	200	239	311	436
管理费用	142	139	190	269
财务费用	299	234	323	392
资产减值损失	108	10	10	10
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-69	-8	-11	-14
营业利润	35	331	529	911
营业外收入	240	50	50	50
营业外支出	20	0	0	0
利润总额	255	381	579	961
所得税	-4	48	80	133
净利润	259	333	499	829
少数股东损益	30	55	80	132
归属母公司净利润	229	279	419	697
EPS (元)	0.46	0.55	0.83	1.39

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	14.1%	11.4%	32.4%	40.6%
营业利润增长率	-91.9%	838.0%	59.9%	72.2%
净利润增长率	-40.0%	21.6%	50.4%	66.3%
盈利能力(%)				
毛利率	15.0%	15.1%	16.3%	17.1%
净利率	3.9%	4.3%	4.9%	5.8%
ROE	8.8%	9.7%	12.7%	17.4%
偿债能力(%)				
资产负债率	61.9%	68.2%	71.2%	72.6%
流动比率	0.70	1.06	1.29	1.47
速动比率	0.49	0.89	1.12	1.28
营运能力(次)				
资产周转率	0.75	0.00	0.00	0.00
应收帐款周转率	16.63	16.45	17.52	18.10
每股资料 (元)				
每股收益	0.46	0.55	0.83	1.39
每股经营现金	3.53	0.89	1.78	2.41
每股净资产	5.18	5.74	6.57	7.96
估值比率 (倍)				
PE	26.23	21.57	14.34	8.62
PB	2.31	2.08	1.82	1.50

