

造纸Ⅲ



雒雅梅

造纸行业研究员

021-38565935

luoym@xyzq.com.cn

太阳纸业（002078）

低位原料或将带来业绩惊喜

——调研信息速递

推荐

（维持）

2009年6月15日

投资要点

- **开工率已上升至 93.4%，产销率近 100%。**本轮经济周期中，公司开工率最低在 08 年四季度曾降至 78% 左右，而当前伴随经济的逐步好转，开工率已回升至 93.4%。

尤其是 5 月份以来，市场销售状况好转趋势明显。当前单月总销量约 14.8 万吨，其中，铜版纸销量 3.3 万吨/月，双胶纸销量 3 万吨/月，白卡纸销量 5.7 万吨/月，白纸板销量 2.8 万吨/月。

综合来看，合资公司白卡纸单月销量有了较大幅度回升，由前期较差时期的 3-4 万吨/月回升至当前 5.7 万吨/月。除此之外，其他主要纸种销量基本稳定，且开工率已近满产状态。

当前公司库存总量 4 万吨左右，已降至正常范围之内。

- **纸价平均涨幅 15%-20%。**我们调研了解到，年初以来公司纸种平均提价幅度约 10%-15%。尤其是铜板和双胶，年初以来已成功提价三次，平均单次提价幅度约 200-300 元/吨。当前公司铜版纸均价约 5600 元/吨，双胶纸价格 6300-7000 元/吨，白纸板价格 3800 元/吨。

分析价格上涨的原因，无非来自于成本推动和供需关系改善两个方面。

（1）成本方面，上游原材料木浆、废纸一季度以来反弹力度较大，不同档次木浆涨幅 6%-23%，废纸价格涨幅在 25%-40%之间（日废 8#近几个月出现回调，总体涨幅较小，仅 10%左右）。

（2）供需方面：供给相对稳定而需求改善较为明显。一方面得益于下游印刷厂开工率的回升，根据相关调研信息，当前印刷厂开工率已由前期的 30%上升至 70%左右，显示出下游真实需求已显著复苏。另一方面，随着库存的消化，经销商出于补库需要加大备货力度也一定程度上刺激了短期需求的增加。

我们认为，上述两方面因素中，原料成本上升可能是推动纸价上涨的最主要因素。印刷厂开工率虽已显著回升，但总体仍然不高，对销量的拉动效应有限。而经销商补库是一个短期行为，后期随着这一因素消失，需求将回归至真实水平。

- **低位原料储备充足。**

09 年 2 月份原料低点时的采购量约 45 万吨左右，价格约 360-380 美元/吨，按照每月原材料消耗 7 万吨计算，相当于 6 个多月的用量。因此低成本被提前锁定。在此情况下，我们判断公司后期毛利率会持续反弹，尤其是三季度，一方面受益于低位成本优势，另一方面提价因素将逐步显现，因此我们测算毛利率将有较大幅度反弹。

- **合资公司已基本扭亏，当前处于微利状态。**万国纸业经营情况相对较好，当前 17#、18#机月度销量约 3.5 万吨，基本处于满产状态，我们测算当前毛利率已回升至 13%左右，处于微利状态。其中，17#机主要生产烟卡，当前销量约 2 万吨/月，基本稳定，全年销量有望至 25 万吨。

而山东国际当前运营情况仍不十分理想，目前仍处于亏损状态，但亏损幅度相比前期已明显收窄。22#机当前生产一部分铜板卡及食品级系列卡纸（如液包、口杯纸及方便面盒等），其余用来生产社会卡。当前销量约 2.2 万吨/月，开工率约 73%，预计全年销量约 72 万吨，其中食品级系列卡纸约 12 万吨。我们测算山东国际毛利率已由前期-5%回升至 0%左右水平，单月亏损额已由前期 400-500 万收窄至当前 200-300 万。后期随着下游需求持续复苏以及市场开拓力度的加大盈利情况有望进一步好转。

综合当前情况，我们测算合资公司全年有望实现 6000 万左右净利润，贡献投资收益约 3000 万左右。

- **新投产化机浆项目将成为重要利润来源。**继 08 年 2 月份第一条 13 万吨化机浆线投产之后，09 年 5 月份又新投产第二条 10 万吨化机浆线。

两条化机浆线产能合计约 26 万吨，主要供合资公司白卡生产线。但由于当前开工率不足，尤其是新建 40 万吨液包生产线由于市场开拓的原因销量需要逐步放大，因此可能影响到新投产化机浆线年内不能满产，我们预计全年新增产量约在 5-6 万吨，两条浆线 09 年可实现收入约 6.5 亿，按照当前我们测算的化机浆 16%的毛利率测算，约可实现 1 亿毛利。

- **在建项目进展符合预期。**公司当前在建项目主要有两个：1、10 万吨化学浆改造项目，预计 09 年 11 月份投产，日产量可达 500 吨。2、35 万吨高档文化纸项目，项目投资额约 8-9 亿，原料主要以化机浆为主，主要用来生产高厚度低克重的高端文化纸种，当前项目已进入土建阶段，预计 2010 年 4 月份投产。
- **盈利预测和评级：**综合来看，公司当前运营情况基本符合我们预期，因此，我们暂时维持前期盈利预测不变，我们测算公司二季度至四季度单季度 EPS 分别为 0.15 元、0.17 元、0.14 元，预计 2009-2010 年 EPS 分别为 0.58 元、0.83 元和 1.39 元，按照 5 月 16 日收盘价 12.48 计算，对应 2009-2011 年 PE 分别为 21X、15X、9X，PB 为 2.3X，鉴于公司历史估值水平一直相对行业平均水平享受一定溢价，而未来两年成长性依然较高，因此，我们仍然维持“推荐”评级，建议重点关注。

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	384	579	961
所得税	-4	48	80	133
净利润	259	336	499	829
少数股东损益	30	55	80	132
归属母公司净利润	229	291	419	697
EPS (元)	0.46	0.58	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	0.58	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

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。