

2009-08-26

纸制品

太阳纸业 002078.SZ

产品提价提升盈利能力，评级买入

◇ 事件：公司公布半年报

◆中报业绩超出预期，评级买入

太阳纸业上半年实现销售收入 26.99 亿元，同比降低 13.49%；实现归属于上市公司股东净利润 1.52 亿元，同比减少 32.45%，每股收益为 0.3 元，高于我们此前 0.24 元的预期。我们调高 09/10EPS 至 0.67/0.89 元，维持买入评级。

从景气低谷中迅速扭转盈利下滑，太阳纸业的恢复速度是造纸企业中最快的。这一方面得益于优势纸种提价提振了毛利率，而成本则由一季度的低价纸浆锁定；另一方面，银行借款利率下降及票据贴现利率下降，大幅降低了利息支出，上半年财务费用同比下降了 4600 万元；最后，合营企业万国太阳和国际太阳的盈利恢复贡献了 2728 万元的投资收益。

◆需求回升，纸张提价提振盈利能力

随着宏观经济转暖，下游印厂开工率回升，纸张需求的恢复快于我们的预期；在较好的销售形势下，公司一季度以来对旗下主要产品均进行了提价。其中白板纸 4 次提价至 4200 一线，提价幅度 20%；白卡纸 3 次提价至 6500 一线，提价幅度 10%；双胶纸 3 次提价至 6400 一线，提价幅度 14%。在原材料同期涨价，成本推动压力并存的形势下，产品提价推升了公司的盈利能力，根据测算目前公司平均吨纸净利已经回升至 350-450 元一线，公司毛利率从一季度的 7.7% 大幅回升至上半年的 16.5%，较去年同期仅低 2 个百分点。我们预计下半年随着纸张提价，毛利率将进一步提升，预测全年毛利率为 17.01%。

◆未来看点在于 35 万吨文化纸投产及浆线利用率回升

目前公司在建纸机主要是 35 万吨文化纸项目 2010 年 4 月投产，达产后预计净利润为 1 亿左右；浆线方面，合利 10 万吨化机浆已于 08 年投产，永悦 10 万吨化机浆于 09 年 5 月试车；母公司 20 万吨化学浆改造项目 09 年 11 月投产，浆线全部完工后公司的年制浆能力将达到 50 万吨级，跻身一线制浆公司，增强公司对成本的控制能力。

◆老挝“林浆纸一体化”浮出水面

公司计划在取得国内外政府审批后，正式启动 10 万公顷纸浆林基地和 30 万吨/年漂白阔叶木浆厂的建设计划，以及越南配套港口的建设，这是公司首次详细披露老挝项目的计划和进度。在南亚国家育林效率高于国内的情况下，取道老挝来完成向上游产业链的拓展，有助于降低林纸一体化的成本。

业绩预测和估值指标

指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	5,083	5,799	5,120	6,338	8,311
营业收入增长率	-6.12%	14.09%	-11.71%	23.78%	31.13%
净利润（百万元）	382	229	337	447	623
净利润增长率	29.90%	-39.99%	46.94%	32.66%	39.50%
EPS（元）	1.06	0.46	0.67	0.89	1.24
ROE	15.84%	8.25%	10.95%	12.33%	15.19%
P/E	16	37	25	19	14
P/B	2	3	2	2	2
EV/EBITDA	11	19	11	9	7

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

维持

买入

当前价格	16.79 元
目标价格	21.8 元
目标期限	6 个月

分析师：

程杲

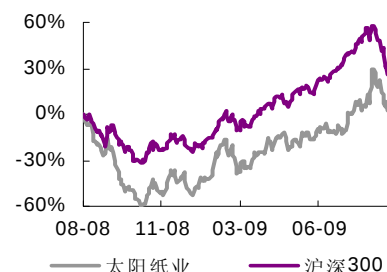
021-22169172

chenggao@ebscn.com

市场数据

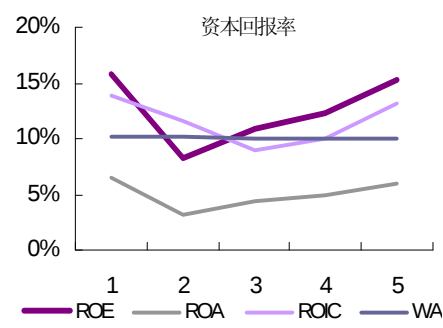
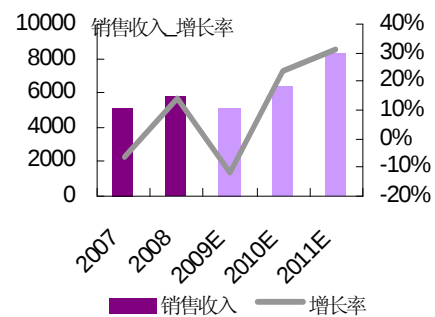
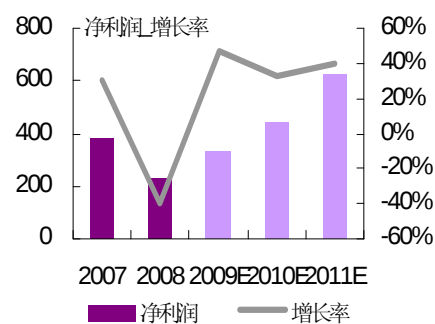
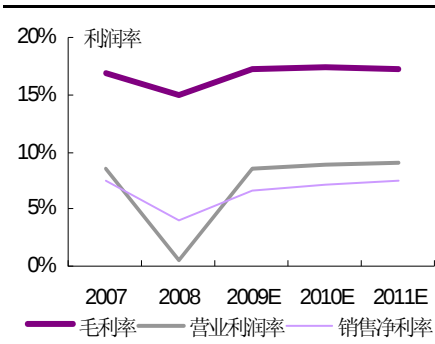
总股本(百万股)	502
总市值(百万元)	8,435
流通比例(%)	32.49%
12 个月最高/最低(元)	19.76/5.70
近 3 月日均成交量(百万股)	7.45
主要股东	兖州市金太阳投资有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	27.30	28.88	-10.88
绝对收益	12.09	41.85	18.67

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	5,083	5,799	5,120	6,338	8,311
营业成本	4,226	4,932	4,236	5,233	6,886
EBITDA	729	554	988	1,188	1,425
折旧和摊销	368	423	460	486	512
销售费用	194	200	177	219	287
管理费用	98	142	126	156	204
财务费用	188	299	185	208	209
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	63	-69	50	50	50
营业利润	433	35	434	558	756
利润总额	382	229	434	558	756
少数股东损益	90	30	50	50	50
归属母公司净利润	381.74	229.08	336.62	446.54	622.91

资产负债表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
总资产	7,188	8,259	8,899	10,113	11,182
流动资产	2,501	3,011	2,632	3,249	4,257
货币资金	255	839	741	917	1,203
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	299	320	283	350	459
应收票据	711	565	499	618	810
其他应收款	62	28	28	28	28
存货	676	825	708	875	1,151
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	592	693	713	733	753
固定资产	3,841	3,765	4,648	5,180	5,277
无形资产	138	290	275	261	246
总负债	4,213	5,115	5,368	6,085	6,751
无息负债	1,012	1,875	1,755	2,250	3,287
有息负债	3,200	3,240	3,613	3,835	3,463
股东权益	2,975	3,144	3,531	4,027	4,431
股本	359	502	502	502	502
公积金	1,409	1,328	1,403	1,503	1,612
未分配利润	668	831	1,110	1,482	1,735
少数股东权益	567	540	590	640	690

现金流量表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	272	1,773	1,094	1,141	1,616
净利润	382	229	337	447	623
折旧摊销	368	423	460	486	512
净营运资金增加	-662	-68	348	599	1,293
其他	185	1,190	-50	-391	-812
投资活动产生现金流	-1,090	-776	-1,380	-980	-480
净资本支出	864	2,400	1,720	870	870
长期投资变化	0	693	0	0	0
其他资产变化	-1,954	-3,869	-3,100	-1,850	-1,350
融资活动现金流	-	-	-	-	-
股本变化	83	144	0	0	0
债务净变化	785	39	373	223	-372
其它长期负债变化	1,615	863	-120	495	1,037
净现金流	-500	327	-98	176	286

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
成长性 (%YoY)					
收入增长率	-6.12%	14.09%	-11.71%	23.78%	31.13%
净利润增长率	29.90%	-39.99%	46.94%	32.66%	39.50%
EBITDA 增长率	21.99%	-24.07%	78.38%	20.29%	19.91%
EBIT 增长率	21.99%	-24.07%	11.89%	23.57%	26.06%
EPS 增长率	-0.07%	-57.14%	46.94%	32.66%	39.50%
估值指标					
PE	16	37	25	19	14
PB	2	3	2	2	2
EV/EBITDA	11	19	11	9	7
EV/EBIT	11	19	18	15	11
EV/NAPLAT	12	20	20	16	12
EV/Sales	2	2	2	2	1
EV/IC	2	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	26.56%	14.97%	17.27%	17.43%	17.15%
EBITDA 率	14.35%	9.55%	19.29%	18.75%	17.15%
EBIT 率	14.35%	9.55%	12.10%	12.08%	11.61%
税前净利润率	10.66%	4.40%	8.48%	8.80%	9.10%
税后净利润率	7.51%	3.95%	6.57%	7.05%	7.49%
ROA	6.56%	3.14%	4.34%	4.91%	6.02%
ROE	15.84%	8.25%	10.95%	12.33%	15.19%
ROIC	15.96%	11.33%	9.97%	11.25%	14.85%
偿债能力					
净负债 / 权益	0.62	0.71	0.77	0.69	0.48
资产负债率	58.61%	61.93%	60.32%	60.18%	60.37%
流动比率	0.68	0.70	0.74	0.91	1.10
速动比率	0.49	0.51	0.54	0.67	0.80
每股指标					
EPS	1.06	0.46	0.67	0.89	1.24
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.54
每股经营现金流	-	3.53	2.18	2.27	3.22
每股净资产	8.29	6.26	7.03	8.02	8.82
每股销售收入	14.17	11.54	10.19	12.62	16.54
每股 EBITDA	2.03	1.10	1.97	2.37	2.84

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

程杲，复旦大学经济学硕士，2007 年 11 月加入光大证券研究所，从事造纸行业研究。

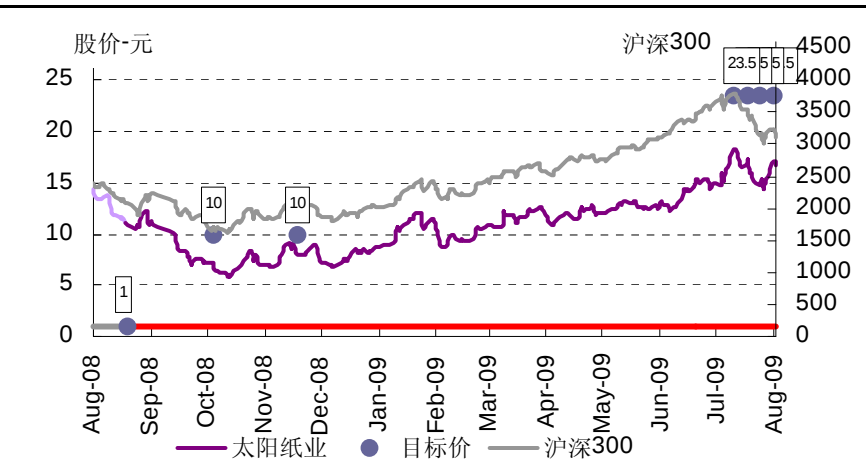
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

太阳纸业（002078）

分析师：程杲



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2008-09-12	11.15	1.00	增持
2008-10-28	6.99	10.00	增持
2008-12-12	6.99	10.00	增持
2009-08-03	16.58	23.50	增持
2009-08-10	16.58	23.50	增持
2009-08-17	16.58	23.50	增持
2009-08-24	15.52	23.50	增持

买入	增持	中性
减持	卖出	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
上海				
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebsecn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
深圳				
	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。