

轻工制造/造纸

2009年8月26日



公司研究

公司中报点评

跟踪评级-维持评级：短期-推荐，长期-A

太阳纸业（002078）：盈利状况大幅改善，股权转让或大幅提升业绩

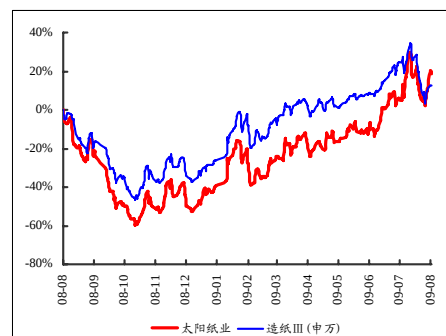
核心观点

公司公布半年报。2009年上半年，公司实现营业收入26.99亿元，同比下降13.5%；营业利润1.96亿元，同比下降36.0%；归属母公司所有者净利润1.52亿元，同比下降36.9%；实现摊薄每股收益0.3元。另外，公司预计2009年前三季度，归属母公司所有者净利润同比降幅小于30%。**公司盈利能力环比大幅改善。**我们将从3个方面分析：（1）从毛利率来看，二季度公司毛利率为25.33%，环比提高了17.63个百分点，创2007年以来公司单季度毛利率水平新高，主要是受益于公司主要产品铜版纸、白板纸以及双胶纸价格逐月上升以及公司年初进口较多廉价纸浆有效控制了成本；（2）从净利润率来看，公司二季度净利润率为7.38%，环比提高了1.78个百分点，其中由于递延所得税对净利润的负面影响大约为900万元，如果剔除该部分影响，公司二季度净利润率将达到10.79%，较现有水平提升3.39个百分点，如果再考虑到一季度存货跌价准备对净利润的巨大贡献，公司二季度的盈利能力较一季度有着十分明显改善；（3）从每股收益来看，二季度实现每股收益0.18元，环比增长约50%。

电及蒸汽、化机浆业务收入增长抵消部分成品纸业务收入下降。公司主要纸产品有非涂布文化用纸、涂布包装纸、铜版纸等，实现营业收入21.79亿元，占公司营业收入的84.2%，同比下降19.7%，主要是受国内经济增长放缓影响产品价格同比回落所致；电及蒸汽业务、化机浆业务分别实现营业收入2.52亿元和1.57亿元，分别同比增长83.8%、12.5%，该部分产品主要出售给合资公司万国纸业和山东国际，由于山东国际于去年年底才投产，导致公司销售给合资公司的电及蒸汽、化机浆的数量增长较快。

合资公司盈利状况稳步提升。一季度公司投资收益为554万元，二季度为2174万元，二季度环比增长近3倍。公司投资收益主要来自两家合资公司万国纸业和山东国际，两家公司主要生产白卡纸，上半年两家公司分别贡献投资收益3759万元、-858万元，合计贡献投资收益2901万元，占公司投资收益的比例为106.3%。虽然公司没有公布合资公司分季度的业绩情况，但是我们认为二季度两家公司的盈利状况已经明显好转，山东国际有可能已经在二季度扭亏，主要基于以下两点：（1）整个行业盈利能力在二季度都有明显提升；（2）二季度以来白卡纸价格上涨；（3）市场销售情况也明显好转。进入3季度以来，太阳白卡纸提价近

最近 12 个月走势特征



数据来源：wind

公司主要财务指标

项目	数值
总股本	50,241 万股
A 股流通股本	16,321 万股
每股净资产	5.30 元
资产负债率	61.88%
ROE	5.71%

数据来源：公司公告，国都证券研究所

国都证券研究所

北京市东城区东直门南大街3号国华投资大厦

联系人：汪立

电话：010-84183136

E-mail: wangli@guodu.com

联系人：周红军

电话：010-84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

300 元/吨, 虽然目前浆价也在稳步上涨, 我们认为下半年万国纸业贡献投资收益不会低于上半年, 而山东国际整体扭亏也不存在悬念, 因此我们认为全年合资公司贡献投资收益有望超过 7000 万元。

股权转让或大幅提升公司业绩。8 月 6 日, 公司公告将转让山东国际 5% 股权、万国太阳 5% 股权以及建辉纸业 30% 股权, 转让价格分别为 5278 万元、7268 万元、2.48 亿元, 溢价率分别为 185.2%、107.8%、8.7%, 若将出售股权收益计入当期投资收益, 将会贡献税后净利润 7080 万元, 增厚每股收益约 0.14 元。

短期看点浆纸新增产能释放, 中长期看点老挝林浆纸一体化。公司当前在建项目主要有: (1) 公司淘汰蒸球制浆技术改造及 1000 吨/日碱回收项目将于 2009 年 11 月份投入运营, 该项目投产后, 公司将实现自制木浆产能 50 万吨/年; (2) 公司 5 万千瓦热点联产背压汽轮发电项目预计于 2009 年 9 月份正式投入运行, 主要是满足新项目的用电用汽需求; (3) 华茂纸业高端特种文化纸项目 (23#机) 基建工程已经基本完工, 预计在 2010 年 4 月份投产, 该项目主要生产高端文化纸, 预计产能约为 35 万吨, 预计明年有效产能 22 万吨左右, 有望成为公司明后两年公司业绩增长点; (4) 老挝林浆纸一体化项目进展顺利, 目前以投资 150 万美元建设了先进育苗大棚, 已经开垦了 1200 公顷的土地并种上了桉树、相思树等品种, 另外老挝政府已经给该项目 800 公顷工厂用地, 目前该项目已经获得国家发改委通过, 待国家相关部门全部审核通过后, 公司将正式启动老挝“林浆纸一体化”一期项目暨 10 万公顷纸浆林基地和 30 万吨/年漂白阔叶木浆厂。

维持“推荐-A”投资评级。鉴于公司主要产品价格涨幅、公司盈利状况好于预期, 我们上调了公司的盈利预测, 在不考虑股权转让带来的投资收益的情况下, 我们预计公司 2009-2011 年每股收益为 0.76 元、0.95 元、1.21 元, 8 月 25 日公司收盘价为 16.79 元, 对应 2009-2011 年动态市盈率为 22.0 倍、17.6 倍、13.8 倍, 如果考虑到出售股权的投资收益, 09 年公司 EPS 为 0.9 元, 对应 09 年动态市盈率为 18.7 倍, 公司当前估值远低于公司历史平均水平以及行业平均水平, 考虑到当前大盘向下调整的系统性风险, 因此我们维持公司“短期-推荐, 长期-A”。

风险提示: (1) 大盘向下调整的系统性风险; (2) 木浆和废纸价格涨幅超过预期; (3) 公司资产负债率较高, 如不能有效降低融资成本, 财务费用增长可能会超预期; (4) 合资公司盈利不达预期。

图表 1: 太阳纸业各季度业绩一览

	2009Q2	2009Q1	2008Q4	2008Q3	2008Q2	2008Q1
营业收入 (万元)	135,211	134,694	112,043	155,908	150,039	161,955
同比变化	-9.88%	-16.83%	-17.96%	5.62%	66.62%	20.75%
营业成本 (万元)	100,964	124,306	114,625	124,987	119,004	134,537
同比变化	-15.16%	-7.60%	3.61%	1.33%	72.80%	12.33%
毛利率	25.33%	7.70%	-	19.80%	20.70%	16.90%
期间费用	10.21%	9.90%	15.40%	11.10%	10.40%	8.60%
其中: 销售费用率	4.35%	4.10%	4.20%	3.30%	3.50%	3.10%
管理费用率	3.07%	2.30%	4.30%	2.10%	2.20%	1.70%
财务费用率	2.79%	3.50%	7.00%	5.80%	4.70%	3.80%
所得税率	20.25%	10.80%	-	8.10%	4.80%	7.60%
净利润 (万元)	9,122	6,065	-9,290	9,713	11,735	10,750
同比变化	-22.27%	-43.58%	-168.30%	5.54%	24.21%	81.56%
净利润率	7.38%	5.55%	-14.42%	8.72%	9.80%	8.51%
每股收益 (元)	0.179	0.121	-0.185	0.193	0.234	0.214

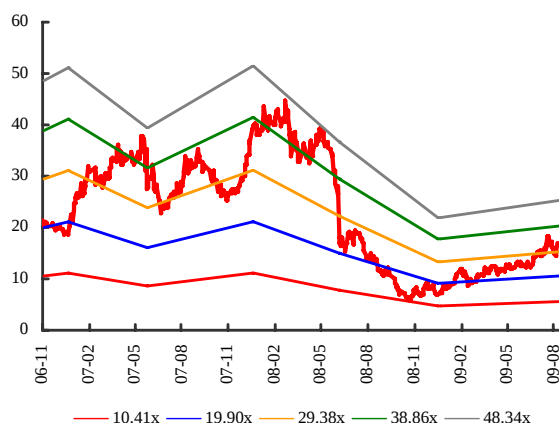
数据来源: 公司网站、公司公告

图表 2: 太阳纸业分业务数据一览

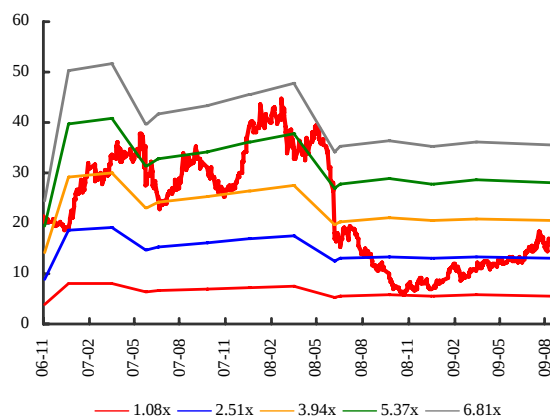
分产品 (万元)	营业收入	占比	同比变化	营业成本	同比变化	毛利率	同比变化
非涂布文化用纸	93,407	36.1%	-20.81%	79,517	-18.07%	14.87%	下降2.85个百分点
涂布包装纸板	44,285	17.1%	-27.90%	39,859	-24.43%	9.99%	下降4.13个百分点
铜版纸	80,210	31.0%	-12.82%	65,975	-5.10%	17.75%	下降6.69个百分点
电及蒸汽	25,221	9.7%	83.77%	20,907	73.31%	17.10%	上升5个百分点
化机浆	15,704	6.1%	12.45%	11,913	12.93%	24.14%	下降0.32个百分点
其他	29	0.0%	26.23%	31	26.16%	-5.47%	上升0.06个百分点
合计	258,856	100.0%	-13.45%	218,201	-9.82%	15.71%	下降3.4个百分点

数据来源: 公司网站

图表 3: 太阳纸业历史 PE 估值一览



图表 4: 太阳纸业历史 PB 估值一览



数据来源: WIND

图表 5：太阳纸业盈利预测

单位：万元	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	579,944	569,340	761,733	843,528
营业收入增长 (%)	14.09%	-1.83%	33.79%	10.74%
毛利率 (%)	14.97%	16.00%	15.92%	16.74%
二、营业总成本	569,484	537,646	714,830	781,221
其中：营业成本	493,153	478,263	640,467	702,304
营业税金及附加	1,351	1,139	1,523	1,687
资产减值损失	10,839	-10,400	0	0
期间费用	64,141	58,244	72,840	77,230
其中：销售费用	20,028	23,912	30,469	33,741
管理费用	14,229	15,372	20,567	22,775
财务费用	29,884	18,960	21,804	20,714
期间费用率 (%)	11.06%	10.23%	9.56%	9.16%
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	-6,931	7,000	9,100	10,283
加：影响营业利润的其他科目	0	0	0	0
三、营业利润	3,529	49,094	56,003	72,590
营业利润增长 (%)	-91.85%	1290.98%	14.07%	29.62%
营业利润率 (%)	0.61%	8.62%	7.35%	8.61%
加：营业外收入	23,994	800	6,000	6,000
减：营业外支出	2,021	-400	0	0
其中：非流动资产处置净损失	656	0	0	0
加：影响利润总额的其他项目	0	0	0	0
四、利润总额	25,502	50,294	62,003	78,590
利润总额增长 (%)	-52.92%	97.21%	23.28%	26.75%
减：所得税	-439	6,771	7,761	10,021
实际所得税率 (%)	-1.72%	13.46%	12.52%	12.75%
五、净利润	25,942	43,523	54,242	68,569
净利润增长 (%)	-44.95%	67.77%	24.63%	26.41%
其中：归属母公司所有者净利润	22,908	38,259	47,925	60,989
母公司净利润增长 (%)	-39.98%	67.01%	25.27%	27.26%
净利润率 (%)	3.95%	6.72%	6.29%	7.23%
少数股东损益	3,034	5,264	6,317	7,580
摊薄每股收益 (元/股)	0.46	0.76	0.95	1.21
每股净资产 (元/股)	5.18	5.56	6.04	6.64
净资产收益率 (%)	8.80%	13.69%	15.80%	18.27%

数据来源：国都证券研究所

国都证券投资评级

表1：国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

表2：国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	减持	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明：本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。