

造纸Ⅲ



雒雅梅

太阳纸业（002078）

造纸及轻工行业研究员

将“超预期”进行到底

021-38565935

luoym@xyzq.com.cn

——调研信息速递

强烈推荐（上调）

2009年9月13日

投资要点

9月7日，我们对太阳纸业进行了实地调研，与公司高管和一线销售人员进行了面对面沟通交流，从调研情况来看，虽然我们年初以来一再向上修正公司业绩，但其实际盈利回升速度仍屡超我们预期，根据调研信息，我们测算公司当前单月净利约5000万，则三季度EPS约0.30元，09年全年EPS约0.94元。

- **产品供不应求，开工率达到饱和。**一方面经济形势整体好转带动需求回暖；另一方面，主要纸种进入销售旺季，两项因素叠加致使进入三季度后，纸品需求陡然升温，非但悉数消化掉前期库存，并且产能亦达到满负荷运转状态，产品一直呈现供不应求的旺销状态。

销量来看，二季度基本满产满销，而进入三季度，产能利用率进一步加大，以白纸板为例，公司白纸板产能约30万吨，平均每月产量约2.5万吨，而二季度，由于消化前期积压库存，单月销量上升至2.8万吨/月，三季度以来，产品供不应求带动生产线超负荷运转，当前产销量已达3万吨/月，我们预计全年销量有望达33万吨以上。

- **库存接近“零库存”，账款回收期缩短，部分已变更为“款到发货”。**据了解，公司正常库存水平一般在一礼拜以上，而当前纸品库存仅3天左右，约1万吨的量，接近“零库存”状态。从中下游来看，由于临近中秋和国庆，烟、酒等下游需求旺盛，厂商基本无库存，而中游经销商库存亦已降至5天之内，低于正常一个礼拜之上的库存水平。

相应地，账期也大幅缩短。一般的，公司直销账款采用当月或次月结算模式，而经销账款全部月结。而当前由于货源紧张，结算方式已变更为款到发货。

- **纸价三季度再提200-700元。**由于产品供不应求，货源偏紧，因此推动售价一涨再涨。当前公司主要纸种出厂价分别为：铜版纸6400元/吨；双胶纸6300元/吨；白纸板4300元/吨，白卡纸6500元/吨。

从提价幅度来看，3季度以来提价幅度最大的是铜版纸和涂布白纸板（含白卡），提价幅度约12%左右；双胶纸伴随秋季教材印刷高峰的结束，进入三季度后涨幅趋缓，当前基本稳定在6300元/吨左右。

提价原因如我们在之前报告中多次提到的，一方面来自成本推动，另一方面是下半年主要纸种进入销售旺季，除此之外，下游经销商短期补库也是推动价格上涨的一个不容忽视的因素。

- **下半年毛利率大幅提升。**一方面得益于产品价格的大幅提升，而同时，原料成本也得到了有效降低。

价格方面，二季度纸价开始反弹，但由于收入确认原则的关系，二季度提价效应需要在一季报才能反映出来。而进入三季度纸价加速上涨，预计这一上涨趋势可以持续至年底。

成本方面，一季度公司低位原料采购量约 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，可用至 10 月份左右。因此，下半年随着高位原料库存影响的彻底消失，成本将得到大都削减。

综合价格和成本两方面因素，我们测算下半年公司毛利率水平将远大于上半年，有望实现净利润 3.2 亿，折合 EPS0.34 元。

- **合资公司盈利持续回升，单月净利润回升至 1300 万元以上。**总体来看，年初以来合资公司盈利持续好转，3 月份开始单月净利润已上升至 1000 万元以上，我们测算 6 月份单月盈利 1300 万元，7 月份进一步上升至 1700 万元，在此情况下，预计全年有望实现净利润 1.5 亿元，贡献投资收益约 6700 万元，折合 EPS 约 0.13 元。

具体来看，万国纸业盈利情况要好于国际纸业，主要是由于 22#液包纸机 08 年 8 月份一经投产便遭遇金融危机，一直处于亏损状态，预计一月份亏损最多，为 400 多万元，分述如下：

万国纸业经营情况相对较好，且盈利一直较为稳定，开工率基本达到饱和，我们测算 6 月份实现净利润约 1500 万元。7 月份以来销量进一步回升，但是由于公司适当调整了产品结构，将高档产品生产适当向 22#机倾斜，使得万国 7 月份产品售价和毛利率环比有所下降，我们测算 7 月份实现净利润约 1000 万元，毛利率约在 14%左右。

国际纸业盈利大幅好转，尤其是 7 月调整产品结构后，产品价格和毛利率环比提升显著。同时，随着市场的逐步开拓以及下游需求的好转，开工率年初以来亦稳步回升，当前已回升至 87%。在此情况下，我们测算国际纸业 7 月份已扭亏为盈，实现净利 750 万元，毛利率已由前期 6%-7%回升至 13%左右。

- **三季度盈利能力达到全年高点，四季度或略有回落。**结合调研信息，如果不考虑非经常性收益，我们测算公司三季度 EPS 为 0.30 元，四季度为 0.24 元。即三季度盈利能力达到全年高点，四季度略有回落，但仍高于一二季度，而一季度为全年最低。

三季度达到全年高点的主要原因有两个：（1）纸价涨幅最大。一方面二季度提价效应在三季度显现，另一方面三季度纸价上涨加速，同时，由于货源紧张，交货期也明显缩短至半个月左右，因此三季度提价效应又提前至一季报反映，提价效应累加致使三季度纸价远高于二季度。而四季度我们认为随着中秋、国庆等传统销售旺季的结束，纸价涨幅或将趋缓。（2）成本最低。如前所述，一方面得益于高位原料影响的彻底消除，另一方面将充分使用前期储备的低位原料。而四季度随着低位原料的全部消耗，成本将一定程度被抬升，因此总体来看，三季度成本将低于其他三个季度水平。

在此情况下，我们测算三季度公司综合毛利率可由二季度的 14.4%上升至 18.4%，四季度将略微回落至 16%。

- **自制浆成为 2010 年业绩增长的主要来源。**对于 2010 年，我们比较看好的是白卡纸，而铜版纸和双胶纸由于新增产能投放较快，因此景气面临下滑的风险。在此情况下，公司明年造纸业务增长有限，而最大的看点将是自制浆业务，我们认为，随着造纸行业走出谷底，景气必然沿着产业链向上游传导，因此未来纸浆行业景气将持续上升。

而公司目前有两条自制浆线，一条是 08 年二月份投产的 13 万吨化机浆线，另一条是 6 月份刚刚投产的 18 万吨化机浆。两条合计产能 30 万吨，而 10 月份将再投产一条 20 万吨的化学浆生产线，届时公司自制浆产能将达到 50 万吨，自给率提高至 30%。

从上半年公司自制浆业务盈利情况来看，毛利率已回升至 26% 左右，超过造纸业务盈利能力，后期如果景气进一步回升，则自制浆将成为业绩的一大增长点，对公司 2010 年业绩产生明显增厚。

- **上调公司评级至“强烈推荐”。**综上，我们测算公司 09-11 年 EPS 分别为 0.94 元（含出售股权收益）、1.32 元和 1.71 元，对应当前 PE 为 16.8X、12.0X、9.2X，PB 为 3.0X，我们认为当前估值偏低，股价还存在一定上涨空间，因此上调评级至“强烈推荐”。

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。