

2009 年 10 月 25 日

市场数据(人民币)

市价(元)	16.25
已上市流通A股(百万股)	163.21
总市值(百万元)	8,164.08
年内股价最高最低(元)	18.35/5.82
沪深 300 指数	3413.25
中小板指数	4926.14
2007 年股息率	0.36%



相关报告

- 1 《中报点评》，2009.8.26
- 2 《业绩向下修正反映了行业的恶化》，2008.12.12
- 3 《纸业下滑,其他补充》，2008.10.28

万友林

 (8621)61038259
 wanyl@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

太阳纸业 (002078.SZ)

——盈利回升迅速，提高盈利预测



公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	1.059	1.064	0.456	0.952	1.224	1.381
净利润增长率	3.49%	30.54%	-39.99%	108.77%	28.57%	12.83%
先前预期每股收益(元)				0.812	1.024	1.236
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.872	1.029	1.144
市盈率(倍)	17.98	34.12	14.98	17.07	13.28	11.77
行业优化市盈率(倍)	20.22	45.19	22.51	22.51	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.60	20.60	N/A	N/A
PE/G(倍)	5.15	1.12	N/A	0.16	0.46	0.92
已上市流通A股(百万股)	60.00	116.58	163.21	163.21	163.21	163.21
总股本(百万股)	276.05	358.86	502.41	502.41	502.41	502.41

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

- 公司 2009 年 10 月 26 日公布 2009 年三季报, 季报显示单季 EPS 为 0.34 元, 1-3 季度 EPS 为 0.64 元, 三季度的盈利略超我们预期(我们原先预测单季 0.32 元)。
- ◆ 公司 2009 年前三季度营业收入、营业利润以及归属母公司的净利润与去年同期相比略下滑, 但是从三季度单季来看盈利同比已经大幅增长, 这反映了行业的好转。

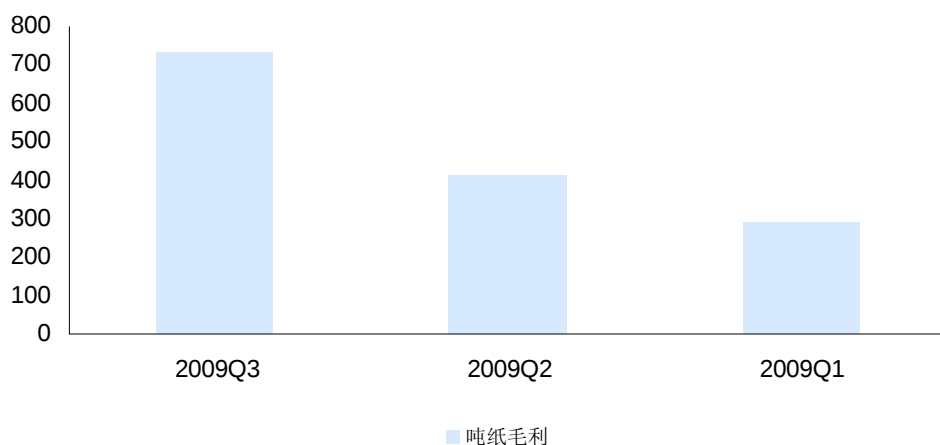
图表1: 公司经营同期对比(亿元)

	2009Q3	2009Q1-3	Q3同比增长	Q1-3同比增长
销售收入	14.98	41.97	-3.94%	-10.31%
营业利润	2.09	4.05	66.68%	-6.29%
净利润	1.69	3.21	73.95%	-0.35%

来源: 国金证券研究所

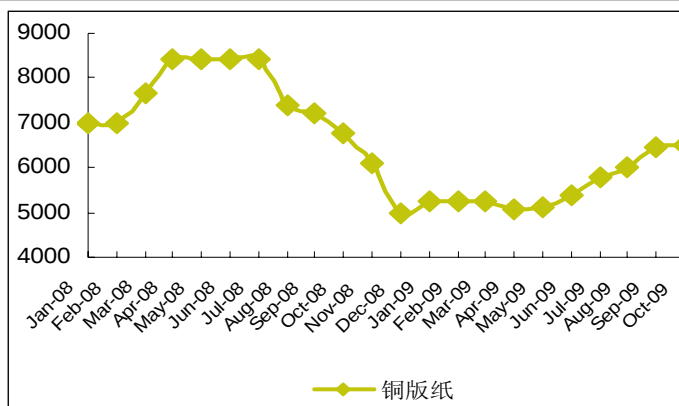
- 公司 3 季度的盈利增长主要来自于纸价上涨带来吨纸毛利的提高, 这一盈利水平我们认为在 4 季度基本能维持。

图表2：股份公司吨纸营业利润变化



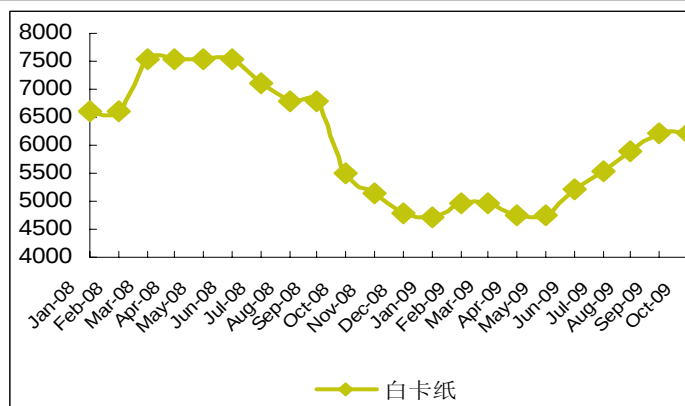
来源：国金证券研究所

图表3：铜版纸价格走势



来源：国金证券研究所

图表4：白卡纸价格走势

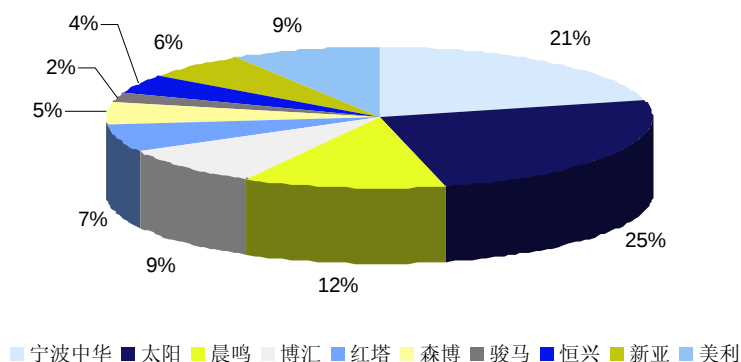


- 公司未来新的增长点：2009 年 5 月份投产的 15 万吨化机浆项目、10 月份投产的 20 万吨化学浆项目、预计 2010 年 4 月份投产的 23 # 机（生产文化纸）项目。2010 年利润的增长来自于化机浆增加的半年贡献，化学浆的贡献，23 号机 4 月份投产带来的贡献。
- 我们再次调高公司 2009 - 2011 年的 EPS，分别为 0.95 元、1.22 元、1.38 元，维持买入建议。
- 对公司盈利影响较大的铜版纸和白卡纸，我们的看法如下：

我们认为白卡纸相对乐观

- 白卡纸总产能目前 340 万吨左右，2010 年新增的产能 65 万吨。
 - ◆ 新增产能的分析：我们认为在 2010 年出来的产能是博汇和珠海华丰，而广西金桂可能由于资金的原因在 2011 年出不来；对于华丰产能我们认为可能替代部分进口（目前国内进口在 15 万吨左右），最终我们认为 2010 年白卡纸的新增待消化的产能在 50 多万吨。

图表5: 2009 年白卡纸国内产能



来源: 国金证券研究所

图表6: 未来新增产能

序号	企业名称	规模 (万吨/年)	备注	预计投产时间
1	博汇纸业	35	新建	2010年初
2	珠海华丰	30	改产	2009年底
3	广西金桂	60	新建	2010年出不来
4	斯道拉恩索	45	新建	2011年

来源: 国金证券研究所

- 白卡纸的需求, 由于国内并没有单独的白卡纸需求统计, 我们根据国内主要的 7 家白卡纸生产商 8 月份销量数据估算目前需求在 350 万吨左右。
 - ◆ 2005 年后白卡纸年需求增量约 30 - 40 万吨。
 - ◆ 在 2007 年下半年和 2009 年下半年, 白卡纸都是处于较好的时期, 价格在两个时期都在不断的上涨, 我们认为在这两个时期供需基本平衡的, 而在这个期间白卡纸新增产能在 80 - 90 万吨左右, 这说明了这些产能在 2 年内基本消化。
 - ◆ 目前的社会库存相对较低, 存在提升的空间。我们观察到就现在社会库存来说, 白卡纸较一般水平还低, 如果 2010 年经济环境好转, 消费信心上升, 社会库存的增加也将消化部分产能, 因此整体我们认为白卡纸相对乐观, 压力并不大, 尤其是传统的下半年旺季。

图表7: 产业链上各纸种库存情况 (9 月)

		包装纸			文化纸		
		白板纸	白卡	箱板纸	铜版纸	双股纸	新闻纸
生产商 库存	库存历史合理水平 (天)	7 - 30	7 - 30	10 - 30	7 - 30	7 - 30	10 - 30
	08年最高库存水平 (天)	60 - 75	75 - 90	30 - 60	50 - 75	45 - 70	30 - 60
	09年9月库存水平 (天)	30 - 35	7 - 20	25 - 40	7 - 25	10 - 35	30 - 55
中间商 库存	库存历史合理水平 (天)	7 - 30	7 - 30		7 - 30	7 - 30	
	08年最高库存水平 (天)	30 - 60	45 - 60		45 - 60	30 - 50	
	09年9月库存水平 (天)	7 - 30	7 - 25		7 - 25	7 - 30	
下游印 厂	库存历史合理水平 (天)	0 - 30	0 - 30	30 - 50	0 - 30	0 - 30	10 - 30
	08年最高库存水平 (天)	30 - 50	30 - 50	30 - 90	30 - 45	30 - 45	30 - 90
	09年9月库存水平 (天)	0 - 20	0 - 30	30 - 40	0 - 30	0 - 20	10 - 30

来源: 国金证券研究所

铜版纸行业情况：压力在下半年

■ 供给情况：产能将大幅释放

图表8：铜版纸新建项目

新建项目	产能	投产说明
金东（海南金海一期）	60	预计2010年4月投产
王子（南通一期）	40	两期：一期40万吨，预计2010年9月投产，通过外购浆生产；计划2012年配套建成一条70万吨浆线，2015年再建成40万吨铜版纸
金东（海南金海二期）	80	原定2010以后，后来由于经济危机，设备已经退了
晨鸣	80	计划2011年5月
华泰	40	募集资金项目，2009年3季度已经定了设备，预计2010年年初投产

来源：国金证券研究所

图表9：铜版纸整体产能情况（万吨）

	2007	2008	2009	2010	2011
金东	200	200	200	260	260
紫兴	40	40	40	40	40
晨鸣	40	60	60	60	140
太阳	45	45	45	45	45
泉林	40	40	40	40	40
大字	14	14	14	14	14
其他	86	86	86	86	86
王子				40	40
华泰					40
合计	465	485	485	585	705

来源：国金证券研究所

- 需求情况：近几年行业增量在 40 万吨左右，即 10%左右的行业增长，假设未来维持这一速度，与产能增量相比，行业供需变化将在王子生产线投产后出现。

图表10：近年铜版纸供需情况

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
生产	160	210	250	300	380	420	460
消费	203	227	274	289	332	367	401
进口	61.48	52.34	63	52	45	40	38
出口	18.67	35.3	38.4	62.85	93	93	97

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	8	69	69
买入	0	2	11	80	80
持有	0	0	0	5	5
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	1.62	1.59	1.59

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2007-12-27	买入	26.28	N/A
2 2008-01-13	买入	27.04	N/A
3 2008-08-19	买入	13.99	N/A
4 2008-10-14	买入	7.73	N/A
5 2008-10-28	买入	7.03	N/A
6 2008-12-12	买入	7.97	N/A
7 2009-08-26	买入	17.01	N/A

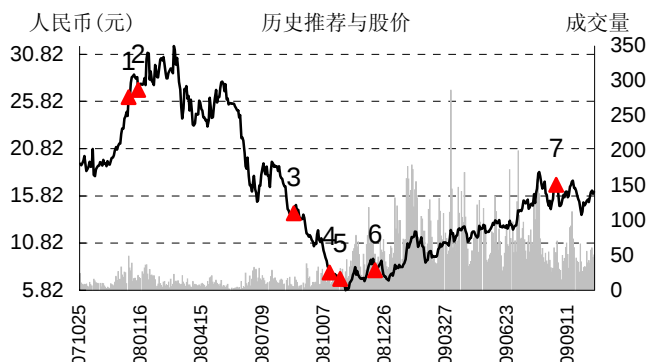
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。