

太阳纸业(002078)

加快原料产品结构调整 确保公司盈利持续增长

——2009 年 11 月调研

王峰 徐琳
 0755-23976228 021-38676644
 wangfeng@gtjas.com xulin@gtjas.com

本报告导读:

- 公司大力向上游和文化纸领域扩张, 争取成为一体化和文化纸生产的旗舰公司。

投资要点:

◆ 公司现主要纸产品产能约 120 万吨(其中铜版纸 40 万吨、白纸板 35 万吨、双胶纸及其他文化纸 45 万吨), 原材料是两条化机浆生产线, 产能约 33 万吨。另有占 45% 股权但不合并报表的 75 万吨白卡纸产能。

◆ 近两年来公司加快了原材料、产品结构的战略性调整, 明确了向一体化及文化纸为主导的方向发展。09 年 5 月 20 万吨化机浆投产、09 年底 20 万吨化学浆投产, 将大大改善公司对外购浆的依赖。2010 年自制木浆产能将达 53 万吨, 即使将合资企业用浆计算在内自制浆比例也达 40%。在建的 40 万吨文化纸项目明年 3 月份试车(23 号机), 之后还要再上一条年产 40 万吨的文化纸生产线(24 号机), 届时公司文化用纸合计产能超过 120 万吨, 居全国第一, 实现产品结构的彻底转型。

◆ 09 年 4 季度, 虽然产品价格仍有小幅的上涨, 但原材料价格的上涨速度或超过产品价格的涨速。加上公司部分设备的更新检修, 四季度盈利水平要低于三季报。

◆ 2010 年盈利预测: 我们认为 09 年三季度公司产销量已从危机中走出, 基本恢复正常水平。10 年盈利状况的改善将主要依赖新的项目。相对 09 年, 明年公司将新增 30 万吨浆、25 万吨纸以及 5 万吨背压汽轮发电项目的成本节约等, 合计新增的利润约 2.5-3 亿元。

◆ 但我们认为目前美国对我国铜版纸的“双反”, 明年二季度海南金海约 100 万吨铜版纸项目的试车, 以及相对 09 年低价原材料的“意外”收益不复存在, 都将影响公司的盈利。但我们在比较充分考虑了 10 年的不利因素后, 10 年、11 年每股收益仍高达 1.37 元、1.52 元, 相对应的 PE 仅 12 倍和 11 倍。因此继续维持增持的建议, 目标价位 22 元。

财务摘要(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	5,083	5,799	5,654	7,586	9,365
(+/-)%	-6.1%	14.1%	-2.5%	34.2%	23.5%
经营利润(EBIT)	621	334	726	1,049	1,160
(+/-)%	13.4%	-46.2%	117.3%	44.5%	10.6%
净利润	382	229	478	687	763
(+/-)%	29.9%	-40.0%	108.6%	43.8%	11.1%
每股净收益(元)	0.76	0.46	0.95	1.37	1.52
每股股利(元)	0.10	0.20	0.10	0.18	0.24

利润率和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营利润率(%)	12.2%	5.8%	12.8%	13.8%	12.4%
净资产收益率(%)	15.8%	8.8%	16.0%	19.0%	17.8%
投入资本回报率(%)	10.2%	7.0%	11.6%	14.4%	16.0%
EV/EBITDA	11.6	14.7	9.2	6.8	6.1
市盈率	21.4	35.6	17.1	11.9	10.7
股息率(%)	0.6%	1.2%	0.6%	1.1%	1.5%

评级:

增持

上次评级: 增持

目标价格:

¥22.00

上次预测: ¥22.00

当前价格:

¥17.09

2009.11.12

交易数据

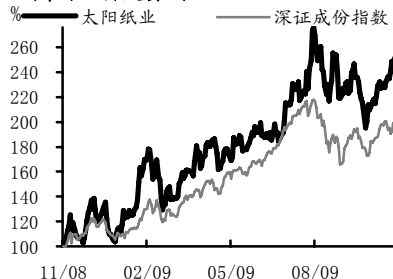
52 周内股价区间(元)	6.10 ~ 19.76
总市值(百万元)	8,722
总股本/流通 A 股(百万股)	502/163
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.32
日均成交量(百万股)	7.3
日均成交值(百万元)	89.5

资产负债表摘要(12/08)

股东权益(百万元)	2,603.85
每股净资产	5.18
市净率	3.1
净负债率	92.2%

EPS(元)	2008	2009E
Q1	0.21	0.12
Q2	0.23	0.18
Q3	0.19	0.34
Q4	(0.18)	0.31
全年	0.46	0.95

52 周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	14.8	-3.0	145.7
相对指数	4.3	-3.5	32.9

相关报告

上游扩张进一步凸显产品成本优势

(09.10.29)

分享纸业复苏的同时要关注 10 年初的产能释放

(09.09.28)

期待逆势低成本扩张带来的成果

(09.08.27)

模型更新时间: 2009.11.12

股票研究

林业纸品业
造纸及印刷业

太阳纸业(002078)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: ¥22.00

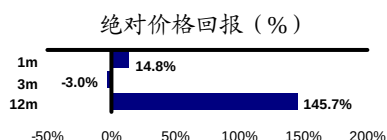
上次预测: ¥22.00

当前价格: ¥17.09

公司网址:
www.abcdef.com

公司简介

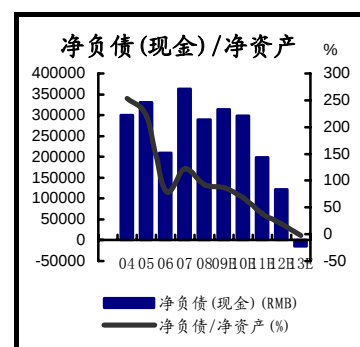
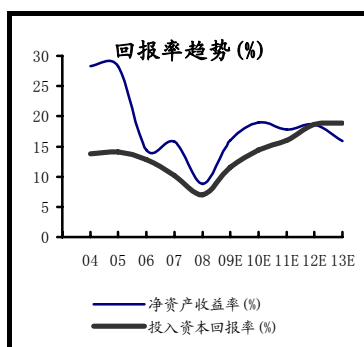
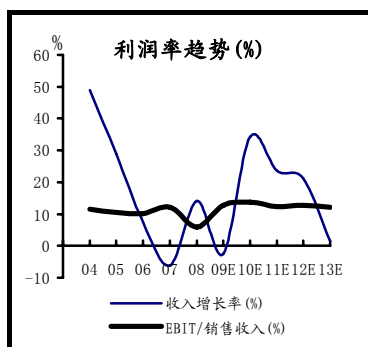
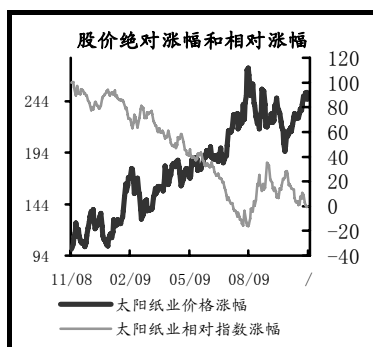
公司为民营企业, 主营白卡纸、白纸板、铜版纸、双胶纸等, 公司突出的优点是管理高效、固定资产投资节省、产品成本较低。近两三年来随着新建项目的陆续投产, 公司已逐渐成为一体化、主营文化纸的公司。



52 周价格范围 6.10~19.76
市值 (百万) 8,722

财务预测 (单位: 百万元)

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
损益表					
营业收入	5,083	5,799	5,654	7,586	9,365
营业成本	4,226	4,932	4,613	6,022	7,572
税金及附加	11	14	11	16	20
营业费用	194	200	228	303	359
管理费用	98	142	170	228	281
EBIT	621	334	726	1,049	1,160
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	63	-69	99	41	34
财务费用	188	299	131	126	134
营业利润	433	35	596	923	1,026
所得税	70	-4	65	141	157
少数股东损益	90	30	73	112	124
净利润	382	229	478	687	763
资产负债表					
货币资金、交易性金融	255	839	594	1,018	1,835
其他流动资产	2,246	2,172	2,282	3,004	3,630
长期投资	592	693	572	619	628
固定资产合计	3,841	3,765	4,351	4,585	4,580
无形及其他资产	138	290	339	393	456
资产合计	7,188	8,259	8,379	9,747	11,199
流动负债	3,698	4,276	3,850	4,340	4,794
长期负债	515	839	934	1,065	1,266
股东权益	2,975	3,144	3,595	4,342	5,140
投入资本(IC)	5,312	4,828	5,605	6,187	6,153
现金流量表					
NOPLAT	340	650	986	1,220	1,186
折旧与摊销	273	375	407	489	549
流动资金增量	690	(918)	399	403	(28)
资本支出	750	288	752	601	481
自由现金流	2,053	395	2,545	2,713	2,188
经营现金流	144	1,920	610	960	1,568
投资现金流	(882)	(616)	(585)	(665)	(524)
融资现金流	572	(292)	(270)	129	(227)
现金流净增加额	(167)	1,011	(246)	424	818
财务指标					
成长性					
收入增长率	-6.1%	14.1%	-2.5%	34.2%	23.5%
EBIT 增长率	13.4%	-46.2%	117.3%	44.5%	10.6%
净利润增长率	29.9%	-40.0%	108.6%	43.8%	11.1%
利润率					
毛利率	16.9%	15.0%	18.4%	20.6%	19.2%
EBIT 率	12.2%	5.8%	12.8%	13.8%	12.4%
净利润率	7.5%	3.9%	8.5%	9.1%	8.2%
收益率					
净资产收益率(ROE)	15.8%	8.8%	16.0%	19.0%	17.8%
总资产收益率(ROA)	5.3%	2.8%	5.7%	7.0%	6.8%
投入资本回报率	10.2%	7.0%	11.6%	14.4%	16.0%
运营能力					
存货周转天数	61	59	67	55	57
应收账款周转天数	26	22	24	21	21
总资产周转率	496	479	530	430	403
净利润现金含量	0.31	7.40	1.11	1.20	1.77
资本支出/收入	14.75%	4.97%	13.30%	7.93%	5.14%
偿债能力					
资产负债率	58.6%	61.9%	57.1%	55.5%	54.1%
净负债率	122.3%	92.2%	87.2%	68.8%	38.8%
估值比率					
PE	21.4	35.6	17.1	11.9	10.7
PB	3.4	3.1	2.7	2.3	1.9
EV/EBITDA	11.6	14.7	9.2	6.8	6.1
P/S	1.15	1.41	1.44	1.08	0.87
股息率	0.6%	1.2%	0.6%	1.1%	1.5%



1、公司原材料、产品结构调整取得成效

公司向上游发展取得较大成效,近两年公司加快了原材料、产品结构的战略性调整,明确了向一体化及文化纸为主导的方向发展。09年5月20万吨化机浆投产、09年底20万吨化学浆投产,将大大改善公司对外购浆的依赖。2010年自制木浆产能将达53万吨,即使将合资企业用浆计算在内自制浆比例也达40%。在建的40万吨文化纸项目明年3月份试车(23号机),之后还要再上一条年产40万吨的文化纸生产线(24号机),届时公司文化用纸合计产能超过120万吨,居全国第一,实现产品结构的彻底转型,在文化纸领域取得比较充分的竞争优势。

目前老挝育苗大棚、苗圃已建成,拿到土地批文2万公顷(项目计划林地10万公顷,其中4万公顷用于自种);30万吨浆厂用地也已拿到,预计2010年动工,争取2011年年底(最迟到2012年)出浆。

2、2010年公司业绩预测分解:

我们认为09年三季度公司产销量已从危机中走出,基本恢复正常水平。10年盈利状况的改善将主要依赖新的项目。

2010年盈利预测增加因素:主要是新增30万吨浆(09年5月投产20万吨化机浆在10年增加10万吨,20年化学浆09年底投产),按目前国内外木浆价格看,每吨化学浆的税后利润约800元/吨,化机浆税后利润约400元/吨,合计新增净利润2.0亿元;公司年产40万吨的23号机10年3月份试车,预计全年可生产25万吨纸文化纸,预计每吨税后300元/吨,公司75%的权益,可新增5600万元;5万吨背压汽轮发电项目可节约成本3000万元等,合计新增的利润近3亿元。

2010年盈利预测不利因素:目前美国对我国铜版纸的“双反”,明年二季度海南金海约100万吨铜版纸项目的试车,以及相对09年低价原材料的“意外”收益不复存在,都将影响公司的盈利。

美国铜版纸反倾销的影响。我国每年出口美国铜版纸约20-30万吨,与近500多万吨的铜版纸国内产销量相比,应该说影响不算大。另外公司直接出口铜版纸业务更是较小,影响主要是金东等出口大户将出口产品压回国内市场的间接影响。

金海铜版纸项目的影响。海南金海纸业100万吨铜版纸项目计划明年二季度投产,据了解该项目主要生产210g以下的铜版纸,预计对230g以上的铜版卡影响不大。公司可避开与其正面的直接竞争,但影响较大,特别是下半年是可以确定的。

低价原材料不复存在的影响。我们根据公司库存的变化及调研了解,我们认为09

年公司通过低价原材料至少获利在 6000 万元以上。

白卡纸的影响：从白卡纸产能投放来看，10 年影响并不太大，主要是博汇 35 万吨白卡纸（在春节前后可能正常投产）以及珠海红塔仁恒一条 30 万吨白纸板改产白卡纸生产线。我们认为就新增产能而言，白卡纸所受影响要小于铜版纸。

作者简介:

王峰: 复旦大学国际金融硕士, 96 年至今为君安证券、国泰君安证券行业部研究员, 主要从事轻工及造纸印刷行业的研究, 2008 年、2007 年获《新财富》造纸印刷行业最佳分析师第一名, 2006 年获得最佳分析师第二名, 2003-2005 年连续三年获得最佳分析师第一名, 2004 年同时获得食品饮料行业第三名。

徐琳: 毕业于厦门大学管理学院会计系, 香港理工大学金融与会计学院交流生。2007 年 7 月进入国泰君安证券研究所行业公司部

免责声明

本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。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com