

造纸Ⅲ



分析师

雒雅梅 王斌

021-38565935

执业证书号

证书号: S0190200010016

太阳纸业 (002078)

强烈推荐 (维持)

巩固龙头地位，强化核心竞争力

——重大投资公告点评

2010 年 7 月 6 日

投资要点

事件:

太阳纸业发布公告:

- 1、拟与国际纸业合作投资建设年产 40 万吨食品级白卡纸项目，总投资额不超过 3 亿美元，由太阳纸业与国际纸业共同发起设立一家新公司方式实施。新设公司拟太阳纸业出资 45%，国际纸业或其控股公司出资 55%。
- 2、拟对子公司合利纸业化机浆项目技术改造，总投资额预计 2 亿元，由合力公司自筹，预计 2011 年 4 月可投入运营，建成后将新增化机浆产能 9.8 万吨。
- 3、拟发行不超过 10 亿元的中期票据，期限为 3 年，主要用于补充流动资金、长海公司借款，改善公司债务结构、建设老挝林浆纸一体化项目等。

点评:

● 投资建设年产 40 万吨食品级白卡纸:

行业竞争加剧: 随着国内经济发展和消费升级，国内外对食品级白卡纸的需求十分强劲，年均增速超过 10%，高于行业平均增速。当前国内白卡纸行业集中度较高，前 6 大企业市场份额合占 80%，其中，公司现有白卡纸产能 75 万吨，市场占有率 21%，位居第二，而第一为宁波中华，市场占有率 23%。其次为博汇纸业，产能 60 万吨，市场占有率 14%。而近期博汇纸业亦宣布即将建设年产 75 万吨白卡纸，加上公司此次计划投资的 40 万吨，则预计行业未来 2 年产能增速将接近 50%，远超需求增速，行业竞争将趋于白热化。

但我们认为，公司作为行业龙头，在涂布白卡纸上亦具有相对优势: (1) **技术优势:** 经过长期经验积累，公司生产的涂布白卡纸质量过硬，在业内有较好的口碑和品牌知名度，因此价格一般相对普通白卡纸高 300-400 元/吨; (2) **成本优势:** 现有 75 万吨白卡纸平均吨纸投资 3000 元，远低于博汇纸业 4600 元/吨白卡投资额; 由于质量和成本优势显著，公司白卡纸在同业中具有较强竞争力甚至供不应求。而通过此次项目投资成本来看，我们预计实际吨纸投资成本也将在 3000-4000 元之间，与博汇近期宣布投资的 75 万吨白卡吨纸 5257 元的投资额相比，仍然具有显著的成本优势; 而与晨鸣纸业于 05 年投产的 40 万吨白卡吨纸投资额 5777 元相比，成本优势则更为突出。 (3) **差异化市场定位:** 公司白卡纸致力于走高端差异化道路，主要用于食品级，如口杯纸、方便面盒及液体包装等，与博汇纸业烟包为主的市场定位有所不同，这样有利于绕开中低端激烈的市场竞争，获得发展的机会。

与国际纸业合作进一步深化: 公司白卡纸业务一直通过与国际纸业合作的方式开展, 虽然外方处于控股地位, 但实际经营决策权则更偏向公司。从历史来看, 公司与国际纸业合作较为成功, 虽然合资公司之一山东国际 40 万吨液包生产线投产初期受到金融危机冲击, 但 09 年中期即顺利扭亏为盈。得益于外方先进的理念和公司高效的运营管理能力, 当前两个合资公司共 75 万吨白卡纸产能一直运营较好, 开工率和产销率均在 90% 以上。因此我们预计此次跟国际纸业的再次合作将延续以往的成功经验, 实现双赢。

- **9.8 万吨化机浆改造项目将进一步提升公司木浆自给率:** 我们认为该项目具有良好的市场前景且较强的可操作性。一方面木浆作为造纸的上游原料, 长期以来供不应求, 以进口为主, 且浆价亦节节攀涨, 平均上涨速度快于纸价。公司当前木浆自给率仅 30%, 且伴随新建项目的投产, 对木浆需求量将进一步加大, 此次化机浆改造将新增 9.8 万吨产能, 主要配套 2011 年中期投产的 35 万吨高档文化纸产能。加上当前在建的老挝 30 万吨化学浆生产线, 则至 2012 年, 公司木浆自给率预计可提升至 40%, 届时成本控制力将进一步增强。而从投资成本来看, 平均吨浆投资额 2000 元, 与公司以往吨浆投资额基本一致, 且低于业内平均吨浆 3000 元以上的投资成本。
- **发行 10 亿中期票据进一步优化财务结构, 缓解资金压力:** 虽然公司当前资产负债率 60%, 财务杠杆运用已较为充分, 但我们认为从期限上来看, 当前公司短期借款 31 亿而长期借款仅 15 亿, 此次发行 10 亿中期票据偿还部分短期贷款有助于优化公司财务结构, 使负债结构更趋合理, 同时也缓解了新建项目的资金压力, 短期对公司业绩无显著影响。
- **维持盈利预测和评级:** 我们认为公司此次两项重大资产投资和发行中期票据短期内不会对公司业绩产生显著影响, 且由于我们此前盈利预测中已对公司未来的投资计划考虑较为充分, 因此我们暂不调整盈利预测, 仍然维持之前 2010-2012 年 EPS 0.72 元、0.86、1.02 元的盈利预测, 对应 PE 分别为 13.5X 和 11.2X, 维持强烈推荐评级。

表 1: 重点上市公司近年主要项目投资额比较:

	产能 (万吨)	投资额 (亿元)	吨产能投资额 (元)	纸种	投产时间
晨鸣纸业	40	26	6500	白卡纸	2005
	80	52	6500	铜版纸	2011
	60	26	4333	涂布白牛卡	2012
	45	16.7	3711	高档文化纸	2012
	70	75.5	10786	湛江化学浆 (不含林地投资的 13 亿元)	2012
博汇纸业	25	9.5	3800	涂布白卡纸	2004.10
	9.5	4.3	4526	化学浆技改	2008.5
	35	18.4	5257	涂布白卡纸	2010.1
	9.8	31	4133	化机浆技改	2011
	75			涂布白卡纸	
太阳纸业		6.1		30 万吨高档包装纸生产线热电项目	2007.12
	35	6.8	1943	高档包装纸 (17、18#机)	2008.9
	40	11	2750	液包生产线 (22#机)	2008.8
	20	4	2000	永悦机械浆	2009.5
	20	7	3500	母公司化学浆技改	2009.10
	35	9	2571	高档文化纸 (23#机)	2010.3
	40	15.6	3900	高松厚度纸 (24#机)	2011.5
	9.8	2	2041	合利化机浆技改	2011.4
	60	18	3000	食品级白卡	2011 年底

资料来源: 兴业证券研究发展中心

表 2: 我国白卡纸主要厂商年产能 (updating)

厂商名称	2009 年产能 (万吨/年)	累计产业集中度
宁波中华纸业	85	22%
太阳纸业	75	19%
博汇纸业	60	15%
晨鸣纸业	40	10%
美利纸业	30	8%
红塔仁恒纸业	30	8%
亚太森博纸业	17	4%
新乡新亚纸业	20	5%
金奉源纸业	9	2%
河南兆丰纸业	10	3%
骏马纸业	8	2%
其它	10	3%
合计	394	100%

资料来源: 兴业证券研发中心

附表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2826	6882	10874	15262
货币资金	667	3593	6559	9666
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	252	424	545	702
其他应收款	71	79	105	142
存货	692	1134	1508	1925
非流动资产	6452	6188	5778	5358
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	427	543	530	517
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	4927	4907	4666	4316
在建工程	781	386	194	97
油气资产	0	0	0	0
无形资产	290	341	389	429
资产总计	9279	13070	16652	20619
流动负债	4290	6010	7644	9306
短期借款	2973	4000	5000	6000
应付票据	416	870	1221	1470
应付账款	584	846	1105	1451
其他	316	293	318	385
非流动负债	1311	2110	3009	4009
长期借款	1281	2081	2981	3981
其他	30	28	28	27
负债合计	5601	8119	10653	13314
股本	502	1004	1004	1004
资本公积	1070	1070	1070	1070
未分配利润	1174	1732	2519	3496
少数股东权益	683	836	1021	1260
股东权益合计	3678	4951	5999	7305
负债及权益合计	9279	13070	16652	20619

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	479	719	863	1067
折旧和摊销	402	420	444	456
资产减值准备	-109	35	23	33
无形资产摊销	7	7	7	7
公允价值变动损失	-7	0	0	0
财务费用	182	283	342	404
投资损失	-175	-125	-251	-287
少数股东损益	112	153	185	240
营运资金的变动	579	300	418	652
经营活动产生现金流量	316	1196	1198	1258
投资活动产生现金流量	-1043	-49	210	253
融资活动产生现金流量	912	1778	1558	1596
现金净变动	185	2926	2966	3106
现金的期初余额	839	667	3593	6559
现金的期末余额	1025	3593	6559	9666

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5961	8589	11371	14783
营业成本	4850	7051	9460	12250
营业税金及附加	7	9	13	16
销售费用	233	321	426	557
管理费用	153	208	282	366
财务费用	182	283	342	404
资产减值损失	-4	-100	10	10
公允价值变动	-7	0	0	0
投资收益	175	125	251	287
营业利润	708	941	1091	1465
营业外收入	16	50	100	50
营业外支出	79	0	0	0
利润总额	644	991	1191	1515
所得税	53	119	143	209
净利润	591	872	1048	1306
少数股东损益	112	153	185	240
归属母公司净利润	479	719	863	1067
EPS（元）	0.48	0.72	0.86	1.06

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	2.8%	44.1%	32.4%	30.0%
营业利润增长率	1905.8	32.9%	15.9%	34.4%
净利润增长率	109.0%	50.2%	20.0%	23.6%
盈利能力(%)				
毛利率	18.6%	17.9%	16.8%	17.1%
净利率	8.0%	8.4%	7.6%	7.2%
ROE	16.0%	17.5%	17.3%	17.6%
偿债能力(%)				
资产负债率	60.4%	62.1%	64.0%	64.6%
流动比率	0.66	1.15	1.42	1.64
速动比率	0.50	0.96	1.23	1.43
营运能力(次)				
资产周转率	0.68	0.00	0.00	0.00
应收帐款周转率	18.39	22.40	20.71	20.91
每股资料（元）				
每股收益	0.48	0.72	0.86	1.06
每股经营现金	0.49	1.19	1.19	1.25
每股净资产	2.98	4.10	4.96	6.02
估值比率（倍）				
PE	20.49	13.65	11.37	9.20
PB	3.28	2.38	1.97	1.62

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% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

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。