

造纸行业

太阳纸业 (002078)

非公开增发点评

评级: 买入 首次

收盘价(元) 12.75

目标价(元) 17.30

市场数据

52周最高/最低(元) 25.2/9.4

市盈率 19.5

总股本(亿) 10.05

总市值(亿) 128.11

股价表现



相关研究

联系人

胡蓓蓓

8621-68761616-8559

hubb@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼

<http://www.tebon.com.cn>

木浆盈利走高+产业链完善 非公开增发助推公司未来业绩

事项:

山东太阳纸业于18日晚间公告,公司拟非公开发行不超过2.2亿股A股,发行价格不低于11.82元/股,募集资金不超过25亿元,募集资金扣除发行费用后将用于老挝“林浆纸一体化”项目、30万吨高松厚度纯质纸项目以及补充流动资金。

点评:

公司近期战略扩张的步伐明显加快,除此次非公开增发的投资项目以外,公司于早前发布公告,将以3亿元在广西投资设立广西太阳纤维有限公司,经营范围包括浆粕、粘胶短纤维的研发、生产和销售。同日,公司拟以自有资金出资50万美元在香港设立全资子公司,主要从事投资、技术引进与交流。

公司的四项投资项目涉及了林、浆、纸产业链的三个环节,形成完整的上中下游的产业链建设。短期来看,公司则将从高棉价支持下的溶解浆产品中以及时获取超额利润,长期来看,完整的造纸产业链以及高端产品升级将使公司保持未来发展的可持续性;

高棉价支持溶解浆盈利走高,未来两年内享受超额利润:

- **广西太阳纤维子公司的溶解浆项目**体现公司积极尝试开发利润更高的上游环节,有望及时享受棉价上涨,短期内棉木原料价格悬殊带来的超额盈利空间,如果按当前5000元/吨的净利润计算,2012年底子公司如成功实现年产9.8万吨浆粕,将为太阳纸业增厚4.9亿的净利润,静态测算有望增厚EPS0.4元。

全面完善产业链,成本战略+产品升级,长期发展潜力巨大:

- 在原材料供给方面,老挝“林浆纸一体化”项目的投资将明显改善公司成本结构,降低国际市场原材料价格波动对公司的不利影响,为公司盈利能力增加保证。如按32%的毛利率计算,该项目将在2015年底为公司带来4.15亿的年利润,按目前股本静态测算,有望增厚EPS 0.41元。
- 在高端产品升级方面,公司将凭借年产**30万吨高松厚度纯质纸项目**继续提升公司在高档文化纸领域的市场地位,如按14%的毛利率计算,该项目将在2017年底为公司带来4.15亿的2.18亿的年利润,按目前股本静态测算,有望增厚EPS 0.22元。
- **香港子公司**的成立将加大太阳纸业与国际市场的交流与合作,即时获取国际市场的最新信息,加快公司的国际化进程,提高企业竞争力。

投资建议:

我们认为公司此次是选择在合适的时机将同业资产注入到上市公司，为公司后续发展提供高质量的资本保障，借助资本杠杆来帮助公司跨入以全面的产业链为竞争核心和跨国合作为主导的国际化阶段的快速发展期。再融资项目符合预期，但是考虑到平均的投资回报期在4年左右，给予2011年、2012年EPS预测为0.83元, 1.03元, 给予2011年20.8倍的PE, 目标价为17.3元，给予公司“买入”评级。

表1: 盈利预测

	2010E	2011E	2012E
盈利预测值			
营业总收入(百万元)	7,926.10	9,649.45	11,573.71
增长率(%)	32.97	21.74	19.94
归属母公司股东的净利润(百万元)	699.4	836.69	1,040.55
增长率(%)	46.07	19.63	24.36
EPS	0.6961	0.8327	1.0356

资料来源：德邦研究

主要风险:

原材料价格变动，汇率波动，海外投资风险，经济增速放缓，国家政策变动。

表2: 公司募集资金拟投资项目

序号	项目	募集资金拟投入数量: 亿元	亿元项目总投资: 亿元
1	老挝“林浆纸一体化”	12.5	13
2	30万吨高松厚度纯质纸项目	10.5	15.62
3	补充流动资金	2	2
合计		25	30.62

资料来源：公司公告，德邦研究

表3: 公司2011年拟投资项目

投资所属产业链环节	项目名称	投资总额(人民币)	投资回收期	投资回报率
原材料	老挝“林浆纸一体化”项目	13亿元	4.89年	31.92%
产品结构	高松厚度纯质纸	15.62亿元	6.87年	13.95%
产品结构	广西太阳纤维子公司的溶解浆项目	15亿元	1.67年	33%
国际合作	香港子公司	330万元		

资料来源：公司公告，德邦研究

● **斥资进军粘胶短纤维行业，获取上游资源的同时享受超额利润**

广西太阳注册资本为3亿元，投资总额为15亿元，建设周期为20个月。2011年投资为5亿，2012年上

半年投资为7亿，下半年投资为3亿。主要承担实施年产9.8万吨浆粕和粘胶短纤维一体化项目。

粘胶纤维的原料包括棉浆粕、木浆粕和竹浆粕，目前全球及国内棉花价格大幅上扬带动棉浆粕价格上涨，棉浆粕的替代品木浆粕价格亦随之水涨船高，而原材料木片的价格并未大幅波动，使木浆粕这一生产环节的盈利大幅提高。

以最新原材料成本木片售价1700元/吨计算，3吨木浆生产1吨溶解浆，加上约4000元的制造成本，吨木浆粕总成本约在9000元左右。参照目前的木浆粕1.6万元/吨-1.8万元/吨的售价，吨木浆粕的净利润为5000元/吨左右，要明显高于目前行业吨浆500-1000元和吨纸200-500元的盈利水平。2011年，中国溶解木浆缺口大概为184万吨，即使随着各大公司纷纷扩充溶解木浆产能，预计2012年达到供需平衡时，吨木浆粕的净利润仍可维持在2500元/吨左右。

因此公司此次大力度的投资木浆粕，有望及时享受棉价上涨，短期内棉木原料价格悬殊带来的超额盈利空间，如果按当前5000元/吨的净利润计算，2012年底子公司如成功实现年产9.8万吨浆粕，将为太阳纸业增厚4.9亿的净利润，静态测算有望增厚EPS0.4元。同时，由于木浆粕的生产工艺和设备与公司的造纸主业有很大的关联性，如果未来粘胶短纤的价格大幅下降，公司还可以把生产工艺转化回来，投资粘胶短纤维行业的风险较小。

● 老挝“林浆纸一体化”，打造“以纸养林、以林促纸”的良性循环产业链

老挝“林浆纸一体化”项目总投资1.9717亿美元，折合人民币约13亿元，包括原料林基地及30万吨/年木浆厂的投资建设。项目计划建设200公顷良种苗木繁育基地，主要有大棚、温室；营造3万公顷自营示范林并积极推进当地居民合作林约7万公顷；年产30万吨化学浆厂。

公司目前对纸浆的需求量70%依靠进口，在30万吨木浆厂投产后，所有纸浆将优先供应本公司，为公司开展造纸生产提供稳定的原料来源，将企业的产业链向上游延伸，保障公司原料的供应，规避国际市场原材料的波动风险。同时，公司利用国外丰富的土地和林业资源，在老挝生产的木浆将会面对国内和国际两个市场，在满足公司需求的基础上对外销售，缓解国内造纸原料短缺的矛盾，提高企业经济效益，拓展公司发展空间。

短期看，由于林木生长期至少5年，浆厂建设完工预计需要在2012年，因此公司林浆一体化项目还不能贡献业绩，但我们认为该项目进一步巩固了企业向上游扩张的意图，符合产业发展的趋势，此外，我们认为引入股权的长期资金来发展林纸一体化长期项目，符合公司降低资产负债率，降低债务融资成本与财务费用的战略发展的宗旨。

● 30万吨高松厚度纯质纸项目，向高档印刷纸进行产品结构升级

30万吨高松厚度纯质纸项目建设规模总投资约为15.62亿元，已于2010年4月开工建设。高松厚度纯质纸属于高档特种印刷纸，它是经过特殊施胶、软压而成，具有纸质松厚，不透明度高，表面细腻而无光泽，色泽柔和，纯朴自然，儒雅含蓄之特点。随着人们追求高质量生活意识的增强，在我国纯质纸正迅速普及，国内教科书正逐步使用纯质纸，公司此次向高档印刷纸的产品结构升级必将抓住将来纯质纸广阔市场。

公司将采用先进清洁的生产工艺技术和设备，同时利用公司现有的成熟公共设施为本项目配套，本次项目投资成本将大大降低。在可以预见的两到三年内，随着新上纸机的陆续投产，公司高档印刷文化用纸的产能将超过100万吨，这将进一步提升公司的市场竞争力，保障公司的可持续发展。

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive : 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性 – In-Line : 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避 – Cautious : 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy : 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$

增持 – Outperform : 预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%

中性 – Neutral : 预期未来 6 个月股价涨幅为 -10% - +10%

减持 – Sell : 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，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“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。