

太阳纸业 (002078)

买入/维持评级

股价: RMB12.5

分析师

周煥

SAC 执业证书编号:S1000510120036

(0755)8249 2072

zhouhuan@mail.htlhsc.com.cn

联系人

穆方舟

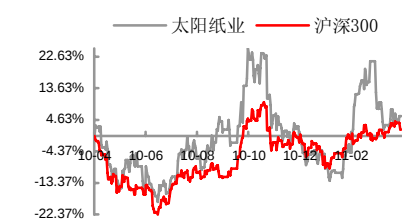
(0755)8249 2321

mufz@mail.htlhsc.com.cn

基础数据

总股本 (百万股)	1,005
流通 A 股 (百万股)	1,005
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	12,560

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

下半年拖累全年业绩, 林浆成为未来看点

- **业绩略低于预期。**公司 2010 年实现营业收入 80.37 亿元, 同比增长 34.83%, 综合毛利率 18.94%, 同比增长 0.85%, 归属上市公司净利润 6.36 亿元, 对应 EPS 为 0.63 元, 同比增长 32.9%, 略低于我们之前的预期。
- **下半年拖累全年业绩。**公司全年四个季度的综合毛利率分别为 20.14%、24.35%、17%和 15.34%, 下半年由于行业景气向下, 外加上半年购进部分高价存货, 造成公司半年盈利能力下降较多。此外, 下半年投资收益 (主要是合资公司贡献) 仅占全年 29.79%, 也拉低了下半年的业绩。
- **文化纸成为公司主打产品, 白卡龙头地位保持。**2010 年 3 月投产的 23# 高端文化纸机提高公司文化纸产能和品质, 公司计划将在今年对该纸及压光机进行技术改造, 以全面提升该纸机的运行效率和产品品质。公司 24# 高松厚度纯质纸机也将在今年年中投产。文化纸将成为公司未来的拳头产品, 也是业绩增长的主要动力。公司与国际纸业合作投建的食品卡项目也在进行之中, 投产之后白卡龙头的地位将得到巩固。目前合资公司白卡产能为 85 万吨, 产品在高端烟卡的市场占有率已达到 50%, 高端食品卡纸的市场占有率达到了 90%。
- **林浆成为未来看点。**公司溶解木浆技改项目有望于今年 10 月投产, 可以率先享受到高盈利状态, 合利公司化机浆技改也接近完成, 技改后可以提高产量 10—12 万吨/年, 老挝项目 30 万吨/年的化学浆厂也将进入施工阶段。老挝造林项目目前正有序展开, 2011 年计划完成 7.5 万亩的造林工作和 10 万亩造林地的取地工作。预计老挝林浆项目能在 2013 年贡献业绩, 与之配套的越南码头项目预计在今年 11 月底进行开工建设。公司广西浆粕和粘胶短纤维一体化项目也将很快开始, 这是公司产业链向上游延伸的重要一步。
- **盈利预测。**我们测算公司 11、12 EPS 分别为 0.93 元和 1.50 元 (增发摊薄之前), 目前股价对应 11、12 年 PE 分别为 13.2X 和 8.2X (增发摊薄之前), 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 溶解木浆未能按时投产、原材料价格大幅波动。

经营预测与估值	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	5960.7	8037.0	10083.0	13676.0
(+/-%)		34.8	25.5	35.6
归属母公司净利润(百万元)	478.8	668.0	1020.0	1687.0
(+/-%)		39.5	52.7	65.4
EPS(元)	0.48	0.63	0.93	1.50
P/E(倍)	25.8	17.1	13.2	8.2

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2826	3164	4046	5641	营业收入	5961	7654	10083	13676
现金	667	300	300	557	营业成本	4850	6081	7768	10240
应收账款	252	400	614	892	营业税金及附加	7	15	20	27
其他应收款	71	77	95	131	营业费用	233	298	454	520
预付账款	451	580	725	962	管理费用	153	203	277	367
存货	692	935	1183	1548	财务费用	182	208	222	221
其他流动资产	0	872	1129	1550	资产减值损失	-4	0	0	0
非流动资产	6452	7449	8347	9188	公允价值变动收	-7	0	0	0
长期投资	427	555	666	800	投资净收益	175	110	138	165
固定资产	4927	5850	6659	0	营业利润	708	958	1479	2466
无形资产	290	332	378	429	营业外收入	0	50	50	50
其他非流动	0	713	644	595	营业外支出	79	20	20	20
资产总计	9279	10613	12393	14829	利润总额	644	988	1509	2496
流动负债	4290	4415	4312	3926	所得税	53	148	226	374
短期借款	2973	2558	2119	1000	净利润	591	840	1283	2122
应付账款	584	730	907	1213	少数股东损益	112	172	263	435
其他流动负	0	1128	1286	1713	归属母公司净利	479	668	1020	1687
非流动负债	1311	1781	2381	3081	EBITDA	890	1545	2166	3235
长期借款	1281	1781	2381	3081	EPS (元)	0.48	0.63	0.93	1.50
其他非流动	24	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	5601	6196	6693	7007	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权	683	855	1119	1554	成长能力				
股本	502	1005	1005	1005	营业收入	2.8%	28.4%	31.7%	35.6%
资本公积	1070	769	769	769	营业利润	1905.8	35.3%	54.4%	66.7%
留存收益	1422	1788	2808	4494	归属母公司净利	109.0%	39.4%	52.8%	65.4%
归属母公司	2995	3562	4582	6268	获利能力				
负债和股东	9279	10613	12393	14829	毛利率(%)	0.0%	20.5%	23.0%	25.1%
现金流量表					净利率(%)	0.0%	10.1%	12.3%	8.0%
单位: 百万元					ROE(%)	16.0%	18.7%	22.3%	26.9%
会计年度	2009	2010E	2011	2012E	ROIC(%)	11.5%	12.6%	15.7%	21.7%
经营活动现	493	1291	1289	2122	偿债能力				
净利润	591	840	1283	2122	资产负债率(%)	60.4%	58.4%	54.0%	47.3%
折旧摊销	0	379	464	548	净负债比率(%)	152.55	70.02	67.24	58.25
财务费用	168	208	222	221	流动比率	0.66	0.72	0.94	1.44
投资损失	-175	-110	-138	-165	速动比率	0.50	0.50	0.66	1.04
营运资金变	0	-26	-591	-662	营运能力				
其他经营现	500	0	47	59	总资产周转率	0.68	0.77	0.88	1.00
投资活动现	-1555	-1267	-1228	-1226	应收账款周转率	21	21	17	16
资本支出	1956	1200	1200	1200	应付账款周转率	9.01	9.26	9.49	9.66
长期投资	0	128	111	133	每股指标 (元)				
其他投资现	0	61	83	107	每股收益(最新	0.48	0.66	1.01	1.68
筹资活动现	1039	-391	-61	-640	每股经营现金流	0.49	1.28	1.28	2.11
短期借款	697	-416	-438	-1119	每股净资产(最	3.66	3.54	4.56	6.24
长期借款	473	500	600	700	估值比率				
普通股增加	0	502	0	0	P/E	25.77	17.10	11.19	6.77
资本公积增	13	-301	0	0	P/B	3.36	3.20	2.49	1.82
其他筹资现	-143	-676	-222	-221	EV/EBITDA	19	10	7	5
现金净增加	-23	-367	0	257					

数据来源: 华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn