

太阳纸业（002078）

强烈推荐（维持）

健康的现金流抵御行业下滑风险

市场数据

报告日期	2011-11-2
收盘价(元)	8.37
总股本(百万股)	1004.81
流通股本(百万股)	326.42
总市值(百万元)	8410.26
流通市值(百万元)	2732.11
净资产(百万元)	3902.26
总资产(百万元)	14790.50
每股净资产	3.88

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	8037	9134	10993	13631
同比增长(%)	34.8%	13.6%	20.4%	24.0%
净利润(百万元)	636	678	772	995
同比增长(%)	32.9%	6.5%	13.8%	28.9%
毛利率(%)	19.4%	17.1%	17.4%	18.3%
净利率(%)	7.9%	7.4%	7.0%	7.3%
净资产收益率(%)	17.9%	16.6%	15.9%	17.0%
每股收益(元)	0.63	0.67	0.77	0.99
每股经营现金流(元)	1.25	1.24	1.74	1.94

相关报告

《下滑有因，看好有理》
2010-10-26《站得高，所以看得远》
2010-8-18

《巩固龙头地位，强化核心竞争力》2010-7-6

投资要点

事件：

太阳纸业发布 2011 年三季度报告：前三季度实现收入 62.4 亿，同比增长 8.23%；归属于母公司所有者的净利润 5 亿，同比增长 0.8%，基本每股收益 0.50 元。

点评：

- **业绩低于预期：**三季度是行业传统销售旺季，加之公司 24#纸机 40 万吨产能 7 月底投产，有部分增量贡献，因此我们此前预计三季度会好于二季度，但从实际情况来看，公司 1-3 季度单季 EPS 分别为 0.20 元、0.16 元、0.15 元，即业绩环比呈下滑趋势，低于预期。
- **旺季不旺，季度环比下滑。**分析原因，主要是受行业景气下滑影响，而本质上还是归结于产能过剩。从 2010 年三季度开始，产能密集投放，严重功过于求导致行业景气骤然降温，但与去年三季度的表现有所不同，去年同期主要是由原材料大幅上涨导致毛利率迅速下滑拖累行业业绩，而今年三季度原材料价格已呈回落走势，但纸价却应声下跌，且跌幅快于原材料。因此带动毛利率与收入双降，业绩雪上加霜。

分析师 雒雅梅
021-38565935
luoyam@xyzq.com.cn
SAC:S0190510120006

- **资产质量下降，但现金流仍十分健康：**我们注意到三季度公司资产周转率出现显著下滑，其中，应收账款周转率 12.53 次，同比下滑 3.2 次；存货周转率 4.6 次，同比下滑 1.1 次；流动资产周转率 1.44 次，同比下滑 0.3 次。显示出随着市场销售压力加大，公司营运能力有所下降。

但另一方面，公司现金流仍十分健康，前三季度公司销售商品提供劳务收到的现金为营业收入的 1.23 倍，上年同期这一比例为 1.12 倍；经营活动产生的现金流量净额为经营活动净收益的 1.56 倍，而上年同期这一比例仅为 0.68 倍。这一方面彰显了公司作为行业龙头的强势地位，另一方面也反映出公司在景气低迷时更加注重账款回收质量，二者均充分显示了公司卓越的抗风险能力。

- **40 万吨铜版纸投产后将在量上对业绩有一定提振：**公司 24#纸机于 2011 年 7 月份投产，产能 40 万吨，主要生产低定量铜版纸，虽然投放市场后，对行业带来了一定冲击，使供需关系更为恶化。但我们认为，站在行业角度客观而论，新产能持续投放并非一家之错，而是市场化行为导致的一个必然趋势，本身难以避免。

就公司来看，虽然 40 万吨产能投产后，市场销售压力加大，但得益于产品品质优势，市场反响较好，因此库存能够稳定在一个半月的可控范围之内，价格方面，当前铜版纸价格已跌至 5800 元附近，较年初跌去约 10%。但相对来看，公司价格仍较为坚挺。销量方面，根据调研情况，我们保守预计 40 万吨铜版纸当前每月产销量约 2.5 万吨，年内按 3 个月销量计算，可达 7.5 万吨左右；盈利方面，按照我们测算，虽然盈利空间已大幅收窄，但吨纸仍可获得 100-200 元的净利。因此明年 40 万吨产能充分释放，将对公司业绩有一定提振。

- **看好公司龙头地位和独特的战略眼光，维持“强烈推荐”评级：**太阳纸业一直以来以清晰的发展思路和优秀的管理水平在业内剑拔头筹，在行业景气低迷时，其在资金、市场、管理等方面所表现出的抗风险能力也颇为引人注目。从业绩方面看公司下半年 40 万吨铜版纸和 10 万吨溶解浆顺利投产也将对未来业绩产生一定的增厚。我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.67 元、0.77 元、0.99 元，维持“强烈推荐”评级。

表、太阳纸业分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	10-3Q	10-4Q	11-1Q	11-2Q	11-3Q	QOQ	2010-09	2011-09	YOY	说明
营业收入	2209	2262	2101	1932	2216.7	0.4%	5775	6250	8.2%	
营业成本	1833	1872	1724	1529	1809.0	-1.3%	4604	5062	10.0%	
毛利	376	390	377	404	407.7	8.6%	1171	1188	1.5%	
销售费用	72	75	70	59	68.4	-4.5%	182	198	8.8%	
管理费用	39	42	48	41	53.1	36.2%	138	142	2.9%	
财务费用	74	89	99	127	135.3	83.7%	219	361	65.2%	
资产减值	-1	9	9	-6	13.8	-	34	17	-51.4%	
公允价值	7	-4	5	0	0.0	-100.0%	6	5	-9.9%	
投资收益	5	23	23	40	17.9	261.2%	72	81	13.0%	
营业利润	203	191	173	214	150.2	-25.9%	671	538	-19.9%	
利润总额	215	201	260	214	221.8	3.3%	703	697	-0.9%	
净利润	150	138	200	156	146.3	-2.5%	499	503	0.8%	
EPS	0.149	0.137	0.199	0.155	0.1	-2.5%	0.496	0.500	0.8%	
销售费用率	3.2%	3.3%	3.4%	3.1%	3.1%	-0.2%	3.2%	3.2%	0.0%	
管理费用率	1.8%	1.9%	2.3%	2.2%	2.4%	0.6%	2.4%	2.3%	-0.1%	
财务费用率	3.3%	3.9%	4.7%	6.6%	6.1%	2.8%	3.8%	5.8%	2.0%	
所得税率	17.9%	20.7%	11.2%	17.3%	19.3%	1.5%	15.6%	15.7%	0.1%	
毛利率	17.0%	17.2%	17.9%	20.9%	18.4%	1.4%	20.3%	19.0%	-1.3%	
净利润率	6.8%	6.1%	9.5%	8.1%	6.6%	-0.2%	8.6%	8.0%	-0.6%	

资料来源：天软投资系统

注：“说明”一栏内容主要是对当期异动项原因的点评

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3661	4497	5480	8257
货币资金	846	785	1283	3036
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	443	464	558	702
其他应收款	27	54	64	73
存货	750	1438	1438	1808
非流动资产	7934	9309	10338	11243
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	528	522	508	516
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	5813	6846	7814	8666
在建工程	1271	1629	1713	1754
油气资产	0	0	0	0
无形资产	283	298	299	303
资产总计	11596	13806	15818	19500
流动负债	5770	7043	7250	8764
短期借款	3447	5040	5000	6000
应付票据	473	786	823	1026
应付账款	820	909	1111	1362
其他	1030	308	316	376
非流动负债	1605	1906	2804	3804
长期借款	1084	1884	2784	3784
其他	520	21	19	20
负债合计	7374	8949	10053	12569
股本	1005	1005	1005	1005
资本公积	788	788	788	788
未分配利润	1449	1914	2616	3520
少数股东权益	673	780	916	1088
股东权益合计	4221	4857	5764	6932
负债及权益合计	11596	13806	15818	19500

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	636	678	772	995
折旧和摊销	525	606	757	914
资产减值准备	31	7	18	27
无形资产摊销	7	7	7	7
公允价值变动损失	2	0	0	0
财务费用	307	374	466	528
投资损失	-95	-96	-149	-151
少数股东损益	116	107	136	172
营运资金的变动	277	462	259	535
经营活动产生现金流量	1224	1243	1749	1948
投资活动产生现金流量	-1385	-1907	-1646	-1667
融资活动产生现金流量	985	603	394	1472
现金净变动	825	-61	498	1753
现金的期初余额	667	846	785	1283
现金的期末余额	1492	785	1283	3036

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	8037	9134	10993	13631
营业成本	6476	7568	9082	11138
营业税金及附加	7	10	12	15
销售费用	257	318	380	466
管理费用	181	218	261	321
财务费用	307	374	466	528
资产减值损失	43	-100	10	10
公允价值变动	2	0	0	0
投资收益	95	96	149	151
营业利润	862	842	932	1304
营业外收入	51	50	100	50
营业外支出	9	0	0	0
利润总额	904	892	1032	1354
所得税	151	107	124	187
净利润	753	785	908	1167
少数股东损益	116	107	136	172
归属母公司净利润	636	678	772	995
EPS (元)	0.63	0.67	0.77	0.99

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	34.8%	13.6%	20.4%	24.0%
营业利润增长率	21.8%	-2.3%	10.6%	40.0%
净利润增长率	32.9%	6.5%	13.8%	28.9%
盈利能力(%)				
毛利率	19.4%	17.1%	17.4%	18.3%
净利率	7.9%	7.4%	7.0%	7.3%
ROE	17.9%	16.6%	15.9%	17.0%

偿债能力(%)

资产负债率	63.6%	64.8%	63.6%	64.5%
流动比率	0.63	0.64	0.76	0.94
速动比率	0.50	0.43	0.56	0.74

营运能力(次)

资产周转率	0.77	0.00	0.00	0.00
应收帐款周转率	20.67	18.07	19.20	19.34

每股资料(元)

每股收益	0.63	0.67	0.77	0.99
每股经营现金	1.25	1.24	1.74	1.94
每股净资产	3.53	4.06	4.83	5.82

估值比率(倍)

PE	13.22	12.41	10.90	8.46
PB	2.37	2.06	1.73	1.44

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

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyjq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。

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

定期报告点评

本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。