

证券研究报告—动态报告

轻工

造纸

太阳纸业(002078)

2011 年三季度报

谨慎推荐

(维持评级)

2011 年 10 月 26 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本 (百万股)	1,004.8/326.4
总市值 (百万元)	8,370.1/2,719.1
沪深 300/深圳成指	2,409.67/10,203.40
12 个月最高/最低 (元)	14.64/8.04

相关研究报告:

《太阳纸业-002078-行业低迷及负债率上升制约盈利》——2011-8-28

证券分析师: 李世新

电话: 0755-82130565

E-mail: Lisx@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120053

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

疲弱持续

● 财政补贴继续充当盈利稳定器

前三季度公司实现营业收入 62.5 亿元, 同比增 8.2%; 实现净利 5.03 亿元, 同比增 0.8%, 净利率为 8.0%, EPS=0.50 元; 每股经营性现金净流量为 0.70 元。其中第三季度实现营业收入 22.2 亿元, 同比增 0.4%, 环比增 14.7%; 实现净利 1.46 亿元, 同比降 2.5%, 环比降 6.3%, 净利率为 6.6%, EPS=0.15 元; 每股经营性现金净流量为 0.08 元。本季占利润总额 1/3 的 7,231 万元财政补贴对冲了由毛利率下降带来的盈利不利影响。

● 行业景气低迷致公司毛利率下降

公司主导纸种文化纸、涂布包装纸板和铜版纸市场供给增加过快而需求增速下降, 综合毛利率由上季的 20.9% 下跌至 18.4%, 维持着自去年中期以来的颓势。基于对铜版纸和文化纸过剩程度和持续性的测算, 我们预计公司造纸环节毛利率走势短期难以根本扭转。溶解浆改造项目对公司综合毛利率改善或有帮助, 但程度可能取决于棉价及常规运行后公司对转产时机的把握等因素。

● 高负债率拉升财务费用

公司负债率自 2008 年一季末的 57.1% 持续上升, 至本季末达到 69.1%, 于高息背景下近两季财务费用率提高到 6.1~6.6% 的历史高水平, 基本等同本季度公司 6.6% 的净利率。在经营效率方面, 存货周转 71 天略多于上季, 而应收帐款周转 20 天则有所下降。

● 风险提示

造纸行业景气年内仍将低迷; 负债率较高。

● 维持“谨慎推荐”的投资评级

我们调整 2011~2013 年公司 EPS 为 0.64/0.81/0.96 元(原预期为 0.68/0.88/0.99 元), 目前价对应 P/E=13/10/9X, P/B=2.1/1.8/1.6X。维持“谨慎推荐”的投资评级。

盈利预测和财务指标

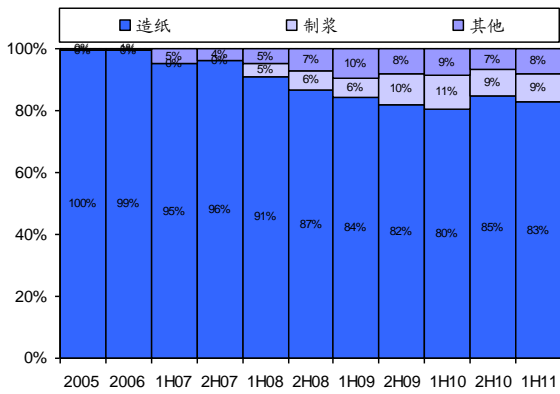
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	5,960.73	8,037.04	8,443	10,099	11,201
(+/-%)	2.78%	34.83%	5.0%	19.6%	10.9%
净利润(百万元)	478.82	636.38	641	814	967
(+/-%)	109.02%	32.90%	0.8%	26.9%	18.7%
每股收益(元)	0.95	0.63	0.64	0.81	0.96
EBIT Margin	10.81%	14.97%	12.5%	13.1%	13.3%
净资产收益率 (ROE)	15.99%	17.93%	16.0%	17.8%	18.4%
市盈率 (PE)	8.74	13.15	13.0	10.3	8.7
EV/EBITDA	8.07	7.76	9.7	7.9	7.0
市净率 (PB)	1.40	2.36	2.09	1.83	1.60

表 1: 公司季度营业收入及净利润

	2009				2010				2011		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
营业收入 (亿元)	13.47	13.52	14.98	17.64	17.27	18.39	22.09	22.62	21.01	19.32	22.17
同比增长率	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	28.2%	36.0%	47.5%	28.2%	21.6%	5.1%	0.4%
年度占比	22.6%	22.7%	25.1%	29.6%	21.5%	22.9%	27.5%	28.1%	n.a.	n.a.	n.a.
净利润 (万元)	0.61	0.91	1.69	1.58	1.70	1.79	1.50	1.38	2.00	1.56	1.46
同比增长率	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	180.2%	96.0%	-11.2%	-12.9%	17.8%	-12.7%	-2.5%
年度占比	12.7%	19.1%	35.3%	33.0%	26.7%	28.1%	23.6%	21.6%	n.a.	n.a.	n.a.
EPS	0.06	0.09	0.17	0.16	0.17	0.18	0.15	0.14	0.20	0.15	0.15
净利率	4.5%	6.7%	11.3%	9.0%	9.8%	9.7%	6.8%	6.1%	9.5%	8.1%	6.6%

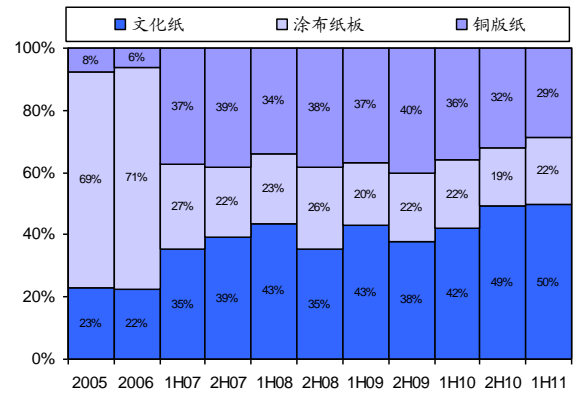
资料来源: 公司定期报告、国信证券经济研究所整理

图 1: 公司总体收入结构



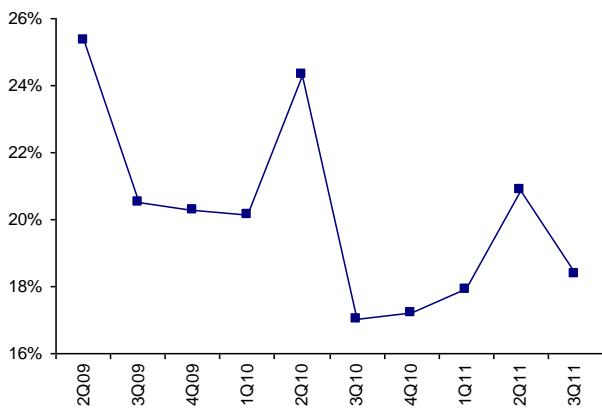
资料来源: 公司定期报告、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司造纸业务收入结构



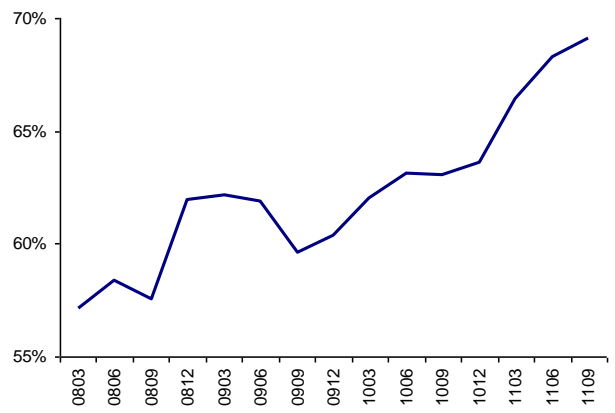
资料来源: 公司定期报告、国信证券经济研究所整理

图 3: 公司季度综合毛利率



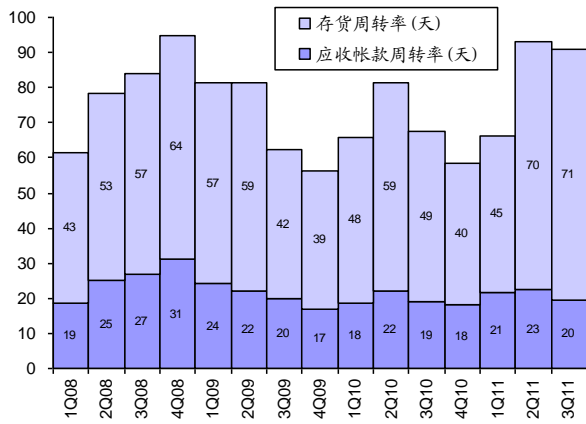
资料来源: 公司定期报告、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司负债率



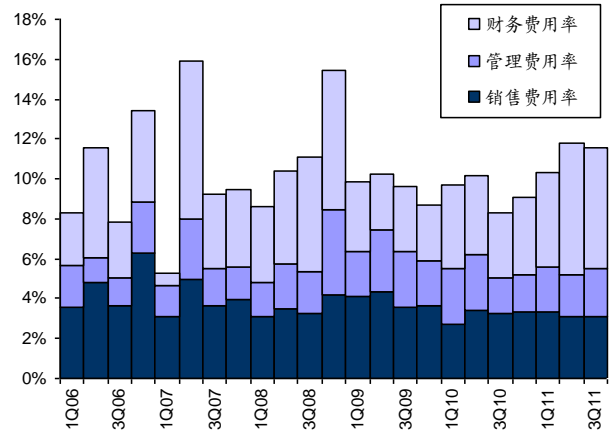
资料来源: 公司定期报告、国信证券经济研究所整理

图 5: 公司经营效率



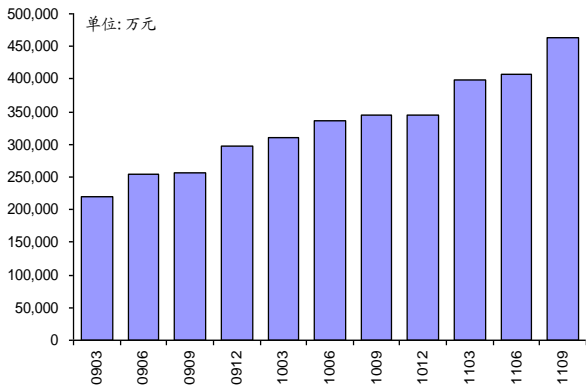
资料来源: 公司定期报告、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司三项费用率



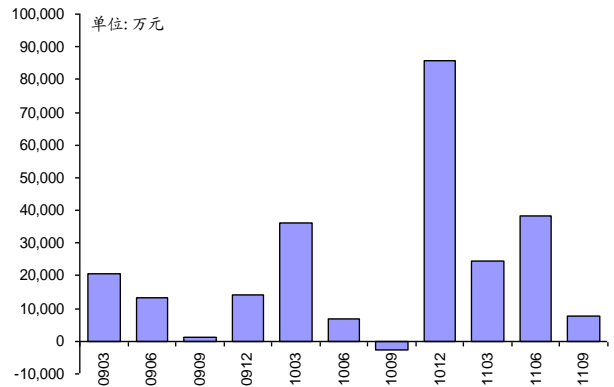
资料来源: 公司定期报告、国信证券经济研究所整理

图 7: 公司短期借款增加较快



资料来源: 公司定期报告、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司季度经营性现金净流量



资料来源: 公司定期报告、国信证券经济研究所整理

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	846	846	846	846
应收款项	1535	1612	1928	2139
存货净额	750	784	932	1031
其他流动资产	531	557	667	740
流动资产合计	3661	3800	4373	4756
固定资产	7084	8597	8791	8899
无形资产及其他	283	273	264	254
投资性房地产	40	40	40	40
长期股权投资	528	528	528	528
资产总计	11596	13238	13996	14477
短期借款及交易性金融负债	4205	5246	5024	4500
应付款项	1293	1352	1607	1779
其他流动负债	272	285	338	375
流动负债合计	5770	6883	6969	6653
长期借款及应付债券	1582	1582	1582	1582
其他长期负债	22	22	22	22
长期负债合计	1605	1605	1605	1605
负债合计	7374	8488	8574	8258
少数股东权益	673	753	854	975
股东权益	3548	3998	4568	5244
负债和股东权益总计	11596	13238	13996	14477

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.63	0.64	0.81	0.96
每股红利	0.43	0.19	0.24	0.29
每股净资产	3.53	3.98	4.55	5.22
ROIC	11%	9%	10%	11%
ROE	18%	16%	18%	18%
毛利率	19%	18%	19%	19%
EBIT Margin	14%	13%	13%	13%
EBITDA Margin	20%	21%	21%	21%
收入增长	35%	5%	20%	11%
净利润增长率	33%	1%	27%	19%
资产负债率	69%	70%	67%	64%
息率	5.2%	2.3%	2.9%	3.5%
P/E	13.2	13.0	10.3	8.7
P/B	2.4	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	9.6	9.7	7.9	7.0

资料来源: 国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	8037	8443	10099	11201
营业成本	6476	6890	8197	9078
营业税金及附加	7	20	20	22
销售费用	257	270	323	358
管理费用	181	204	232	256
财务费用	307	410	376	325
投资收益	95	103	103	103
资产减值及公允价值变动	(41)	(22)	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	862	730	1054	1265
营业外净收支	42	159	75	75
利润总额	904	889	1129	1340
所得税费用	151	133	169	201
少数股东损益	116	114	145	172
归属于母公司净利润	636	641	814	967

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	636	641	814	967
资产减值准备	47	(5)	3	1
折旧摊销	525	679	812	900
公允价值变动损失	41	22	0	0
财务费用	307	410	376	325
营运资本变动	(221)	(71)	(262)	(173)
其它	(10)	85	98	119
经营活动现金流	1018	1351	1466	1814
资本开支	(1899)	(2200)	(1000)	(1000)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(2000)	(2200)	(1000)	(1000)
权益性融资	18	0	0	0
负债净变化	(197)	0	0	0
支付股利、利息	(432)	(192)	(244)	(290)
其它融资现金流	2401	1041	(222)	(524)
融资活动现金流	1161	849	(466)	(814)
现金净变动	179	0	0	0
货币资金的期初余额	667	846	846	846
货币资金的期末余额	846	846	846	846
企业自由现金流	(667)	(692)	678	991
权益自由现金流	1537	1	137	191

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔嵘	021-60933159	张旭	010-66026340		
				技术分析	
				闫莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑武	0755-82130422	邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648
陈建生	0755-82133766	黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳鑫	0755-82130432			黄道立	0755-82133397
周俊	0755-82130833-6215				
糜怀清	021-60933167				
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左涛	021-60933164	郑东	010-66025270
祝彬	021-60933156			秦波	010-66026317
常伟				郭莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑武	0755-82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁丹	0755-82139908
杨森	0755-82133343	罗洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	胡博新	0755-82133263
		梁丹	0755-82134323	刘勃	0755-82130833-1845
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭波	0755-82133909
张弢	010-88005311	刘明	010-88005319	龙飞	
电力与公用事业		非银行金融		通信	
谢达成	021-60933161	邵子钦	0755-82130468	严平	021-60875165
		田良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755-82130761
邵达	0755-82130706	朱少凌	0755-82130646	欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
高耀华	010-88005321				
熊丹	0755-82133528				
建材		旅游		食品饮料	
郑东	010-66025270	曾光	0755-82150809	黄茂	0755-82138922
马彦	010-88005304	钟潇	0755-82132098		
建筑		新兴产业		研究支持	
邱波	0755-82133390	陈健	010-66022025	沈瑞	0755-82132998
刘萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	余辉	0755-82130741
		孙伟	010-66026320	王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳瑾	0755-82133538	康亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	郑云	021-60875163
邓岳	0755-82150533	李腾	0755-82130833-6223	毛甜	021-60933154
		刘洋	0755-82150566	李荣兴	021-60933165
		潘小果	0755-82130843	郑亚斌	
		蔡乐祥	0755-82130833-1368		
		钱晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			
戴军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174		
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090		
彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165		

秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦敏	0755-82130833-3772	袁剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833-1379		

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)
王立法 010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏宁 0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建 010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	林莉 0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
焦戡 010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑毅 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李文英 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘塑 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘墨 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原祎 010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟 0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
杨柳 010-66026341 18601241651 yangliu11@hotmail.com	孔华强 021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐冉 0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
		颜小燕 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
		赵晓曦 0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
		郑灿 0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn