

证券研究报告—动态报告

轻工

造纸

太阳纸业(002078)

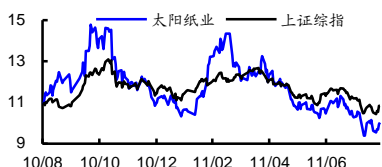
谨慎推荐

2011 年半年报

(维持评级)

2011 年 8 月 29 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)	10,078.2/3,274.0
沪深 300/深圳成指	2,612.19/11,568.17
12 个月最高/最低 (元)	14.78/9.39

相关研究报告:

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

财报点评

行业低迷及负债率上升制约盈利

●盈利同比: 半年增 2.2%、季度降 12.7%

上半年公司实现营业收入 40.3 亿元, 同比增 13.1%; 实现净利 3.56 亿元, 同比增 2.2%, 净利率为 8.8%, EPS=0.35 元; 每股经营性现金净流量为 0.62 元。其中第二季度实现营业收入 19.3 亿元, 同比增 5.1%, 环比降 8.0%; 实现净利 1.56 亿元, 同比降 12.7%, 环比降 22.1%, 净利率为 8.1%, EPS=0.16 元; 每股经营性现金净流量为 0.38 元。盈利下降主要由毛利率下降和财务费用率上升导致, 而 7,886 万元的财政贴息帮助公司未出现更大幅度的盈利下滑。

●毛利率总体下跌, 财务费用率明显上升

受行业供给过剩影响, 一年来公司主导纸种文化纸、涂布包装纸板和铜版纸毛利率全面下降。上半年公司产品综合毛利率 19.1% 虽较去年下半年的 16.8% 上升, 但仍低于去年同期的 21.6%。同时, 财务费用率年内快速上升, 二季度达到 6.6%, 明显高于去年同期的 4.0%, 其原因是公司负债率由去年中期的 63.1% 上升到目前的 68.3%, 期间适逢加息过程。行业的不景气也导致了公司经营效率的下降, 存货及应收账款周转率分别由去年二季度的 59 天和 22 天上升到今年二季度的 70 天和 23 天。

●未来盈利增长将来自新增产能释放

公司新建的 30 万吨高松厚度纯质纸机 (24 号纸机) 项目已完成, 计划从 7 月份试产三个月后投产; 化学木浆生产线经溶解浆改造也计划在 10 月份投产, 是国内较早投放的溶解浆设备, 若棉价稳定, 预计能获取一段时期的较高利润率。

●风险提示

造纸行业景气年内仍将低迷; 溶解浆市场也面临国内木浆转产规模的逐步扩大。

●维持“谨慎推荐”的投资评级

我们预计 2011~2013 年公司 EPS=0.68/0.88/0.99 元, 对应 P/E=15/12/10X, P/B=2.5/2.2/1.9X。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)	5,961	8,037	8,443	10,099	11,201
(+/-%)	2.8%	34.8%	5.0%	19.6%	10.9%
净利润(百万元)	479	636	686	880	999
(+/-%)	109.0%	32.9%	7.8%	28.2%	13.6%
每股收益 (元)	0.95	0.63	0.68	0.88	0.99
EBIT Margin	10.8%	15.0%	13.5%	14.0%	14.1%
净资产收益率 (ROE)	16.0%	17.9%	17.2%	19.3%	19.2%
市盈率 (PE)	10.5	15.8	14.7	11.5	10.1
EV/EBITDA	8.9	8.7	10.3	8.8	8.0
市净率 (PB)	1.68	2.84	2.52	2.21	1.93

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。

表 1: 公司半年度营业收入及净利润

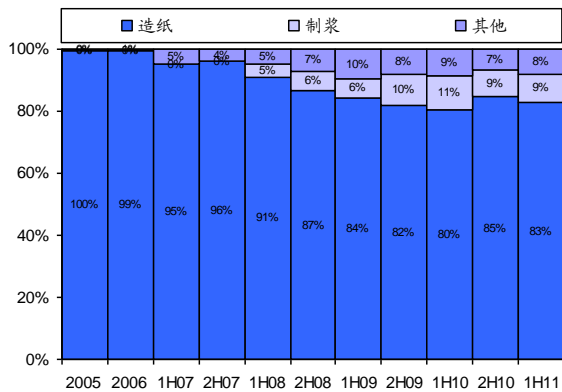
	2009		2010		2011
	H1	H2	H1	H2	H1
营业收入 (亿元)	26.99	32.62	35.66	44.71	40.33
同比增长率	n.a.	n.a.	32.1%	37.1%	13.1%
年度占比	45.3%	54.7%	44.4%	55.6%	n.a.
净利润 (亿元)	1.52	3.27	3.49	2.88	3.56
同比增长率	n.a.	n.a.	129.6%	-12.0%	2.2%
年度占比	31.7%	68.3%	54.8%	45.2%	n.a.
EPS	0.15	0.33	0.35	0.29	0.35
净利率	5.6%	10.0%	9.8%	6.4%	8.8%

资料来源: 公司定期报告、国信证券经济研究所整理

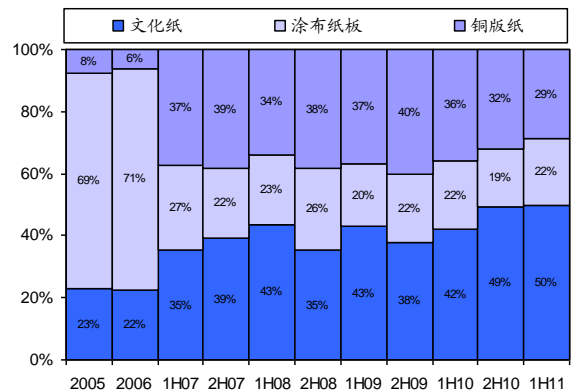
表 2: 公司季度营业收入及净利润

	2009				2010				2011	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
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
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%
年度占比	22.6%	22.7%	25.1%	29.6%	21.5%	22.9%	27.5%	28.1%	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
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%
年度占比	12.7%	19.1%	35.3%	33.0%	26.7%	28.1%	23.6%	21.6%	n.a.	n.a.
EPS	0.06	0.09	0.17	0.16	0.17	0.18	0.15	0.14	0.20	0.16
净利率	4.5%	6.7%	11.3%	9.0%	9.8%	9.7%	6.8%	6.1%	9.5%	8.1%

资料来源: 公司定期报告、国信证券经济研究所整理

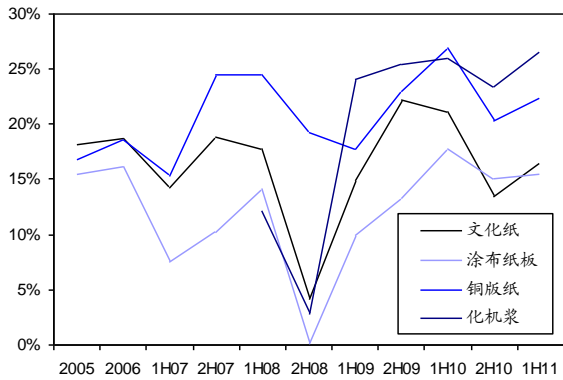
图 1: 公司总体收入结构


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


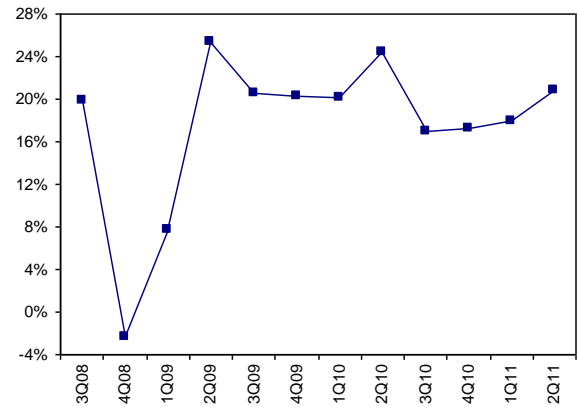
资料来源: 公司定期报告、国信证券经济研究所整理

图 3: 公司各业务毛利率



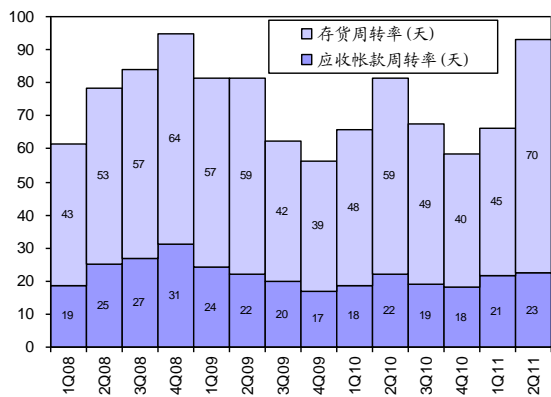
资料来源: 公司定期报告、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司季度综合毛利率



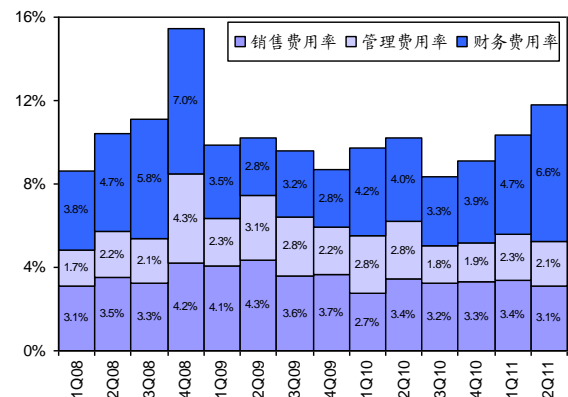
资料来源: 公司定期报告、国信证券经济研究所整理

图 5: 公司经营效率



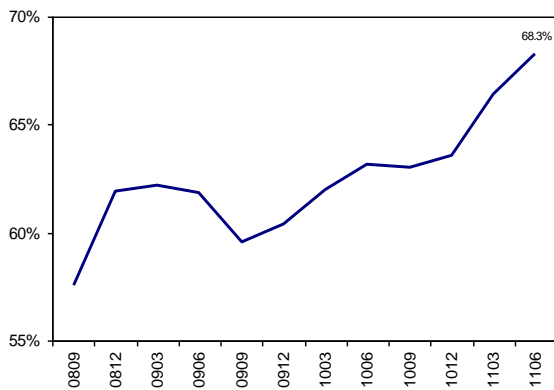
资料来源: 公司定期报告、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司三项费用率



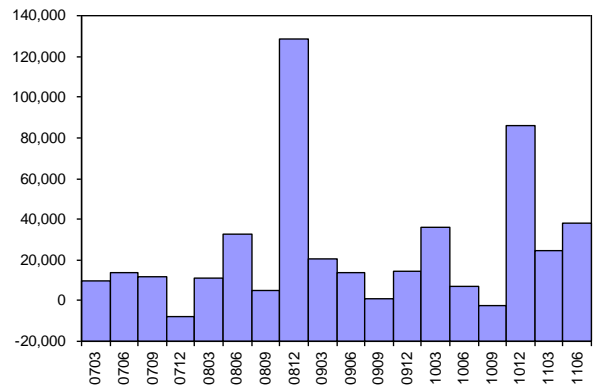
资料来源: 公司定期报告、国信证券经济研究所整理

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 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：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	774	916	1008
其他流动资产	531	557	667	740
流动资产合计	3661	3790	4357	4733
固定资产	7084	8911	10062	11069
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	13542	15251	16624
短期借款及交易性金融负债	4205	5575	6313	6728
应付款项	1293	1335	1580	1739
其他流动负债	272	281	333	367
流动负债合计	5770	7191	8226	8834
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	8796	9831	10439
少数股东权益	673	752	854	970
股东权益	3548	3994	4566	5216
负债和股东权益总计	11596	13542	15251	16624

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.63	0.68	0.88	0.99
每股红利	0.43	0.24	0.31	0.35
每股净资产	3.53	3.98	4.54	5.19
ROIC	11%	9%	10%	10%
ROE	18%	17%	19%	19%
毛利率	19%	19%	20%	20%
EBIT Margin	14%	14%	14%	14%
EBITDA Margin	20%	22%	22%	23%
收入增长	35%	5%	20%	11%
净利润增长率	33%	8%	28%	14%
资产负债率	69%	71%	70%	69%
息率	4.3%	2.4%	3.1%	3.5%
P/E	15.8	14.7	11.5	10.1
P/B	2.8	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA	10.6	10.3	8.8	8.0

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	6817	8112	8990
营业税金及附加	7	20	20	22
销售费用	257	270	323	358
管理费用	181	195	232	256
财务费用	307	413	416	413
投资收益	95	136	136	136
资产减值及公允价值变动	(41)	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	862	863	1132	1297
营业外净收支	42	87	87	87
利润总额	904	951	1219	1385
所得税费用	151	143	183	208
少数股东损益	116	122	157	178
归属于母公司净利润	636	686	880	999

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	636	686	880	999
资产减值准备	47	(4)	7	6
折旧摊销	525	686	852	997
公允价值变动损失	41	0	0	0
财务费用	307	413	416	413
营运资本变动	(221)	(81)	(264)	(177)
其它	(10)	83	95	110
经营活动现金流	1018	1370	1569	1935
资本开支	(1899)	(2500)	(2000)	(2000)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(2000)	(2500)	(2000)	(2000)
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)	(240)	(308)	(350)
其它融资现金流	2401	1370	739	415
融资活动现金流	1161	1130	431	65
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)	(926)	(212)	158
权益自由现金流	1537	93	173	222

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		
崔嵘	021-60933159	张旭	010-66026340	技术分析	
		刘子宁	021-60933145	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	谈焯	010-66025229	黄道立	0755-82133397
高健	0755-82130678				
机械		汽车及零配件		钢铁	
郑武	0755-82130422	左涛	021-60933164	郑东	010-66025270
陈玲	0755-82130646			秦波	010-66026317
杨森	0755-82133343				
商业贸易		基础化工		医药	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
祝彬	0755-82131528	陈爱华	0755-82133397	丁丹	0755-82139908
田惠蓝	0755-82133263	罗洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
		吴琳琳	0755-82130833-1867		
		梁丹	0755-82134323		
石油与石化		电力设备与新能源		传媒	
严蓓娜	021-60933165	杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163
		张弢	010-88005311		
有色金属		电力与公用事业		非银行金融	
彭波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755-82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
通信		造纸		家电	
严平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
程锋	021-60933167	邵达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
计算机		电子元器件		纺织服装	
段迎晟	0755-82130761	段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158
黄磊	0755-82151833	高耀华	0755-82130771		
农业		旅游		食品饮料	
张如	021-60933151	曾光	0755-82150809	黄茂	0755-82138922
建材		煤炭		建筑	
				邱波	0755-82133390
				刘萍	0755-82130678
新兴产业		研究支持		量化投资产品	
陈健	010-66022025	沈瑞	0755-82132998	焦健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷达	0755-82132098	阳瑾	0755-82133538
		袁剑	0755-82139918	周琦	0755-82133568
		余辉	0755-82130741	赵学昂	0755-66025232
		王越明	0755-82130478	邓岳	0755-82150533
基金评价与研究		量化投资策略		量化交易策略与技术	
杨涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴军	0755-82133129
康亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155	黄志文	0755-82133928
刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326	秦国文	0755-82133528
彭甘霖	0755-82133259	郑云	021-60875163	赵斯尘	021-60875174
李腾	0755-82130833-6223	毛甜	021-60933154	徐左乾	0755-82133090
刘洋	0755-82150566				

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	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	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	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				温馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn