

溶解浆将成为重要的新增利润点

——太阳纸业（002078）调研快报

2012年3月20日

强烈推荐/ 首次

太阳纸业

调研快报

王明德	分析师	执业证书编号: S1480511100001
联系人: 孙玉姣	010-6655 4090	邮箱: sunyj@dxzq.net.cn

事件:

我于3月19日调研了太阳纸业, 与公司进行了深入交流。

评论:

1、公司为国内中高端纸品的龙头企业, 总体规模居全国前五位。

公司产品主要有未涂布文化纸、白卡纸和铜版纸。未涂布文化纸为国内文化纸第一品牌, 市场占有率超过7%。白卡纸方面, 子公司2011年太阳有限淘汰10万吨落后产能之后, 仅剩下朝阳公司15万吨产能; 加上两家合资公司85万吨产能后, 合计产能达到100万吨; 市场占有率约为8%。铜版纸产能为40万吨, 满产后市场占有率约为6%左右。目前公司整体纸张产能为265万吨(包含合资公司); 2012年合资公司40万吨食品级白卡纸项目投产后, 公司总体产能将达到305万吨。

纸浆产能方面, 公司目前有50万吨的化学机械浆产能, 2011年10月份20万吨溶解浆项目投产; 另外, 老挝30万吨化学浆项目将于2013年投产。届时, 总体浆线产能为100万吨。

表 1: 公司产能分布

产品	现有产能	扩产计划
未涂布文化纸	120 万吨	
铜版纸	45 万吨	
白卡纸 (含合资公司)	100 万吨	合资公司 40 万吨 2012 年三季度投产
合计	265 万吨	
溶解浆	20 万吨	
化学机械浆	50 万吨	
化学浆		老挝项目 30 万吨 2013 年投产
合计		

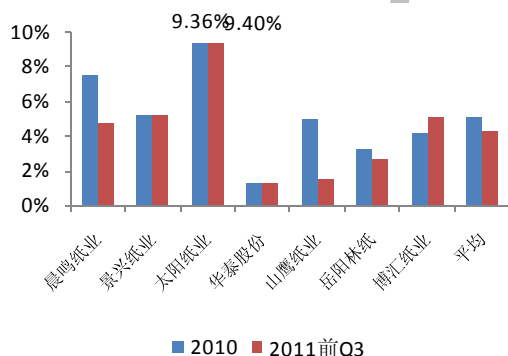
资料来源: 公司公告, 东兴证券

2、公司战略清晰、定位精准；盈利能力在行业上市公司中领先

公司坚持发展中高端纸品的战略，并采取灵活的原材料策略；盈利能力在行业上市公司中居于首位。在产品方面，致力于成为中国文化纸第一品牌的战略，大力发展轻型纸、液包原纸、烟卡、食品卡等中高端、高盈利品种；避开低端的激烈竞争。在原材料方面，公司不盲目发展浆线产能，在维持原有50万吨化学机械浆产能的基础上，将30万吨的化学浆改造成盈利能力更高的溶解浆项目。老挝项目的30万吨新增产能中，也有条件改造成溶解浆项目，可以根据纸浆和溶解浆两者的盈利比较进行灵活的产能调节。这就避免了浆线过长而拖累整体业绩。

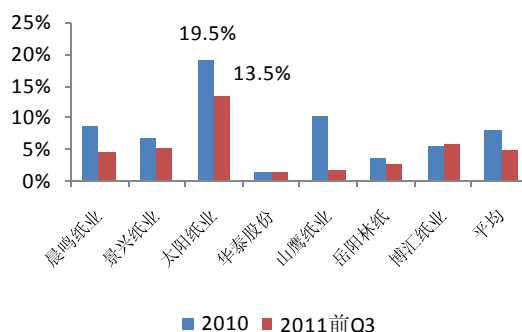
公司拥有优秀、高效的民营企业管理体制，成本控制得当，整体盈利能力在行业内领先。2010年，公司净利率为9.36%，远高于晨鸣纸业7.57%和博汇纸业的4.15%；净资产收益率为19.5%，远高于晨鸣纸业的8.8%和博汇纸业的5.6%。2011年前三季度，公司净利润率为9.4%；净资产收益率为13.5%，远高于其他龙头企业及行业平均水平。

图 1：公司与行业其他上市公司净利率对比



资料来源：上市公司公告

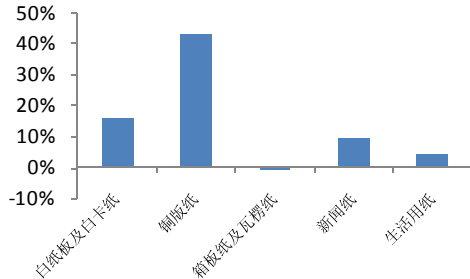
图 2：公司与行业其他上市公司 ROE 对比



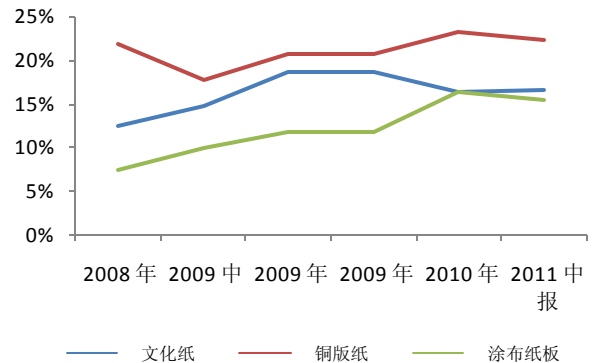
资料来源：上市公司公告

3、2011年受造纸行业景气度下降及结构性产能过剩影响，营业利润约下降59%

根据公司公布2011年业绩快报数据，全年营业利润为5.32亿元，同比下降59%。结合公司三季度报表推算，公司四季度营业利润为-1.86亿元。从行业面讲，造纸行业景气度下降导致需求增速放缓，产品价格下半年下降幅度较大，造成整体盈利下滑。从公司面看，24号机器中期投产后，适逢细分市场的新增产能集中投放导致产能严重过剩。公司铜版纸和文化纸盈利能力下滑，从半年报数据看，公司铜版纸毛利率同比下滑4.51个百分点，文化纸毛利率下滑4.54个百分点。我们判断，四季度铜版纸和文化纸毛利率会继续下降。涂布纸板受益于下游消费升级及需求旺盛，盈利能力相对保持稳定。

图 3：2011 年新增产能占当年市场容量比例


资料来源：东兴证券

图 4：公司产品毛利率


资料来源：公司公告

4、2012 年行业转暖，公司最大的看点为溶解浆项目

根据之前我们造纸行业深度报告的分析，2012 年造纸行业将随宏观经济探底回升而转暖。结构性产能状况较去年有所好转，铜版纸近两年内无新的产能投放；白卡纸产能除晨鸣纸业 80 万吨及太阳纸业合资公司 40 万吨投放外，其他厂商将把产能投放的时间推迟到 2013 年，好于之前市场预期。成本方面由于国际国内浆线新增产能投放较多而保持相对稳定。行业整体盈利有望在上半年探底回升。

对公司而言，白卡纸、文化纸、铜版纸的经营环境都将好于去年下半年。除此之外，最大的看点为 20 万吨溶解浆项目。公司技改形成的 20 万吨溶解浆项目最国内最先投产、规模最大、质量最高和最稳定的项目。溶解浆近两年国际产能投放较少，新增产能大部分在中国，仍处于供不应求状态。在当前棉花价格在 2 万元/吨较低价位的情况下，溶解浆价格在 9500 元-10000 元/吨，公司每吨盈利在 2000 元以上。预计公司 2012 年溶解浆产量可以达到 20 万吨，保守估计单纯溶解浆能贡献毛利 3 亿元以上。这相对于公司 2011 年前三季度毛利的 41%。

表 2：国内溶解浆项目

企业	预计产能	预计投产时间
晨鸣纸业	8 万吨	2011 年 3-4 月
太阳纸业	20 万吨	2011 年 10 月
青山纸业	12 万吨	2011 年 10 月试机
岳阳纸业	30 万吨	2012 年 4 月
福建南纸	9.6 万吨	2012 年中期
吉林化纤	5 万吨	2012 年中期

资料来源：公司公告、东兴证券

5、公司未来发展战略为向上游拓展原材料，同时打造中国文化纸第一品牌

公司在老挝30万吨化学浆项目将于2013年投产，与之配套的10万公顷林地建设逐步进行。目前公司已经完成3000多公顷的造林工作，最早建造的林地已经进入砍伐期。随着林地建设的逐步推进，公司可以利用自有林地资源来稳定原材料价格；增强公司原材料成本的控制能力。同时，公司继续打造文化纸第一品牌，打造轻型纸等高端纸张。

盈利预测及投资评级

我们预测2012-2013年公司营业收入为101亿元、116亿元；归属于母公司股东的净利润分别为6.62亿元、8.52亿，对应EPS分别为0.66元、0.85元。目前估值分别为11.0倍和8.6倍。

造纸行业2011年、2012年平均估值为23.0倍和17.6倍，公司估值低于行业水平。公司2011年下半年为业绩低谷；2012年将探底回升。新的溶解浆项目将成为公司主要的利润增长点，整体业绩对溶解浆的弹性在行业内最大。我们认为公司作为行业内盈利能力最好的公司，应该享受2012年15-16倍的市盈率，还有36%-45%估值修复空间。首次给予“强烈推荐”评级。

表 3：造纸类公司估值比较

代码	简称	每股收益（元）		市盈率 PE	
		11E	12E	11E	12E
000488.SZ	晨鸣纸业	0.33	0.41	15.47	12.61
002078.SZ	太阳纸业	0.47	0.66	15.53	11.0
600308.SH	华泰股份	0.10	0.14	43.91	29.36
600433.SH	冠豪高新	0.20	0.35	56.71	31.93
600963.SH	岳阳林纸	0.18	0.25	28.89	19.96
600966.SH	博汇纸业	0.44	0.53	15.55	12.94
行业平均（整体法）				23.0	17.6

资料来源：东兴证券

利润表 (百万元)	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
营业收入	8,037.04	8,766.00	9.07%	10,100.00	15.22%	11,600.00	14.85%
营业成本	6,476.20	7,363.44	13.70%	8,302.20	12.75%	9,512.00	14.57%
营业费用	257.13	293.66	14.21%	353.50	20.38%	377.00	6.65%
管理费用	180.53	219.15	21.40%	252.50	15.22%	278.40	10.26%
财务费用	307.35	417.81	35.94%	434.38	3.97%	457.17	5.25%
投资收益	94.76	70.00	-26.13%	80.00	14.29%	110.00	37.50%
营业利润	862.10	533.17	-38.15%	827.32	55.17%	1,073.83	29.80%
利润总额	903.66	683.17	-24.40%	902.32	32.08%	1,133.83	25.66%
所得税	151.15	105.89	-29.94%	135.35	27.82%	170.08	25.66%
净利润	752.51	577.28	-23.29%	766.97	32.86%	963.76	25.66%
归属母公司所有者的净利润	636.38	477.28	-25.00%	661.97	38.70%	851.76	28.67%
NOPLAT	973.84	803.58	-17.48%	1,072.45	33.46%	1,301.35	21.34%
资产负债表 (百万元)	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
货币资金	846.31	1,314.90	55.37%	1,515.00	15.22%	1,740.00	14.85%
交易性金融资产	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	442.50	480.33	8.55%	553.42	15.22%	635.62	14.85%
预付款项	518.18	525.54	1.42%	533.84	1.58%	543.35	1.78%
存货	749.54	806.95	7.66%	909.83	12.75%	1,042.41	14.57%
流动资产合计	3,661.13	4,237.83	15.75%	4,791.15	13.06%	5,430.39	13.34%
非流动资产	7,934.48	9,618.68	21.23%	10,463.51	8.78%	10,593.96	1.25%
资产总计	11,595.61	13,856.51	19.50%	15,254.66	10.09%	16,024.35	5.05%
短期借款	3,446.89	3,445.89	-0.03%	3,444.89	-0.03%	3,443.89	-0.03%
应付帐款	819.77	907.82	10.74%	1,023.56	12.75%	1,172.71	14.57%
预收款项	164.53	164.53	0.00%	164.53	0.00%	164.53	0.00%
流动负债合计	5,769.61	5,157.58	-10.61%	5,336.62	3.47%	5,567.63	4.33%
非流动负债	1,604.71	1,300.93	-18.93%	1,500.93	15.37%	1,800.93	19.99%
少数股东权益	672.80	772.80	14.86%	877.80	13.59%	989.80	12.76%
母公司股东权益	3,548.49	3,788.15	6.75%	4,052.94	6.99%	4,393.65	8.41%
净营运资本	(2,108.48)	(919.74)	N/A	(545.47)	N/A	(137.24)	N/A
投入资本 IC	8,412.31	7,976.40	-5.18%	8,345.09	4.62%	8,871.79	6.31%
现金流量表 (百万元)	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
净利润	752.51	577.28	-23.29%	766.97	32.86%	963.76	25.66%
折旧摊销	524.61	0.00	N/A	962.45	N/A	1,123.20	16.70%
净营运资金增加	(644.78)	1,188.73	N/A	374.28	-68.51%	408.23	9.07%
经营活动产生现金流	1,258.54	1,762.62	40.05%	1,910.63	8.40%	2,251.90	17.86%
投资活动产生现金流	(2,030.33)	(2,289.76)	N/A	(2,020.00)	N/A	(1,440.00)	N/A

融资活动产生现金流	975.80	(1,726.73)	N/A	(632.56)	N/A	(669.22)	N/A
现金净增（减）	204.02	(2,253.87)	N/A	(741.93)	N/A	142.68	N/A

东兴证券

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

孙玉姣

南开大学理学学士、金融学硕士，2007-2011年在保险资产管理公司从事消费行业研究。2011年加盟东兴证券研究所，轻工、造纸行业高级研究员。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

