

公司研究

调研简报

跟踪评级\_调高:短期\_强烈推荐,长期\_A

## 浆纸产能释放助推 2010 年业绩大幅增长

——太阳纸业(002078)调研简报

### 核心观点

公司主要产品有铜版纸(45万吨)、双胶纸(30万吨)以及白板纸(35万吨),另外两家合资公司白卡纸产能约85万吨(持有45%股权)。

目前销售情况非常好,白板纸、铜版纸、双胶纸供应都偏紧,所以涨价阻力很小,成本上涨基本能够顺利转嫁至下游,目前库存都处于低位,下游厂商也未出现大幅囤货的情况。

铜版纸:总体供不应求。目前价格7500元/吨,4月份有望突破8000元/吨。目前月销量3.5万吨,产销基本平衡,其中内销2.9万吨,其余出口美国(占比90%左右)和欧盟。

白板纸:华夏太阳价格5400元/吨,近期有望再次上涨500元,天阳价格为5100元/吨,由于目前木浆价格不断上涨,接单价格变化较快,目前以短单为主。目前月销售量为2.9万吨,产销基本平衡。

双胶纸:分为两类高档双胶纸和中低档双胶纸。高档双胶纸价格为8000元/吨,去年12月份至今涨幅超过1000元,月销售量为1万吨,库存基本没有,接单以短单为主。中低档双胶纸中华夏太阳价格7000元/吨,天阳6500元/吨,涨幅与高档双胶纸基本一致,当前月销售量为1.5-1.6万吨,基本无库存。

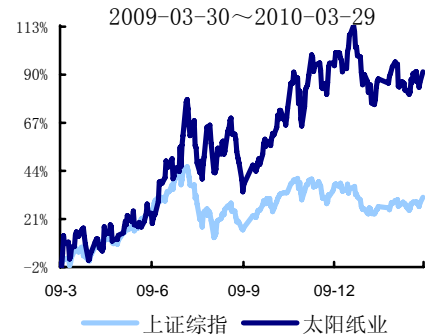
由于当前浆纸价格变化较快,各种纸的盈利状况变化较快,但是由于成本能够及时转嫁至下游,所以整体毛利率仍然稳定在较高水平,根据我们估算,整体毛利率在20%以上。

**自制浆产能释放是公司一季度业绩的亮点。**随着进口浆价的不断上涨,目前针叶浆价格已经达到8000元/吨,阔叶浆价格也在7500元/吨,均超过历史最高水平,但是目前制浆原材料木片价格涨幅相对较小,因此目前木浆自给率高的公司成本优势十分明显。目前公司化机浆产能约2.7-2.8吨/月,目前产量1.6-1.7吨/月,主要供给合资公司,随着23#机投产,化机浆产能将会进一步释放。公司化学浆项目于2009年11月末开机,产量约1.8万吨/月,主要是公司内部使用,少量销售合资公司。由于公司一季度没有新增造纸产能,但是由于大量制浆产能特别是化学浆产能释放,为公司业绩的快速增长提供了强有力的支撑。

**一季度业绩延续四季度的高位。**根据公司当前生产、销售、价格及成本变化情况,我们预计2010年一季度公司有望实现归属母公司所有者净利润1.6亿元,折合EPS0.32元(08年同期0.12元),主要业绩增长点是制浆产能释放以及制浆业务盈利能力的大幅改善。

**投资收益有望超过1.6亿元。**公司投资收益主要来源山东国际和万国纸业,公司分别持有45%股权,主要生产白卡纸。目前白卡纸供不应求,销售很好,涨价也能够很快被市场接受,目前低克重白卡纸价格7200-7500元/吨,吨纸毛利接近1000元。按照当前的盈利能力全年有望贡献投资收益超过1.6亿元。

### 股价走势图



### 基础数据

总股本(万股)	50240.52
流通A股(万股)	50240.28
52周内股价区间(元)	10.23-22.25
总市值(亿元)	99.07
总资产(亿元)	82.59
每股净资产(元)	5.18

### 相关报告

- 《紧随政策导向,寻求高增长品种——2010年造纸行业年度策略》 2009-12-14
- 《复苏转向增长,低估值提升吸引力——造纸行业近期动态点评》 2010-1-8
- 《国都证券-公司研究-公司点评-太阳纸业(002078):行业景气提升、出售股权促使净利润翻番》 2010-02-26

### 联系人: 巩俊杰

电话: 01084183316

Email: gongjunjie@guodu.com

执业证书编号: S0940208040096

### 联系人: 汪立

电话: 010-84183136

Email: wangli@guodu.com

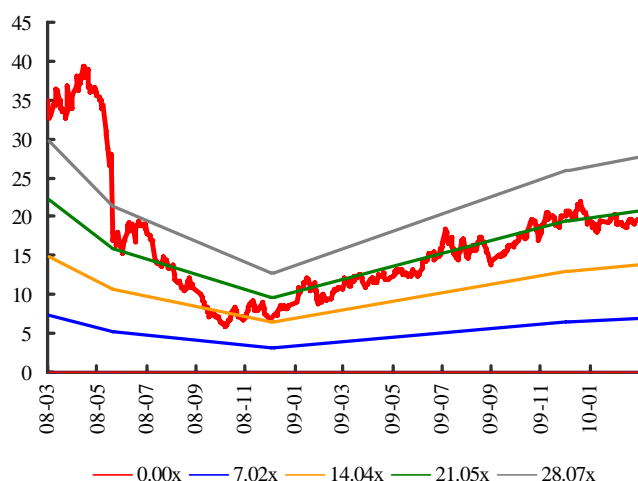
独立性申明:本报告中的信息均来源于公开可获得资料,国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

**2010年归属母公司所有者净利润有望增长50%以上。**2010年公司净利润的业绩增量主要体现在：（1）去年上半年公司处于盈利的恢复期，所以同期盈利水平处于较低水平；（2）公司自制浆产能的释放；（3）23#号机将于4月开始试产，预计6月份开始贡献利润，2010年实际产量将超过20万吨，预计该部分将为公司带来1亿元的利润增量；（4）新建5MW发电机组今年也将贡献利润。

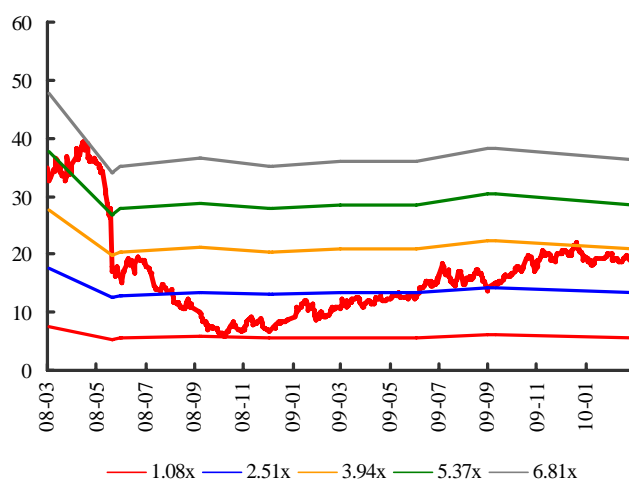
**公司成长路径明确。**公司的发展战略是把公司发展成为文化纸领域的龙头企业。在23#机投产之前，公司已经在规划建设新的文化纸生产线，公司将建设年产30万吨高松厚度纯质纸项目，项目建设周期18个月。除了新上造纸产能之外，老挝项目也将是公司中长期的看点，考虑到当前的形势，公司可能会加快老挝30万吨/年漂白阔叶浆以及配套林地建设。

**上调公司评级至“短期-强烈推荐，长期-A”。**由于当前纸价和浆价涨幅超过我们之前的预期，因此我们上调了公司的盈利预测，预计2010-2011年摊薄每股收益（现有股本摊薄，不考虑潜在的股权激励行权）1.42元（上调8.3%）、1.63元（上调10.3%），3月29日公司收盘价为19.72元，对应2010-2011年动态市盈率为13.9倍、12.1倍，公司估值处于行业及公司历史估值水平的低端，且公司发展战略清晰，未来成长确定性强，因此我们将公司短期评级由推荐上调至强烈推荐。风险提示：铜版纸新产能投放带来供给增长的风险。

图表 1: 太阳纸业近两年 PE 估值一览



图表 2: 太阳纸业近两年 PB 估值一览



资料来源: WIND

**图表 3: 太阳纸业盈利预测**

单位: 万元	2008	2009E	2010E	2011E
<b>一、营业收入</b>	<b>579,944</b>	<b>600,724</b>	<b>818,578</b>	<b>915,621</b>
营业收入增长 (%)	14.09%	3.58%	36.27%	11.86%
毛利率 (%)	14.97%	18.03%	18.88%	19.01%
<b>二、营业总成本</b>	<b>569,484</b>	<b>548,189</b>	<b>742,006</b>	<b>825,221</b>
其中: 营业成本	493,153	492,413	663,996	741,591
营业税金及附加	1,351	1,201	1,637	1,831
资产减值损失	10,839	500	0	0
<b>期间费用</b>	<b>64,141</b>	<b>54,574</b>	<b>76,373</b>	<b>81,798</b>
其中: 销售费用	20,028	22,828	32,743	36,625
管理费用	14,229	13,817	22,102	24,722
财务费用	29,884	17,930	21,528	20,452
期间费用率 (%)	11.06%	9.08%	9.33%	8.93%
<b>加: 公允价值变动净收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资净收益</b>	<b>-6,931</b>	<b>17,980</b>	<b>16,000</b>	<b>16,000</b>
加: 影响营业利润的其他科目	0	0	0	0
<b>三、营业利润</b>	<b>3,529</b>	<b>70,015</b>	<b>92,572</b>	<b>106,400</b>
营业利润增长 (%)	-91.85%	1883.73%	32.22%	14.94%
营业利润率 (%)	0.61%	11.66%	11.31%	11.62%
加: 营业外收入	23,994	1,350	0	0
减: 营业外支出	2,021	8,000	0	0
其中: 非流动资产处置净损失	656	0	0	0
加: 影响利润总额的其他项目	0	0	0	0
<b>四、利润总额</b>	<b>25,502</b>	<b>63,365</b>	<b>92,572</b>	<b>106,400</b>
利润总额增长 (%)	-52.92%	148.47%	46.09%	14.94%
减: 所得税	-439	9,781	11,869	13,262
<b>实际所得税率 (%)</b>	<b>-1.72%</b>	<b>15.44%</b>	<b>12.82%</b>	<b>12.46%</b>
<b>五、净利润</b>	<b>25,942</b>	<b>53,584</b>	<b>80,704</b>	<b>93,138</b>
净利润增长 (%)	-44.95%	106.56%	50.61%	15.41%
<b>其中: 归属母公司所有者净利润</b>	<b>22,908</b>	<b>48,320</b>	<b>71,228</b>	<b>81,768</b>
母公司净利润增长 (%)	-39.98%	110.93%	47.41%	14.80%
净利润率 (%)	3.95%	8.04%	8.70%	8.93%
少数股东损益	3,034	5,264	9,475	11,370
<b>摊薄每股收益 (元/股)</b>	<b>0.46</b>	<b>0.96</b>	<b>1.42</b>	<b>1.63</b>
<b>每股净资产 (元/股)</b>	<b>5.18</b>	<b>5.97</b>	<b>6.68</b>	<b>7.49</b>
<b>净资产收益率 (%)</b>	<b>8.80%</b>	<b>16.12%</b>	<b>21.24%</b>	<b>21.74%</b>

数据来源: 国都证券研究所

**国都证券行业投资评级的类别、级别定义**

类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

**国都证券公司投资评级的类别、级别定义**

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

**免责声明**

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

**国都证券研究员及其研究行业一览表**

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理 宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	夏茂胜	商业、纺织服装	xiaomaosheng@guodu.com
徐文峰	基础化工	xuwenfeng@guodu.com	马琳娜	建材	malinna@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
徐才华	机械-汽车及零部件	xucaihua@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	伍颖	石化、化工	wuying@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	潘蕾	医药行业	panlei@guodu.com
蔡建军	医药行业	caijianjun@guodu.com	王招华	钢铁行业	wangzhaohua@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	刘斐	煤炭电力	liufei@guodu.com
汪立	交运、造纸	wangli@guodu.com	鲁儒敏	电力	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色、新能源	xiaoshijun@guodu.com	傅浩	建材	fuhao@guodu.com
刘芬	机械	liufen@guodu.com	陈薇	衍生产品、金融工程和 券商发展战略研究	chenwei@guodu.com
苏昌景	基金研究、债券研究	suchangjing@guodu.com	冯翔	宏观研究、债券研究	fengxiang@guodu.com
李春燕	基金联络	lichunyan@guodu.com			