

**太阳纸业 (002078.SZ)**
**光芒依旧的金太阳**
**评级: 增持**
**前次: 增持**
**目标价(元):**
**13.60-14.96**

分析师

分析师

孙国东

朱嘉

S0740207010008

S0740210080009

0531-81776391

021-68766564

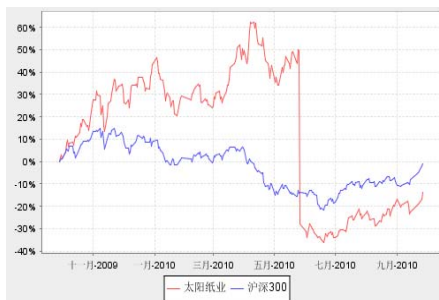
sungd@qlzq.com.cn

zhujia@qlzq.com.cn

2010年10月14日

**基本状况**

总股本(百万股)	1004.81
流通股本(百万股)	326.42
市价(元)	12.95
市值(百万元)	13012.29
流通市值(百万元)	4227.17

**股价与行业-市场走势对比**

**业绩预测**

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	5,799.44	5,960.73	7,220.40	8,698.60	9,583.50
营业收入增速	14.09%	2.78%	21.13%	20.47%	10.17%
净利润增长率	-39.98%	109.02%	42.54%	15.96%	19.10%
摊薄每股收益(元)	0.46	0.95	0.68	0.79	0.94
前次预测每股收益(元)	0.46	0.95	0.71	0.81	1.00
市场预测每股收益(元)	0.46	0.95	0.72	0.82	0.98
偏差率(本次-市场/市场)	0	0	-5.56%	-3.66%	-4.08%
市盈率(倍)	0.00	21.69	16.40	14.14	11.88
PEG	—	0.20	0.39	0.89	0.62
每股净资产(元)	5.18	5.96	3.46	4.01	4.66
每股现金流量	3.53	0.98	1.18	1.21	1.68
净资产收益率	8.80%	15.99%	19.66%	19.66%	20.11%
市净率	0.00	3.47	3.22	2.78	2.39
总股本(百万股)	502.41	502.41	1,004.81	1,004.81	1,004.81

备注: 市场预测取 聚源一致预期

**投资要点**

- 公司在本部正进行产品结构的重大调整。**公司大幅扩张文化纸业务,在新建产能投产后,公司文化纸产能将达到 100-110 万吨,成为国内最重要的文化纸生产商。公司文化纸业务的大幅扩张将有效地平滑铜版纸业务盈利能力后期可能出现的下滑对公司业绩的影响。
- 多项举措增强原材料控制力。**公司分两条途径来增强原材料控制力:一是增加自制浆的产能,随着 09 年公司两条自制木浆生产线的陆续投产,较大程度地改善了公司对外购浆的依赖,2010 年自制木浆产能将接近 60 万吨。而后期公司拟对子公司合利纸业化机浆项目进行技术改造,建成后新增 9.8 万吨的化机浆产能,有望于 2011 年 4 月建成投产,届时公司自制木浆总产能将达到 70 万吨以上。二是建设“林浆一体化”项目,公司老挝及越南项目建设进程正稳步推进,公司资源禀赋优势将于 2012 年爆发式显现。老挝一期 30 万吨木浆项目有望于 2012 年下半年投产。
- 对外合作渐入佳境,白卡投资收益有望日趋上升。**公司拟与国际纸业再次合作投资建设年产 40 万吨食品级白卡项目,公司占 45% 股权,国际纸业或其控股公司占 55% 股权。该项目将于 2012 年投产,届时公司合营公司的白卡纸产能将达到 115 万吨。合资公司目前白卡纸产能经营情况良好,后期扩张将促使公司充分受益于白卡纸高景气所带来的投资收益的增厚。
- 基于保守谨慎原则,我们预测公司 2010 年~2012 年的净利润分别为 6.83 亿元、7.91 亿元、9.43 亿元,同比增长 42.59%、15.81% 和 19.22%。折合每股收益分别为 0.68 元、0.79 元和 0.94 元,我们给予公司 20 倍-22 倍的 PE,对应的估值区间为 13.60~14.96 元,维持公司“增持”的投资评级。**

## 行业观点及新动向

- 在调研交流中，公司董事长着重向我们表达了他对行业目前的看法，其观点与我们不谋而合：目前行业的过剩特别是高档纸品的过剩是阶段性和暂时的，后期因国内经济发展依然处于 8-9% 的快速增长阶段，因此纸品的消费量（特别是高档纸品）也将快速增长。即使新增产能集中释放，市场仍然能在一定的时间内逐步消化，从中长期来看，高档纸品依然能保持较好的盈利水平。
- 而行业目前整体过剩的态势是淘汰落后产能必须经历的一个阶段，只有在过剩的市场情况下，才能有效地淘汰产量低，品质差的落后产能。同时相比于政府强制的淘汰，市场化淘汰将更有效率。
- 同时，我们之前预期“十二五”期间，行业有望淘汰近 1000 万吨的落后产能，而公司方面预计，后期的淘汰量有望超预期，其淘汰的力度将视龙头企业扩张发展的情况而定。
- **通过调研我们了解到，政府将把造纸行业从产能过剩行业中剔除，在此背景下，龙头企业的新项目审批，及贷款等方面均可受到支持，有利于龙头企业的发展；同时，这不会影响落后产能的淘汰，因为目前实施的是排污总量的控制，这仍将促使地方政府淘汰落后产能。**

## 多项举措逐步增强公司原材料控制力

### 木浆自给率稳步提升

- 近年，公司向上游发展取得较大成效，原材料控制力日益增强。随着公司 09 年两条木浆生产线的陆续投产，2010 年自制木浆产能将接近 60 万吨。
- 后期公司拟对子公司合利纸业化机浆项目进行技术改造，投入 2 亿元，建成后将新增 9.8 万吨的化机浆产能，主要配套 2011 年中期投产的 35 万吨高档文化纸产能，有望于 2011 年 4 月建成投产，我们预计 2011 年公司自制木浆总产能将会达到 70 万吨以上。
- 我们估算公司自制化机浆和自制化学浆的生产成本分别为 3300 元/吨和 4500 元/吨左右。而后期海外项目投产后，成本有可能略有下降。外购木浆方面，针叶浆为 6300-6500 元/吨，阔叶浆为 5500-5800 元/吨，均为含税价。
- 公司自制浆所用木片为杨木片和桉木片，其中杨木片在当地收购，目前价格大致在 1200 元/吨（绝干吨，含税价）；桉木片主要从东南亚及华南地区收购，目前价格为 1480 元/吨（绝干吨，含税价）。
- 目前公司木浆自给率接近 50%（不包含合资公司白卡纸所需木浆），后期随着公司 2011 年新增自制化机浆产能的投产，以及老挝项目 30 万吨木浆产能的投放，公司木浆自给率将大幅提升。

### 海外项目稳步推进

- 海外林浆一体化项目稳步推进，公司资源禀赋优势将于 2012 年显现。公司老挝“林浆纸一体化”项目的前期准备及配套项目的建设正按计划有序实施。“林浆纸一体化”一期项目暨 10 万公顷纸浆林基地和 30 万吨/年漂白阔叶木浆厂项目正稳步推进。其中，30 万吨浆线有望于 2012 年下半年建成投产。老挝当地地租、人力成本均大幅低于国内，成本优势明显，且对外资实施优惠的税收政策，该项目的投产将进一步有效提升公司的原材料控制力。
- 但需关注的是，因为老挝当地的基础设施基本均需公司从头建设，因此，配套基础设施的建设进程将直接影响到公司木浆产能的投产时间。
- 此外，越南 20 万吨木片厂及 5 万吨级码头有望于 2011 年底建成，木片将直接运往公司本部，以满足自制木浆所需。但从目前浆价、成本等方面来看，与国内木片收购相比，成本节省较少。
- 但由于越南当地所收购的木片质材上明显高于公司国内收购的木片，主要原因在于：越南收购的木片在生长年限上较为统一，且多在最佳砍伐时期砍伐；而国内收购的在生长年限上参差不齐，影响了公司自制木浆的品质。

### 公司调整产品结构以应对市场风险

- 公司在产品结构上的整体战略为：巩固公司白卡纸市场地位；维持铜版纸业务现状；大力发展文化纸业务。

#### 公司将成为国内最大的文化纸厂商

- 公司本部目前正大力发展文化纸以应对铜版纸市场下滑的风险。今年 4 月，公司 35 万吨高档文化纸已建成投产，同时另一条 30 万吨文化纸生产线在建，有望于 2011 年 7 月建成投产，届时公司文化纸的设计产能将达到 105 万吨（满产可达 120 万吨），成为公司产能占比最大的纸种。
- 我们在前期的行业深度报告《行业集中度加速提高 龙头公司明显受益》及点评报告《多重利好刺激行业回暖》中均提到，文化纸在落后产能淘汰中的占比较高，后期文化纸市场情况将逐步走高；同时，落后产能淘汰后，公司新增的文化纸产能将正好占据腾出的市场空间。
- 公司今年 4 月投产的 35 万吨高档文化纸项目，今年有效产能将达到 20 万吨左右，明年全部达产；而在建的 30 万吨文化纸项目，将于明年 4-5 月左右投产，当年有效产能有望达到 18 万吨左右。
- 在成本方面，因为公司目前已全面停止了草浆线的生产，目前公司文化纸全部采用木浆作为原材料。公司预计文化纸全年的毛利率大致维持在 18-19%，略高于我们之前的预计。

**白卡纸方面：与国际纸业的合作渐入佳境**

- 2005年8月30日，公司与世界50强企业、全球最大的森林纸制品公司、世界最大的造纸企业美国国际纸业结成战略合作伙伴关系。2006年，公司全资子公司天章纸业与美国国际纸业（毛里求斯）控股有限公司合资设立了万国纸业和山东国际两家合资公司，两家公司均由外资方经营，其中天章纸业将两条白卡纸生产线作价4.65亿元转让给万国纸业，万国纸业主要运营两条涂布白卡纸生产线。而另一家合资公司山东国际主要负责40万吨无菌液体食品包装纸项目的实施，该项目已经于08年顺利投产。
- 前期，公司公告，拟与国际纸业再次合作投资建设年产40万吨食品级白卡项目，由太阳纸业与国际纸业共同发起设立一家新公司方式实施。新设公司拟太阳纸业出资45%，国际纸业或其控股公司出资55%。该项目预计将于2012年投产，届时公司合营公司的白卡纸产能将达到115万吨。
- 公司涂布白卡纸吨纸投资额和折旧成本上具有明显的比较优势，主要原因是公司在设备购买方面，在主体核心设备上进口国外先进设备，而在辅助设备上则购买国产设备进行改造来配套，既降低了设备购置成本，还能享受国产设备退税。公司现有75万吨白卡纸平均吨纸投资不到3000元，远低于博汇纸业平均4650元/吨白卡投资额；而从此次项目投资成本来看，公司吨纸投资成本为4300元左右，与博汇今年2月投产的35万吨白卡吨纸5257元的投资额相比，仍然具有显著的成本优势；而与晨鸣纸业于05年投产的45万吨白卡纸吨纸投资额5777元相比，成本优势则更为突出。

**图表 1：白卡纸各公司吨纸投资比较**

	产能(万吨)	投资额(亿元)	吨产能投资额(元)	纸种	投产时间
晨鸣纸业	45	26	5778	白卡纸	2005
博汇纸业	25	9.5	3800	涂布白卡纸	2004.1
	35	18.4	5257	涂布白卡纸	2010.1
	75	31	4133	化机浆技改涂布白卡纸	2012
太阳纸业	35	6.8	1943	高档包装纸(17、18#机)	2007.9
	40	11	2750	液包生产线(22#机)	2008.8
	45	19	4222	食品级白卡	2012

来源：齐鲁证券研究所

- 与博汇专注于烟卡不同，后期公司白卡纸业务将致力于走高端差异化道路，主要用于食品级，如口杯纸、方便面盒及液体包装等。目前75万吨产能中，年产液包6-7万吨，包括液包在内，公司食品包装用白卡年产大致在15-16万吨；烟卡年产不到20万吨；其余产能均为社会卡和铜版卡。年均毛利率有望保持在20%左右，后期有望继续提价。我们认为，该差异化路线将有望使得公司业务避开中低端的市场竞争，保持较好的盈利能力。

## 后期业绩增长点

- **2010 年增长点:** 2009 年下半年投产的两条浆线, 40 万吨木浆产能将于 2010 年满产; 2010 年 4 月, 公司 35 万吨高档文化纸投产, 今年有望贡献 25 万吨左右的产能; 新增 5 万千瓦背压热电机组; 各纸品价量同比齐升。
- **2011 年增长点:** 子公司合利纸业化机浆项目技术改造, 将增加 10 万吨化机浆产能; 公司 35 万吨高档文化纸项目满产; 另一 30 万吨文化纸建成投产, 贡献部分产能; 白卡纸业务有望维持较高的盈利水平。
- **2012 年增长点:** 公司业绩主要来自合资公司白卡项目的投资收益及海外项目。40 万吨食品级白卡项目有望于上半年投产, 当年有望贡献 18 万吨左右的产能; 老挝林浆一体化项目正式进入投产期, 一期 30 万吨浆线有望于 2012 年下半年投产, 此外, 公司目前在老挝已拥有 7 万公顷林地, 后期将扩大到 10 万公顷, 随着林地逐步进入轮伐期, 公司海外自制浆的成本也将随之下降, 同时林地的扩大也将提升公司的内在价值。

## 盈利预测与估值

- 基于保守谨慎原则, 我们预测公司 2010 年~2012 年的净利润分别为 6.83 亿元、7.91 亿元、9.43 亿元, 同比增长 42.59%、15.81% 和 19.22%。折合每股收益分别为 0.68 元、0.79 元和 0.94 元, 我们给予公司 20 倍 - 22 倍的 PE, 对应的估值区间为 13.60~14.96 元, 维持公司“增持”的投资评级。

**附录 1: 财务预测简表**
**损益表 (人民币百万元)**

	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	5,961	7,220	8,699	9,584
增长率	2.8%	21.1%	20.5%	10.2%
营业成本	-4,850	-5,884	-7,086	-7,736
% 销售收入	81.4%	81.5%	81.5%	80.7%
毛利	1,111	1,337	1,613	1,848
% 销售收入	18.6%	18.5%	18.5%	19.3%
营业税金及附加	-7	-13	-16	-17
% 销售收入	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-233	-278	-327	-359
% 销售收入	3.9%	3.9%	3.8%	3.7%
管理费用	-153	-155	-188	-216
% 销售收入	2.6%	2.1%	2.2%	2.3%
息税前利润 (EBIT)	718	891	1,081	1,257
% 销售收入	12.0%	12.3%	12.4%	13.1%
财务费用	-182	-207	-192	-186
% 销售收入	3.0%	2.9%	2.2%	1.9%
资产减值损失	4	79	-10	-19
公允价值变动收益	-7	0	0	0
投资收益	175	162	179	200
% 税前利润	27.1%	17.5%	16.9%	16.0%
营业利润	708	925	1,059	1,251
营业利润率	11.9%	12.8%	12.2%	13.1%
营业外收支	-64	0	0	0
税前利润	644	925	1,059	1,251
利润率	10.8%	12.8%	12.2%	13.1%
所得税	-53	-83	-90	-106
所得税率	8.3%	9.0%	8.5%	8.5%
净利润	591	842	969	1,145
少数股东损益	112	160	177	202
归属于母公司的净利润	479	683	791	943
净利率	8.0%	9.5%	9.1%	9.8%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	591	842	969	1,145
少数股东损益	0	160	177	202
非现金支出	398	468	593	643
非经营收益	84	49	17	-7
营运资金变动	-581	-174	-362	-92
经营活动现金净流	493	1,345	1,394	1,891
资本开支	1,953	567	488	507
投资	334	0	0	0
其他	63	162	179	200
投资活动现金净流	-1,555	-405	-309	-306
股权募资	93	0	0	0
债权募资	1,175	-9	-253	-68
其他	-229	-211	-401	-430
筹资活动现金净流	1,039	-220	-655	-498
现金净流量	-23	720	431	1,086

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	667	1,227	1,481	2,365
应收款项	1,016	1,421	1,763	1,793
存货	692	1,000	1,206	1,336
其他流动资产	451	567	700	727
流动资产	2,826	4,215	5,150	6,221
% 总资产	30.5%	39.4%	44.7%	49.8%
长期投资	427	427	427	427
固定资产	5,708	5,686	5,546	5,380
% 总资产	61.5%	53.2%	48.1%	43.1%
无形资产	291	332	377	425
非流动资产	6,452	6,472	6,377	6,260
% 总资产	69.5%	60.6%	55.3%	50.2%
资产总计	9,279	10,687	11,527	12,481
短期借款	3,133	1,281	728	160
应付款项	1,202	1,673	2,005	2,137
其他流动负债	-45	256	287	314
流动负债	4,290	3,211	3,019	2,611
长期贷款	1,281	2,131	2,431	2,931
其他长期负债	30	1,030	1,030	1,030
负债	5,601	6,372	6,480	6,572
普通股股东权益	2,995	3,472	4,026	4,686
少数股东权益	683	843	1,020	1,222
负债股东权益合计	9,279	10,687	11,527	12,481

**比率分析**

	2009	2010E	2011E	2012E
<b>每股指标</b>				
每股收益 (元)	0.953	0.679	0.788	0.938
每股净资产 (元)	5.961	3.456	4.007	4.664
每股经营现金净流 (元)	0.981	1.180	1.211	1.680
每股股利 (元)	0.200	0.204	0.236	0.281
<b>回报率</b>				
净资产收益率	15.99%	19.66%	19.66%	20.11%
总资产收益率	5.16%	6.39%	6.87%	7.55%
投入资本收益率	9.42%	11.47%	13.56%	15.95%
<b>增长率</b>				
营业总收入增长率	2.78%	21.13%	20.47%	10.17%
EBIT增长率	40.30%	24.13%	21.31%	16.21%
净利润增长率	109.02%	42.54%	15.96%	19.10%
总资产增长率	12.34%	15.17%	7.86%	8.28%
<b>资产管理能力</b>				
应收账款周转天数	21.2	22.5	22.2	21.8
存货周转天数	65.0	62.0	62.1	63.0
应付账款周转天数	40.5	50.3	49.7	45.9
固定资产周转天数	266.1	259.0	221.7	190.9
<b>偿债能力</b>				
净负债/股东权益	102.09%	73.81%	53.07%	29.22%
EBIT利息保障倍数	4.0	4.3	5.6	6.8
资产负债率	60.36%	59.62%	56.22%	52.66%

来源: 齐鲁证券研究所

**投资评级说明**
**买入:** 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持:** 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有:** 预期未来 6-12 个月内波动幅度在 -5%~+5%

**减持:** 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海  
联系人:王莉本  
电话:021-58303470  
手机:13641659577  
传真:021-58318543  
邮编:200122  
地址:上海市浦电路 438 号双  
鸽大厦 19 楼

深圳  
联系人:李霖  
电话:0755-23819303  
手机:15816898448  
传真:0755-82717806  
邮编:518048  
地址:深圳市福田区深南大道  
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京  
联系人:张哲  
电话:021-58206173  
手机:18621368050  
传真:021-58318543  
邮编:200122  
地址:上海市浦电路 438 号双  
鸽大厦 19 楼

济南  
联系人:韩丽萍  
电话:0531-81283786  
手机:15806668226  
传真:0531-81283791  
邮编:250010  
地址:山东济南经十路 17703  
号华特广场 B501