

2010年12月29日

張露  
zhanglu@e-capital.com.cn  
目標價(元) 12.5

公司基本資訊

產業別	造紙
A 股價 (10/12/28)	10.84
上證指數 (10/12/28)	2732.99
股價 12 個月高/低	14.78/8.97
總發行股數 (百萬)	1004.81
A 股數 (百萬)	326.42
A 市值 (億元)	35.38
主要股東	兗州市金太陽投資有限公司 (67.51%)
每股淨值 (元)	3.38
股價/帳面淨值	3.21
	一個月 三個月 一年
股價漲跌 (%)	-10.26 -10.04 8.62

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
------	------	----

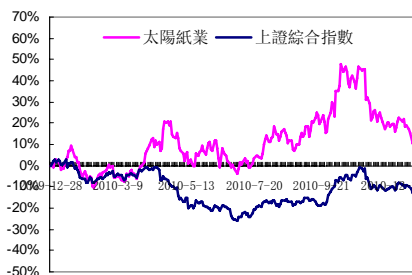
產品組合

輕塗紙	27.54%
包裝紙	21.76%
顏料裝飾紙	21.86%
淋膜原紙	8.4%

機構投資者占流通 A 股比例

基金	9.22%
企業年金	1.29%
券商集合理財	0.06%
一般法人	15.47%

股價相對大盤走勢



太陽紙業(002078.SZ)

Buy 買入

漿紙產能增幅較大，提高未來收益

結論與建議：

公司新建闊葉漿產能的釋放和將在 2011 年底建設完成的老撾原料林和漿廠將給公司的年木漿產能增加 50 萬噸，屆時公司的自製漿產能將是目前的 1.7 倍。公司 2011 年的複印紙產能將會達到 110 萬噸，和國際紙業的合資公司的白卡紙產能將在 2012 年初達到 125 萬噸。預計 2010 年和 2011 年的淨利潤將分別達到 6.99 億和 7.96 億元，同比增長 46.01%和 13.83%。EPS 為 0.696 和 0.792 元，對應 2010 年和 2011 年 PE 為 15.6 倍和 13.7 倍。給予“買入”評級，未來 6 個月的目標價為每股 12.5 元。

- 2010 年前三季度公司的總營業收入達到 57.75 億元，YOY 上漲 37.61%；前三季度歸屬母公司淨利潤達到 4.988 億元，YOY 上漲了 55.48%。估計公司的年總營業收入將達到 82.6 億元，YOY 上漲 38.58%；淨利潤將達到 6.81 億元，YOY 上漲 42.34%。
- 公司 2009 年新增產能正在逐步釋放，子公司兗州合利紙業有限公司正在對原有的漿線進行技改，預計 2011 年 4 月份開啓，上述兩項將給公司的 2011 年自製漿年產能增加 20 萬噸左右。公司在老撾開設了全資子公司太陽紙業控股老撾有限責任公司用於建設原料林和漿廠，計畫年產闊葉漿 30 萬噸，將於 2011 年底建設完成。屆時公司的自製漿產能將是目前的 1.7 倍。
- 高檔複印紙將成爲公司未來的主要發展方向之一。控股子公司司兗州華茂紙業有限公司#23 紙機 2010 年 3 月 28 日試車，使公司高檔複印紙產能增加近一倍，預計在 2011 年 7 月投產試運行，30 萬噸高松厚度純質紙複印紙機#24 項目預計在 2011 年 7 月投產試運行，屆時產能將會達到 110 萬噸，是目前產能的 1.5 倍。
- 公司合資公司萬國紙業太陽白卡紙有限公司（非控股）內正在新建一條食品卡生產線，年產能約 40 萬噸，項目將在 2012 年投產，將給公司帶來年 0.8 億元的投資收益，屆時合資公司累計的年產能將超過 125 萬噸，是合資公司目前產能的 1.5 倍。
- 預計 2010 年和 2011 年的淨利潤將分別達到 6.99 億和 7.96 億元，同比增長 46.01%和 13.83%。EPS 為 0.696 和 0.792 元，對應 2010 年和 2011 年 PE 為 15.6 倍和 13.7 倍。公司新建和技術改造的漿線增加自製漿的供應之後，公司的利潤在 2011-2012 年期間還會有長足的發展。

接續下頁

年度截止 12 月 31 日		2007	2008	2009	2010F	2011F
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	382	229	479	699	796
同比增減	%	29.91%	-39.99%	109.02%	46.01%	13.83%
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	1.064	0.456	0.477	0.696	0.792
同比增減	%	-0.07%	-57.14%	4.51%	46.01%	13.83%
A 股市盈率(P/E)	X	10.2	23.8	22.7	15.6	13.7
股利 (DPS)	RMB 元	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
股息率 (Yield)	%	0.92%	0.92%	0.92%	0.92%	0.92%

## 目前經營情況

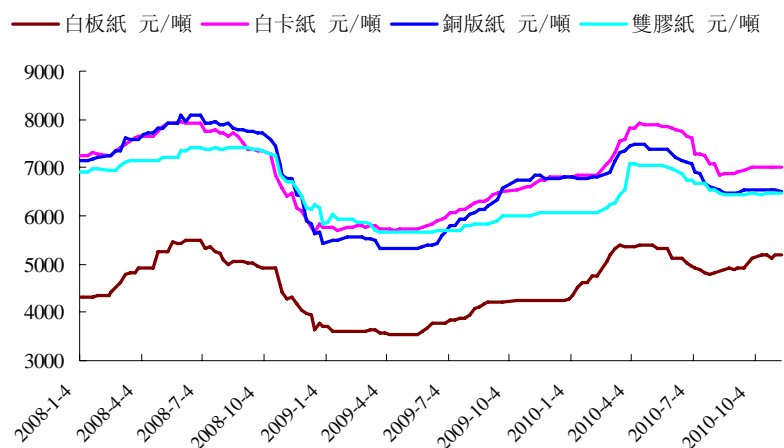
前三季度公司的總營收 YOY 上漲 37.61%，淨利潤 YOY 上漲了 55.48%

太陽紙業是我國最重要的造紙企業之一，公司 2008 年在全球造紙行業中的綜合排名第 89 位，在中國的造紙企業中排名第 8 位。主要品牌有金太陽、華夏太陽、天陽、威爾、樂考、酷印等，主導產品為高檔塗布包裝紙板、高級美術銅版紙、非塗布高級文化辦公用紙三大系列。公司與當納利、中華商務、深圳雅昌、人民教育出版社等用戶建立了長期穩固的戰略合作夥伴關係，產品服務於麥當勞、肯德基、LG、三星、摩托羅拉、諾基亞、茅臺、五糧液、紅河、白沙、青啤、伊利、蒙牛、康師傅等國內外知名品牌。

從 2010 年出開始，隨著經濟的復蘇和原材料價格的上漲，各種紙製品的價格同比大幅上升，各種紙張的價格同比基本上漲 30% 左右，公司的紙產品銷售收入大幅增加。所以 2010 年前三季度公司的總營業收入達到 57.75 億元，YOY 上漲 37.61%；前三季度歸屬母公司淨利潤達到 4.988 億元，YOY 上漲了 55.48%。估計公司的年總營業收入將達到 82.6 億元，YOY 上漲 38.58%；淨利潤將達到 6.81 億元，YOY 上漲 42.34%。

廠商在近期已經宣佈了未來各紙種提價 200-300 的計畫，估計在 2011 年的 1 季度，紙張的價格將上漲 5% 左右，公司 2011 年來自原有產能的營業收入還有上漲空間。此外公司在 2009 年期間，大幅增加了公司的新項目建設，推進公司的林漿紙一體化戰略，這些項目將在 2011 和 2012 年陸續建成，將推動公司未來的業績。

圖 1：紙產品價格走勢



資料來源：紙業聯訊、群益證券整理

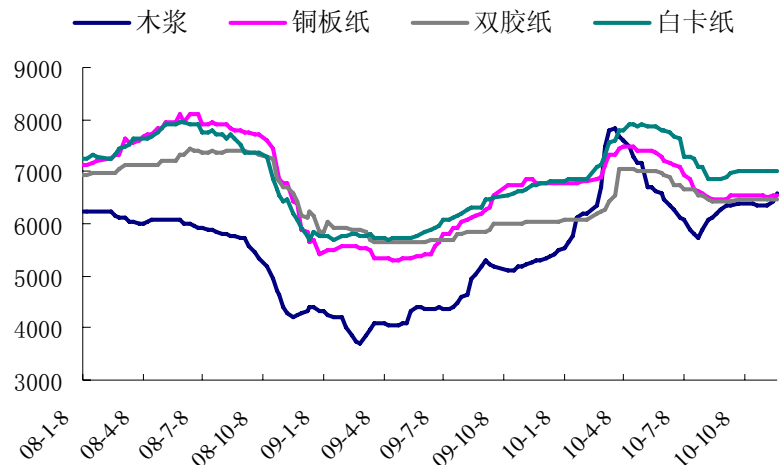
公司漿線的改造和老撾項目的建設將使得 2011 年的自製漿產能增加 50 萬噸

2009 年中國木漿消耗量為 1866 萬噸，其中進口木漿量為 1367 萬噸，占總消耗量的 73.3%。從 2010 年初開始，由於國際紙漿生產企業的庫存水準和開工率都很低，加上中國市場的木漿進口量很大，但紙廠的議價能力薄弱，紙漿價格猛漲，所以近期國內的紙廠都在積極的開拓自己的原料來源。2009 年公司通過技術改造和新建產能，增加了闊葉漿產能 30 萬噸，截至 2009 年底，公司自製木漿產能達到年 60 萬噸。目前公司闊葉漿的產能逐步釋放，加上對於子公司兗州合利紙業有限公司原有的漿線進行技改，預計 2011 年 4 月份投產。上述兩項將給公司的 2011 年自製漿年產能增加 20 萬噸左右，估計能夠給公司 2011 年節省成本 4 億元。

由於國內的環保政策日益嚴峻，紙廠能夠獲得的原料林地有限，所以公司開始在人工成本較低且林地資源豐富的老撾開設了全資子公司太陽紙業控股老撾有限責任公司用於建設原料林和漿廠，該廠計畫年產闊葉漿 30 萬噸，於 2011 年底建設完成，成為國內第一家在國外建設漿廠的造紙企業。公司已經與老撾政府簽署了建設示範林基地的土地合同，已獲得 17,000 多公頃土地批文，目前已經開始了雨季造林計畫，進場的機械已經按照技術要求清理了 120 公頃造林地。同時成立了越南太陽控股有限公司，建設年吞吐量 200 萬噸的木片專用碼頭和年產量 20 萬噸的木

片廠，作為連接老撾和公司本部的物流中心，並為老撾項目提供木片原料。老撾和越南處於亞熱帶地區，而且林地所處的位置雨水充沛，利於原料林的生長。同樣處於東南亞地區的印尼 APRIL 公司的小葉硬雜的成本每噸一般不到 4000 元，相比現在市場上闊葉漿 6000 元/噸左右的價位來說還是比較便宜，漿廠建成後估計每年給公司節約成本 7 億元。

圖 3：漿紙價格走勢比較



資料來源：紙業聯訊、群益證券整理

### 近期建成及在建項目

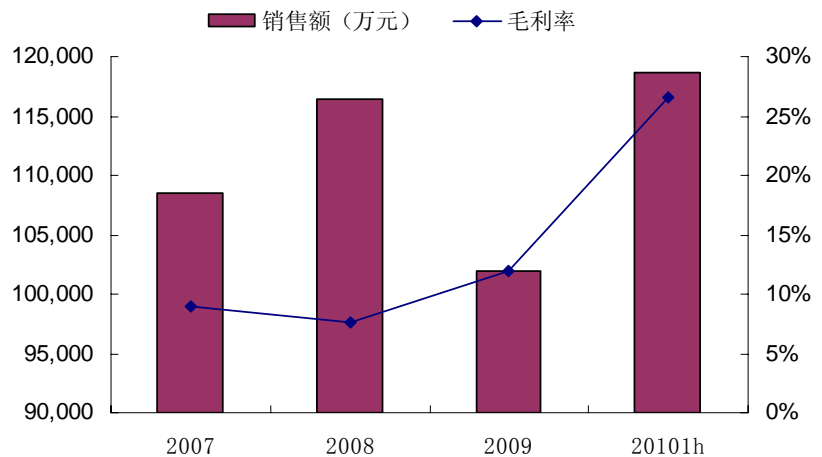
複印紙專案 23 號紙機已經在二季度投產，24 號紙機將在 2011 年投產

隨著低端文化紙產能逐漸被淘汰，以及未來消費者對複印紙的品質要求提高，高端複印紙市場的需求增長平穩，未來可能出現供需缺口。目前的國內主要高端複印紙的供應商是 APP、UPM 和進口的泰國億王亞哥集團 Double A 品牌，其中 APP 的金華盛工廠年產複印紙 60 萬噸左右，UPM 年產能在 80 萬噸左右，而國內涉足該領域的基本是太陽紙業一家。公司的高端複印紙品牌金太陽在同類產品中目前價位最高，每噸的價位基本保持在 7000 元以上，盈利前景較好，因此高檔複印紙將成為公司未來的主要發展方向之一。

公司的控股子公司司兗州華茂紙業有限公司 23 號紙機（高端複印紙）於 2010 年 3 月 28 日試車，該紙機的設計產能為 35 萬噸，在經過一段時間的安裝調試以後，全部產能將逐漸釋放，相當於公司的高檔複印紙產能增加一倍（原年產能 40 萬噸）。產能完全釋放後估計年貢獻銷售收入 25 億元，貢獻淨利潤 1.4 億元。考慮到新的紙機產能不能馬上釋放，估計 23 號紙機給公司 2010 年貢獻利潤 0.6 億元。

公司本部 30 萬噸高松厚度純質紙項目（24 號紙機）已於 2010 年 4 月份打樁投入建設，紙機全套引進世界紙機巨頭德國福伊特設備。目前紙機和廠房的建設已經完成了大部分，預計在 2011 年 7 月投產試運行。運行後，公司的年高檔複印紙的產能將增加到 110 萬噸，相目前產能的 1.5 倍，而 APP 和 UPM 在最近的兩年內沒有大型的項目投產，進一步確立了公司在該領域的領導地位。估計 24 號紙機產能完全釋放後，年銷售收入將增加 28 億元，預計每年給公司帶來淨利潤 2 億元。考慮到紙機剛投產的產能不能完全釋放，以及給產品價格帶來的衝擊，估計將增加公司 2011 年的利潤 0.5 億元。

圖 2：太陽紙業未塗布書寫印刷紙銷額和毛利率



資料來源：公司公告、群益證券整理

### 合資公司的 40 萬噸白卡紙項目 預計項目在 2012 年投產

隨著中國經濟的發展和消費的增長，對於包裝紙的需求將會大幅增加，所以公司的另一個發展的重點放在白卡紙方面。公司和全球最大的紙品生產商國際紙業的合資公司萬國紙業太陽白卡紙有限公司是國內白卡紙的重要供應商，公司年產能達到 85 萬噸，太陽紙業通過設備在兩個合資公司的持股 45%，為非控股公司。

2010 年 7 月 11 日，公司已經與合作方國際紙業（亞洲）有限公司簽署了《建設年產 40 萬噸食品包裝卡紙項目的合資意向書》，在合資公司萬國紙業太陽白卡紙有限公司內新建設一條食品卡生產線。項目總投資不超過 3 億美元，主要生產銷售高檔食品包裝卡紙，年產能約 40 萬噸。建成後兩家合資公司的合計白卡紙產能將達到 125 萬噸，是合資公司目前產能的 1.5 倍，提高公司在國內食品紙市場中的銷售份額。

公司預計項目在 2012 年投產，估計在投產後每年給公司帶來 0.8 億元的投資收益。

表 1：萬國紙業太陽白卡紙有限公司生產線

紙機	投產時間	年產能 (萬噸)	產品
#17	2001	21	白卡，煙卡和液體包
#18	2003	24	銅卡、白卡
#22	2008	40	食品卡
#26	2012	40	食品卡
合計		125	

資料來源：公司公告、群益證券整理

### 盈利預測

#### 給予買入的投資建議

子公司兗州合利紙業有限公司原有的漿線進行技改，預計 2011 年 4 月份投產，上述兩項將給公司的 2011 年自製漿年產能增加 20 萬噸左右，估計能夠給公司 2011 年節省成本 4 億元。

子公司太陽紙業控股老撾有限責任公司漿廠於 2011 年底建設完成，建成後估計每年給公司節約成本 7 億元，但是不會影響公司 2011 年的盈利。

公司的控股子公司司兗州華茂紙業有限公司 23 號紙機（高端複印紙）於 2010 年 3 月 28 日試車，估計 23 號紙機給公司 2010 年貢獻利潤 0.6 億元，2011 年貢獻利潤 1.4 億元。

公司 30 萬噸高松厚度純質紙項目（24 號紙機），預計在 2011 年 7 月投產試

運行，估計將增加公司 2011 年的利潤 0.5 億元。

合資公司萬國紙業太陽白卡紙有限公司內新建設的食品卡生產線預計項目在 2012 年投產，估計在投產後每年給公司帶來 0.8 億元的投資收益，但是暫時不會影響公司 2011 年的利潤。

預計 2010 年和 2011 年的淨利潤將分別達到 6.99 億和 7.96 億元，同比增長 46.01%和 13.83%。EPS 為 0.696 和 0.792 元，對應 2010 年和 2011 年 PE 為 15.6 倍和 13.7 倍。

近期公司的紙產品產能集中投產，由於原材料紙漿的價格比較高，有可能會影響公司 2011 年的毛利率，但是在公司的新建和技術改造的漿線增加了自製漿的供應之後，公司的利潤在 2011-2012 年期間會有長足的發展。

預期報酬(Expected Return:ER)為準，說明如下：

強力買入 StrongBuy ( $ER \geq 30\%$ )；買入 Buy ( $30\% > ER \geq 10\%$ )

中性 Neutral ( $10\% > ER > -10\%$ )

賣出 Sell ( $-30\% < ER \leq -10\%$ )；強力賣出 Strong Sell ( $ER \leq -30\%$ )



## 附一：合并損益表

百萬元	2007	2008	2008	2010F	2011F
營業收入	5,083	5,799	5,961	8,261	10,649
經營成本	4,226	4,932	4,850	6,582	8,591
主營業務利潤	846	854	1,104	1,672	2,047
銷售費用	194	200	233	269	373
管理費用	98	142	153	193	234
財務費用	188	299	182	313	405
營業利潤	433	35	708	951	1,112
補貼收入	120	240	16	39	20
稅前利潤	542	255	644	987	1,128
所得稅	70	-4	53	158	192
少數股東損益	90	30	112	130	140
歸屬於母公司所有者的淨利潤	382	229	479	699	796

## 附二：合并資產負債表

百萬元	2007	2008	2009	2010F	2011F
貨幣資金	255	839	667	784	952
存貨	676	825	692	762	838
應收賬款	299	320	252	277	305
流動資產合計	2,529	3,011	2,826	2,823	3,094
長期股權投資	591	693	427	584	579
固定資產	3,945	4,232	5,708	6,350	7,550
無形資產及其他資產合計	140	290	291	346	346
資產總計	7,215	8,259	9,279	9,880	11,548
流動負債合計	3,695	4,276	4,290	4,654	5,547
長期負債合計	518	839	1,311	885	894
負債合計	4,213	5,115	5,601	5,539	6,441
少數股東權益	567	540	683	748	818
股東權益合計	2,435	2,604	2,995	3,593	4,289
負債及股東權益合計	7,215	8,259	9,279	9,880	11,548

## 附三：合并現金流量表

百萬元	2007	2008	2009	2010F	2011F
經營活動產生的現金流量淨額	272	1,773	493	720	819
投資活動產生的現金流量淨額	-1,090	-776	-1,555	-360	-410
籌資活動產生的現金流量淨額	318	-671	1,039	-243	-242
現金及現金等價物淨增加額	-500	327	-23	117	168

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券；@持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券；@。此份報告不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。