

造纸

太阳纸业 002078
增持

2007/01/24

首次评级

携手国际巨头见证成长奇迹!

当前股价 2007/01/24
RMB 26.18
基础数据

总股本 (百万股)	276
流通 A 股 (百万股)	60
流通 B 股 (百万股)	N/A
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (亿元)	15.71

财务数据

市净率 063Q (X)	5.31
每股净资产 063Q (元)	4.93
EPS063Q (元)	0.71
股息率 (%)	N/A
TRACING P/E (X)*	25.66

*最近四季盈利计算。

相关研究

分析师
罗鹏巍
 (0755) 8249 3537
 luopw@lhzq.com

经营预测与估值

	2006E	2007E	2008E	2009E
主营收入 (百万元)	5576.7	6906.5	7775.5	10091.7
主营利润 (百万元)	820.0	1037.653	1428.762	1926.038
净利润 (百万元)	293.3	333.0	510.7	700.3
增长率 (%)	3.8%	13.6%	53.4%	37.1%
EPS (元)	1.062	1.206	1.850	2.537
净资产收益率 (%)	29.4%	13.6%	19.0%	23.0%

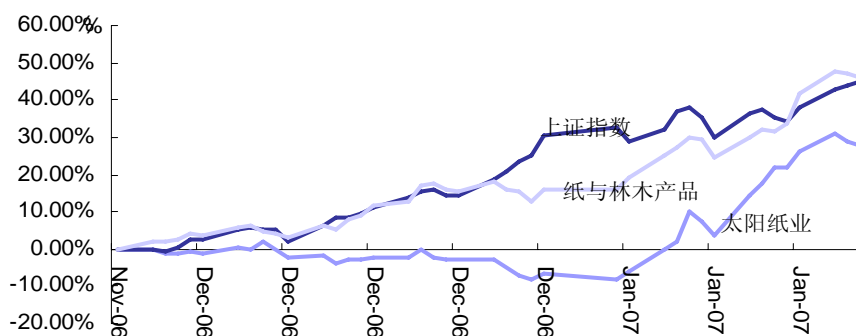
■ 我们认为，太阳纸业是中国最好的造纸行业上市公司。公司掌握了中国最先进的涂布技术，并拥有完全国际化的管理团队，对造纸技术理解深刻，在采购和项目建设方面具有丰富经验。以上因素使公司拥有业内最高的 ROE 水平、最快的固定资产周转率和最低的费用率。

■ 液包纸是目前国内市场前景最好的高端纸种，年需求量增长超过 30%。目前仅有斯道拉恩索、国际纸业能够生产。公司 30 万吨无菌液包纸项目预计 08 年 6 月投产，08、09 年贡献每股收益 0.32、0.94 元。

■ 07 年 3 月公司 18 万吨铜版原纸/双胶纸生产线达产，08 年初 10 吨杨木化机浆、30 万吨液包纸项目投产。09 年 30 万吨液包纸项目达产，40 万吨铜版纸项目达产，预计 07-09 年公司利润增长超过 150%。

■ 预计公司 2007-2009 年 EPS 分别为 1.2、1.85 及 2.54 元，根据包装纸行业的平均估值水平，并结合市场对成长性和技术壁垒的溢价，我们认为公司合理价值 36-40 元，对应 2007 年 30 倍 P/E 和 2008 年 20 倍 P/E。

■ 玖龙纸业市值 581.83 亿元，06 年市盈率 35.8 倍，理文造纸市值 191.12 亿元，06 年市盈率 23.4 倍。基于对公司管理团队和多年技术积累的充分信心，我们认为，太阳纸业的成长性将不亚于香港两家上市公司，即使股价达到 40 元，总市值也不过 110 亿元，强烈建议“增持”。

最近 8 周股价表现 - 2007/01/24


技术和管理优势构筑公司核心竞争力

技术、管理和国际合作优势，使公司拥有巨大的成长潜力

我们认为，太阳纸业是中国最好的造纸行业上市公司，其主要优势如下：

- 公司掌握了中国最先进的涂布技术，研发出单面铜版纸、液体包装纸等国内无法提供的纸种，并在高档烟卡领域公司占有超过 30% 的市场份额。
- 与国际纸业的合作，使公司的技术创新得到保障，液态包装纸项目将成为公司 08-09 年增长的主要动力。并且，就我们看来，公司与国际纸业的合作有长期化的趋势。国际纸业需要利用公司工厂建设和管理经验，对中国市场的熟悉程度，而太阳纸业需要国际纸业的技术支持以及国际化管理经验。
- 公司对纸业机械理解深刻，拥有自己设计/组合纸业机械的专业技术能力，因此在与纸业机械提供商的谈判中往往处于有利地位，并且能够极大地降低公司的采购成本。公司与行业主要上市公司的吨纸投资、固定资产周转率、固定资产盈利水平远远领先于其他主要造纸上市公司。调研中偶遇一个 20 余人的国际纸业巴西项目考察团，主要来学习太阳的采购经验和建厂经验，这也从侧面反映了公司在设备采购和项目管理方面的优势。
- 公司管理严格，管理团队已经充分国际化，多数高管都有在金东纸业、国际纸业、斯道拉恩索、UPM 等国际造纸企业的多年从业经历。优良的管理水平使公司拥有业内最高的 ROE 水平、最快的固定资产周转率和最低的费用率

表 1、太阳纸业运营效率比较

证券代码	证券简称	(ROE)	(ROA)	营业费用率	管理费用率	财务费用率	销售毛利率	固定资产周转次数
000815	美利纸业	7.78	2.51	2.01	2.42	5.02	16.91	0.54
002078	太阳纸业	28.32	6.08	3.67	2.01	2.82	16.22	1.88
600069	银鸽投资	19.28	6.82	2.26	3.62	0.54	17.49	1.12
600308	华泰股份	13.93	6.69	3.75	4.82	2.44	25.62	0.78
600567	山鹰纸业	6.76	3.47	4.30	3.69	1.84	13.58	1.32
600966	博汇纸业	10.02	4.49	3.89	2.01	3.52	17.57	1.28
000488	晨鸣纸业	11.02	3.56	5.52	5.10	1.99	20.25	0.86

资料来源：联合证券研究所

公司基本情况

太阳纸业是中国第二大的涂布白卡纸/白纸板厂商，03-05 年净利润复合增长率 28.8%。

太阳纸业是中国第二大的涂布白卡纸以及白纸板厂商，05 年生产能力 137 万吨，实际销售 106 万吨，近 03-05 年销售收入分别为 26.2 亿元、39.04 亿元和 50.4 亿元，净利润分别为 1.7 亿元、2.17 亿元和 2.83 亿元，年均复合增长 28.8%。

表 2、公司分产品收入和毛利

单位: 亿元	2003	2004	2005	2006M
涂布纸板收入	19.43	28.75	34.75	17.67
成本	15.44	23.4	29.38	14.78
毛利	20.54%	18.61%	15.45%	16.36%
文化纸收入	2.93	6.52	11.53	4.27
成本	2.44	5.6	9.43	3.33
毛利	16.72%	14.11%	18.21%	22.01%
原纸收入	3.72	3.66	3.94	4.88
成本	3.01	3.18	3.28	4.06
毛利率	19.09%	13.11%	16.75%	16.80%
公司净利润	1.7	2.17	2.83	1.33

资料来源: 公司招股书

表 3、公司主要纸种生产能力

主要产品	生产能力	实际产量	毛利率
涂布白卡纸	45	41.6	纸板: 16.36%
涂布白纸板	30	28	
铜版纸	30	7.4	文化纸: 22%
双胶纸	20	17.4	
其他	12	11.7	
合计	137	106	

资料来源: 公司招股书

表 4、公司主要产品市场占有率

主要产品	2003	2004	2005
涂布纸板	9.01%	10.70%	8.86%
文化用纸	1.05%	1.69%	1.13%
原纸	0.84%	1.32%	1.88%

资料来源: 公司招股书

涂布白卡纸需求高速增长

中国制造业的高速发展使涂布白卡纸需求持续增长

随着中国经济的高速发展和制造业中心地位的逐步确立, 中国涂布白卡纸及白纸板以及宣传、包装用铜版纸需求持续高速增长, 高档白卡纸长期需要进口, 供不应求的局面在短期内还得不到改变。

表 5、涂布纸板卡纸需求量预测

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
消费量	338	504	603	710	830	910	1000
增长率		49.11%	19.64%	17.74%	16.90%	9.64%	9.89%
生产量	250	430	510	615	760	845	960
增长率		72.00%	18.60%	20.59%	23.58%	11.18%	13.61%
差额	88	74	93	95	70	65	40

资料来源: 联合证券研究所

与此同时, 国内大量造纸企业也纷纷扩产, 竞争日趋激烈。

表 6、行业产能扩张

厂家	涂布白纸板		箱板纸/瓦楞纸		
	产能	投产日期	厂家	产能	投产日期
佛山华新	30	2005.12	玖龙纸业	40	2006.1
河南恒星	10	2005.7	理文纸业	45	2006.12
太阳纸业	30	2007.1	万利达	30	2005.5
理文造纸	40	2006.1	浙江景兴	10	2005.7
广东建晖	30	2005.7	江苏华兴	10	2005.8
宁波中华	45	2006.12	青山纸业	25	2006.8
美利纸业	30	2006.1	山鹰纸业	30	2006.9
玖龙纸业	50	2007			

资料来源：联合证券研究所

液包纸项目-包装纸行业皇冠上的明珠

项目简介

我们预计液包项目
08、09 年分别为公
司贡献利润 0.32、
0.94 元

液体包装纸是目前国内市场前景最好的高端涂布纸种之一，公司 30 万吨无菌液体包装原纸项目预计 2008 年 6 月投产，该项目将填补国内纸业空白，结束国内无菌液态包装纸全部依赖进口的历史，主要目标客户将是利乐、康美、国际纸业等大型包装公司。

我们预计公司液包纸项目将于 08 年 6 月投产，08 年生产 10 万吨，09 年达产 30 万吨。每吨销售收入约 8500 元，以 20% 的销售净利率计算，08、09 年利润分别为 1.7、5.1 亿元，按公司 50% 的权益计算，合每股 0.32 元，0.94 元。

市场前景

中国液包盒消费量
有超过 20 倍的增长
潜力

随着国内消费者对牛奶、果汁等饮料需求量的不断上升，乳品、饮料行业迅速崛起，饮料无菌包装市场的需求也在以每年 20% ~ 30% 的速度增长。与其它容器相比，砖型纸盒有以下优点：一是成本低，比较经济；二是重量轻，有利于物流；三是在牛奶和果汁里含有很多天然香味和新鲜成分，通过纸盒包装能使得这些有益元素长期得以保留。四是，纸盒包装是保持环境清洁的最佳包装方式，饮用后的盒体容易废弃处理，是无公害产生的一次性容器。

在欧美发达国家，液态无菌包装此类包装已占整个饮料包装的 65% 以上，平均每年以 5% ~ 10% 的速度增长，美国人均年消耗超过 100 包。而我国人均年消费仅 1 包多，远未达到世界每人年平均 20 包的水平。中国目前消耗液态无菌包装纸约 30 万吨，并以每年超过 30% 的速度增长。从 2002 年开始，利乐公司在华产能已经达 125 亿包/年，以满足中国至 2010 年的需求。

液包纸原纸全球需求约 200 万吨，其中中国需求 20 万吨，并以每年超过 30%

的速度增长。

技术壁垒

卫生涂布技术、防渗漏技术以及严苛的认证程序是液包纸的主要壁垒

液包原纸全球只有斯道拉-恩索、国际纸业等三家企业能够生产，其中，斯道拉恩索占据 70% 的市场份额，国际纸业 25%。

液包纸的主要壁垒在于造纸化学品、生产工艺和获得认证的复杂程度。如化学涂料需要无味无害，达到食品的卫生标准，需要系统的耗氧菌数量达到饮用水标准。原纸折成盒后断面牢固，不能渗水，不能有哪怕是细微的孔隙。

另外，即使能够生产，通过 FDA 和 BGW 的检测也是一个非常繁琐的过程。目前，公司的产品已经通过国内食品安全认证，但如利乐这类大客户要自己认证，总共超过 150 项检测项目，要检测数次都完全通过才能采购。

附件 1、液体包装技术简介

复合纸盒果蔬汁和清凉饮料用的复合纸盒是聚乙烯复合纸容器，共由 7 层组成。从内至外分别是聚乙烯(两层)、铝箔、聚乙烯、纸板、印刷油墨、聚乙烯(或蜡层)。其材料为：

原纸。包装液体用的纸容器选用高强度纸板，漂白或不漂白。原纸厚度和纸浆材料根据容器种类和尺寸有所不同，例如容量 500—1000ml 的大型纸盒，坪量(每平方米纸的克数，纸厚单位)为 300g / m²，而且以长纤维、刚度高的针叶树的原浆为主，以防纵长结构在保存过程中盒身鼓胀，有损外观。而对于 150-200ml 的小型纸盒，容器质软，可选用坪量 10-130g / m² 的薄纸板，并可混用阔叶树的纸浆。纸盒原纸禁止使用荧光染料材料。

聚乙烯。食品容器应选用无添加物、粘接性和密封性等加工特性好、相对密度为 0.917-0.925 的低密度聚乙烯(LDPE)，且加工时应注意其均匀性、膜粘接性、密封性和臭气等问题。复合聚乙烯的厚度，内面为 40~60um，外面为 10-30um。

铝箔。铝箔用于包装的理由之一是其具有反射热射线的性质，铝箔可以防止紫外线的不利影响，长期保存食品不变质。铝箔有较好的防湿性。但防水性与铝箔的针孔数有关。

未来三年盈利增长驱动因素

公司 07-09 年三年
利润累计增长将超
过 150%

07 年利润增长因素: 21 号机 18 万吨激光打印纸和双胶纸 07 年 3 月投产, 产量的一半作为铜版纸的原纸, 另一半作为文化用纸直接销售, 扩大公司文化用纸的规模; 18 万吨铜版纸原纸能够生产 25 万吨铜版纸, 公司 06 年上半年文化用纸毛利约为 22%。由于目前国际铜版纸价格高于国内价格, 因此出口市场繁荣, 预计销量和价格都可以维持, 以 20 万吨, 每吨 5300 元, 毛利率 18% 计算, 可增加毛利 19080 万元, 如果费用率不变, 公司净利润将增长约 25%。

08 年利润增长因素: 1) 30 万吨液包中期投产, 08 年预计生产 10 万吨, 以每吨 8500 元、净利润率 20% 计算, 增加利润 1.7 亿元, 按公司 50% 股权计算, 约 8500 万元。2) 10 万吨杨木化机浆生产线 07 年 10 月投产, 吨浆成本 2600-2700, 每吨浆将节约成本超过 1000 元, 即超过 1 亿元。3) 20 万吨脱墨浆生产线 08 年 5 月投产, 这条脱墨浆生产线将用于替代木浆, 日本在这方面已有较成熟的技术, 虽然细节尚不清楚, 但至少每吨浆节约成本超过 1000 元 08 年下半年节省成本超过 1 亿元。

09 年利润增长因素: 1) 液包纸 30 万吨产能完全达产, 增加毛利 37500 万元。脱墨浆生产能力完全发挥, 节省成本超过 2 亿, 2) 07 年底可能公司还将投资一条 40 万吨铜版纸生产线, 预计 09 年可完全达产。

表 7、公司 07-08 年投资项目

项目	开始投资日期	投产日期	截至 06 年 6 月投资额	预计总投资
铜版纸纸机 (20 号机)	2004.6	2005.09	45818	
天章 3200	2005.12	2006.1	6654	
股份公司热电厂	2003.3	2007.1	31751	68000
激光打印纸 (21 号机)	2006.5	2007.3	15803	60000
3400 机技改	2006.5	2006.7	3144	
10 万吨制浆	2006.12	2008.1		30000
20 万吨脱墨浆	2007.3	2008.12		25000
30 万吨涂布纸	2006.12	2008.5		110000
40 万吨铜版纸	2007.12	2009.3		200000

资料来源: 公司招股章程

强烈建议“增持”目标价 40 元

造纸行业上市公司估值水平与公司所处行业和公司成长性两大因素密切相关, 包装纸行业上市公司平均 22 倍估值明显高于文化纸行业平均 16 倍的估值水平。08-09 年将是公司的高速成长期, 我们认为, 太阳纸业与岳纸一样, 都是具有独特竞争优势的企业, 而且太阳纸业的技术及管理优势远优于岳阳纸业的资源优势 (管理和技术优势可复制、可持续)。我们预计公司 2007-2009 年 EPS 分别为 1.2、1.85

以及 2.54 元, 根据中国包装纸行业的平均估值水平, 并结合中国市场对成长性和技术壁垒的溢价, 我们认为公司合理价值 36-40 元, 对应 2007 年 30 倍 P/E 和 2008 年 20 倍 P/E。

表 8、主要造纸上市公司估值水平比较

证券代码	证券简称	前收盘价	预测 2006PE	市净率(PB)	(EV/EBITDA)
002078	太阳纸业	26.71	23.72	7.29	6.39
600308	华泰股份	15.40	17.56	2.69	13.25
000488	晨鸣纸业	7.51	16.42	1.78	7.12
600966	博汇纸业	7.61	13.66	1.57	7.45
600963	岳阳纸业	14.19	45.01	3.75	25.73
600069	银鸽投资	5.54	14.12	2.99	14.08
002067	景兴纸业	7.45	28.27	2.59	13.18

资料来源: 联合证券研究所、WIND

香港玖龙纸业市值 581.83 亿元, 06 年市盈率 35.8 倍, 理文造纸市值 191.12 亿元, 06 年预测市盈率 23.4 倍。这两大公司上市以来都持续高速增长, 也为股东创造了令人叹为观止的回报, 为什么中国就不能出现一个能够持续高速增长, 为股东创造价值的造纸行业上市公司呢? 基于对公司管理团队和多年技术积累的充分信心我们认为, 太阳纸业的成长性将不亚于香港两家上市公司, 即使股价达到 40 元, 总市值也不过 110 亿元, 我们强烈建议“增持”, 12 个月目标价 40 元。

表 9、太阳纸业与理文造纸比较

	EPS2003	EPS2004	EPS2005	EPS2006E	最新价格	P/E	EV/EBITDA
理文造纸	0.41	0.44	0.62	0.85	19.9	23.4	
太阳纸业	0.62	0.79	1.02	1.06	26	24.53	6.39

资料来源: 联合证券研究所

表 10、太阳纸业盈利预测

利润表 (百万元)	2005	2006E	2007E	2008E	2009E
主营业务收入	5038.2	5576.7	6906.5	7775.5	10091.7
主营业务成本	4226.7	4756.7	5868.9	6346.7	8165.7
主营业务利润	811.5	820.0	1037.7	1428.8	1926.0
其他业务利润	3.9	11.5	7.7	7.7	8.9
营业费用	184.9	195.2	241.7	272.1	353.2
管理费用	101.3	104.5	151.7	168.2	221.8
财务费用	142.0	71.7	65.5	96.6	91.4
营业利润	387.1	460.1	586.5	899.5	1268.5
投资收益	1.0	1.0	0.0	0.0	0.0
补贴收入	4.3	0.0	0.0	0.0	0.0
营业外收支	9.2	0.0	0.0	0.0	0.0
利润总额	401.6	461.1	586.5	899.5	1268.5
减: 所得税	33.1	69.2	88.0	134.9	190.3
减: 少数股东损益	85.9	98.7	165.5	253.8	378.0
净利润	282.6	293.3	333.0	510.7	700.3

资料来源: 联合证券研究所

风险因素

木浆价格上涨

公司主营业务成本中，木浆成本占 54%，木浆价格的上涨将对公司当期盈利有非常巨大的影响。我们认为，公司缺乏上游林、浆资源并不对公司长期价值构成影响，原因如下：

1) 国际化的管理团队和与国际纸业的合作，使公司在寻求上游林纸资源的进程中具备充分的国际视野，并在全球范围内寻找最适合发展林浆工业的投资机会。公司已经在越南、老挝、俄罗斯等地考察，以便在合适时机，解决公司上游原材料资源的软肋。我们认为，公司将在三年内解决纸浆短缺的问题。

2) 国际纸浆价格 07 年下半年可能回落，在 4、5 月份的时候，巴西、智利将有 3 家大型浆厂投产，加拿大的针叶将生产线也恢复生产。受到产能冲击，国际纸浆价格可能出现大幅下滑。目前，亚洲和中东的某些现货市场开始出现讨价还价，阔叶浆价格已经超出承受能力，下滑趋势日益明显。

税收

公司 05 年上缴所得税仅为 3300 万元，实际税率不足 15%，主要原因是公司多为中外合资企业，能够享受两免三减半的优惠政策，未来两税合并，以上优惠有可能逐步取消。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层 邮政编码: 518001

TEL: (86-755) 8249 2080 FAX: (86-755) 8249 3318

E-MAIL: LZRD@LHZQ.COM

上 海

上海浦东陆家嘴东路 161 号招商局大厦 34 层 邮政编码: 200121

TEL: (86-21) 5840 6452 FAX: (86-21) 5840 6254

E-MAIL: LZRD@LHZQ.COM

重要申明 — 本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性。本报告为联合证券研究所对研究对象一定时期的分析研究, 其中观点或陈述可能因时间的变化而变化或与事实不完全一致, 如欲了解对该对象最新情况的评述, 谨请参阅本公司最近期相关报告。本报告所载信息均为个人观点, 并不构成所述证券的买卖建议。© 联合证券有限责任公司研究所, 2007。版权所有, 未经授权不得复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容, 务必联络联合证券有限责任公司研究所。