

太阳纸业 (002078.SZ)

非公开发行终止，可转债提升融资速度

核心观点:

● 非公开发行融资改可转债，加快融资进度，降低EPS摊薄影响

基于目前市场融资环境、融资时机及公司股东与认购方的利益等因素，经审慎决策，公司决定终止非公开发行股票事项，同时筹划发行可转换公司债券拟募集资金总额不超过人民币12亿元，募集资金全部用于老挝年产30万吨化学浆项目，融资速度有望得到提升。考虑银行等其他融资渠道支持，本次可转债发行拟募集资金低于此前非公开发行方案拟募集资金规模，从EPS摊薄角度而言，发行可转债优于非公开发行股票，且可转债利率一般低于普通公司债利率，筹资成本相对较低。

● 老挝年产三十万吨化学浆项目稳步推进，成本低廉预计项目盈利丰厚

随着林地价格、人工等成本高企，以北美和北欧为核心木浆产区的传统行业格局动摇，南亚、拉美地区作为木浆新兴产区迅速崛起。南亚地处热带利于林木生长的雨热资源丰富，中期成本低廉。老挝具备丰富的林木资源、投资环境和政策支持，尤其在自然资源方面，常年青森林面积占比较大，土地资源丰富，公司林浆纸供应链完善有望获得丰厚利润。

● 各项业务超预期亮点多，业绩有望再上新台阶，维持买入评级

基于溶解浆价格中枢上行，老挝项目建成投产、包装纸产能未来三年逐步放量，文化纸维持2016年盈利水平假设，我们认为公司净利润有望保持高速增长。文化纸价格受市场供需格局以及成本推动持续加成涨价，吨纸盈利有望扩大。预计2017-2019年公司营业收入分别为175.31、208.51、244.61亿元，归母净利润分别为15.39、19.65、25.35亿元，当前股价对应2017年10.61xPE，维持公司买入评级。

● 风险提示

主要纸种价格大幅回落，溶解浆涨幅低于预期。

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	10,825.12	14,455.49	17,531.46	20,851.46	24,461.46
增长率(%)	3.51%	33.54%	21.28%	18.94%	17.31%
EBITDA(百万元)	2,367.58	2,941.05	3,710.84	4,440.89	5,165.23
净利润(百万元)	666.66	1,056.76	1,538.52	1,964.83	2,534.88
增长率(%)	42.20%	58.52%	45.59%	27.71%	29.01%
EPS(元/股)	0.263	0.417	0.607	0.775	1.000
市盈率(P/E)	21.42	16.03	10.61	8.31	6.44
市净率(P/B)	2.04	2.13	1.72	1.42	1.17
EV/EBITDA	9.05	8.14	6.18	4.88	3.69

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

6.52元

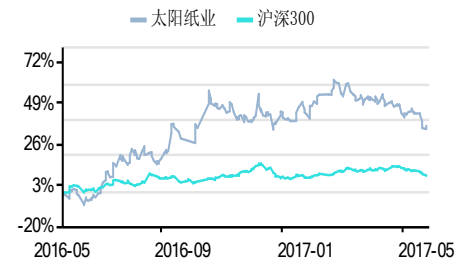
前次评级

买入

报告日期

2017-05-23

相对市场表现



分析师: 赵中平 S0260516070005



0755-23953620



zhaozhongping@gf.com.cn

相关研究:

太阳纸业(002078.SZ): 毛利率提升, 产能释放贡献业绩增量 2017-04-27

太阳纸业(002078.SZ): 业绩持续高增长, “四三三”战略稳步推进 2017-04-25

太阳纸业(002078.SZ): 业绩符合预期, 溶解浆上涨放大利润弹性 2017-02-28

联系人: 汪达 010-59136610

wangda@gf.com.cn

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	7027	7331	9039	10947	12711
货币资金	1528	1043	1753	2085	2446
应收及预付	3678	4670	5019	6441	7381
存货	1400	1139	1927	2080	2544
其他流动资产	422	480	340	340	340
非流动资产	12691	12863	13403	13600	13146
长期股权投资	101	130	130	130	130
固定资产	8625	11285	11251	10940	10273
在建工程	2735	302	1302	1802	2002
无形资产	544	564	584	596	609
其他长期资产	686	581	136	132	132
资产总计	19718	20194	22442	24547	25857
流动负债	9140	8512	8842	8748	7231
短期借款	5254	4168	4947	4026	1769
应付及预收	2621	3324	3896	4721	5462
其他流动负债	1265	1020	0	0	0
非流动负债	3185	3342	3519	3519	3519
长期借款	1720	1423	1903	1903	1903
应付债券	497	1494	1494	1494	1494
其他非流动负债	967	425	122	122	122
负债合计	12324	11854	12362	12267	10750
股本	2537	2536	2536	2536	2536
资本公积	1203	1208	1208	1208	1208
留存收益	3245	4175	5713	7678	10213
归属母公司股东权益	6986	7963	9502	11467	14002
少数股东权益	408	377	578	813	1106
负债和股东权益	19718	20194	22442	24547	25857

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	10825	14455	17531	20851	24461
营业成本	8293	11287	13442	15831	18521
营业税金及附加	40	101	103	131	150
销售费用	423	572	651	805	940
管理费用	449	449	673	770	867
财务费用	590	550	423	431	337
资产减值损失	10	64	10	22	29
公允价值变动收益	3	0	0	0	0
投资净收益	-136	21	10	10	20
营业利润	886	1453	2240	2871	3637
营业外收入	156	23	23	23	23
营业外支出	2	8	8	8	8
利润总额	1040	1468	2255	2887	3652
所得税	285	310	515	687	825
净利润	755	1158	1740	2200	2827
少数股东损益	88	101	202	235	292
归属母公司净利润	667	1057	1539	1965	2535
EBITDA	2368	2941	3711	4441	5165
EPS (元)	0.26	0.42	0.61	0.77	1.00

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	685	2816	2882	2978	3637
净利润	755	1158	1740	2200	2827
折旧摊销	747	895	1048	1126	1182
营运资金变动	-1444	228	-507	-762	-685
其它	627	534	600	414	312
投资活动现金流	-2199	-1552	-1668	-1313	-700
资本支出	-2611	-1668	-1678	-1323	-720
投资变动	447	62	10	10	20
其他	-36	54	0	0	0
筹资活动现金流	2061	-1708	-504	-1334	-2575
银行借款	10298	6969	1259	-920	-2258
债券融资	-8978	-7705	-1360	0	0
股权融资	1005	0	0	0	0
其他	-264	-972	-403	-413	-318
现金净增加额	547	-444	710	332	361
期初现金余额	1430	1528	1043	1753	2085
期末现金余额	1977	1083	1753	2085	2446

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	3.5	33.5	21.3	18.9	17.3
营业利润增长	32.8	63.9	54.2	28.2	26.6
归属母公司净利润增长	42.2	58.5	45.6	27.7	29.0
获利能力(%)					
毛利率	23.4	21.9	23.3	24.1	24.3
净利率	7.0	8.0	9.9	10.6	11.6
ROE	9.5	13.3	16.2	17.1	18.1
ROIC	8.2	10.7	12.4	14.5	17.4
偿债能力					
资产负债率(%)	62.5	58.7	55.1	50.0	41.6
净负债比率	1.0	0.8	0.7	0.4	0.2
流动比率	0.77	0.86	1.02	1.25	1.76
速动比率	0.59	0.67	0.75	0.94	1.30
营运能力					
总资产周转率	0.60	0.72	0.82	0.89	0.97
应收账款周转率	12.14	11.99	12.17	12.17	12.17
存货周转率	5.98	8.37	6.98	7.61	7.28
每股指标(元)					
每股收益	0.26	0.42	0.61	0.77	1.00
每股经营现金流	0.27	1.11	1.14	1.17	1.43
每股净资产	2.75	3.14	3.75	4.52	5.52
估值比率					
P/E	21.4	16.0	10.6	8.3	6.4
P/B	2.0	2.1	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA	9.0	8.1	6.2	4.9	3.7

广发造纸轻工行业研究小组

- 赵中平： 分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。
- 申 烨： 分析师，南京大学金融学硕士，2012 年进入广发证券发展研究中心。
- 任尚伟： 研究助理，北京大学经济学硕士，香港大学金融学硕士，2015 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号 太平金融大厦 31 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号 震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。