

太阳纸业 (002078.SZ)

拟建广西林浆纸基地，原材料布局再下一城

事件：公司拟在广西设立子公司，主营林木种植、木浆、纸及纸板等生产销售。公司拟在广西北海市铁山港区以自有资金5亿元设立全资子公司广西太阳纸业，该公司主营林木种植、木浆、纸及纸板等的研发、生产、销售。
广西林地资源丰富，当地政府鼓励造纸行业发展。广西是我国人工林、速丰林种植面积最大的省份，全区森林覆盖率为62.28%，为造纸行业发展提供了充足的原材料资源。根据18年7月广西政府发布的《广西工业高质量发展行动计划（2018—2020年）》，广西政府鼓励当地木材加工及造纸产业集群的发展，形成以纸养林、以林促纸、林纸结合的产业链内循环。因此我们认为，此次太阳在广西开发浆纸项目将受到当地政策支持，可充分享受当地林地资源优势。

防城港布局具备战略性意义，林浆纸一体化进程持续推进。防城港地处中国大陆西南陆域边界与海岸交汇处，是中国与东南亚、大西南与东南部的交汇点，紧靠太阳纸业老挝林浆纸基地和越南码头，拥有万吨级以上泊位4个，5千吨级以下的泊位16个，是目前北海市重点发展的港口以及产业园区。太阳已在老挝布局林浆纸产业基地，未来可充分利用防城港地理位置优势，节省运输成本，对公司未来长远发展具有战略性意义。公司通过收购沙湾公司，在老挝已拥有林地资源，未来有望继续开发广西林地，在国内产业链将从造纸向上延伸到制浆、开采木片和林木种植，林浆纸产业链布局再下一城。

进口木片价格上涨大势所趋，守林地者“得天下”。18年以前进口木片价格维持在140~150美元/吨，18年初价格开始上涨。木片主要出口国澳大利亚（全球第二大木片出口国，供应全球28%阔叶木片、39%针叶木片）2015年开始限制木片出口，考虑到5年种植周期，预计2020年以后木片供给缺口将会出现。在此背景下，造纸产业龙头APP、晨鸣等在18年初都加大了木片采购量，进一步推高木片价格，截至19年5月，进口木片价格已涨至接近230美元/吨。**在制浆材供给可能短缺背景下，未来木片价格仍将上涨，由此导致造纸产业链中利润逐步由制浆向更上游的木片开采转移，因此能够掌握林地资源的企业，将超额获得整个产业链中利润的重新分配。**
公司老挝林地资源优势逐步开始显现，奠定长期“四三三”格局。公司收购老挝沙湾公司，获得特许经营土地2.2万公顷。若假设公司可开发林地为1万公顷，根据我们测算，每公顷林地开垦费用约为2000美元，并且可产80吨木片，即每吨木片生产成本为25美元。外购木片价格200美元/吨以上，则开发1万公顷林地可为公司节约成本1.4亿美元。公司老挝木片用于溶解浆生产，每吨溶解浆成本将较市场低300~500元。由于成本的节省，未来溶解浆有望成为公司盈利的另一重要来源，将有利于公司造纸、生物质材料、快消品“四三三”格局的形成，有利于平滑造纸行业周期性波动带来的业绩影响。

国内半化学浆+老挝废纸浆替换国内需求，包装纸成本结构持续优化。公司将在老挝建设120万吨浆纸产能，其中包括40万吨废纸浆产能和2条年产40万吨箱板纸生产线，废纸浆产能将于19Q3达产，80万吨箱板纸产能将于20Q3投产。老挝废纸浆投产后，公司包装纸原材料自给率提升至53%。19年半化学浆完全达产，公司包装纸业务毛利率有望提升11pct至22%，20年废纸浆达产，毛利率有望提升至25%。

公司林浆纸产业链布局日渐完善，成本结构持续优化，“四三三”格局抵抗周期波动，当前估值处在历史低位，存在修复空间，维持“买入”评级。预计公司19~21年实现归母净利润18.47/23.40/28.03亿元，同比变动-17.5%/26.7%/19.8%，对应PE 9.2X/7.3X/6.1X。

风险提示：原材料价格波动、下游需求不及预期、项目建设不及预期。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	18,894	21,768	22,012	24,266	25,740
增长率 yoy (%)	30.7	15.2	1.1	10.2	6.1
归母净利润(百万元)	2,024	2,238	1,847	2,340	2,803
增长率 yoy (%)	91.6	10.5	-17.5	26.7	19.8
EPS 最新摊薄(元/股)	0.78	0.86	0.71	0.90	1.08
净资产收益率 (%)	20.8	17.8	13.9	15.0	15.3
P/E (倍)	8.4	7.6	9.2	7.3	6.1
P/B (倍)	1.7	1.4	1.2	1.1	0.9

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	造纸
前次评级	买入
最新收盘价	6.53
总市值(百万元)	16,922.85
总股本(百万股)	2,591.55
其中自由流通股(%)	98.43
30日日均成交量(百万股)	12.28

股价走势



作者

分析师 丁婷婷

执业证书编号：S0680512050001

邮箱：dingtingting@gszq.com

相关研究

- 1、《太阳纸业（002078.SZ）：成本结构持续优化，多品类布局稳定业绩》2019-05-14



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	10,429	10,783	9,920	13,555	13,685
现金	2,437	1,971	1,339	3,155	4,106
应收账款	1,645	1,464	1,679	1,786	1,890
其他应收款	132	0	134	14	143
预付账款	487	731	501	857	583
存货	1,525	2,168	1,643	2,500	1,820
其他流动资产	4,202	4,449	4,623	5,243	5,143
非流动资产	15,628	18,740	17,910	18,693	18,637
长期投资	116	137	173	209	245
固定资产投资	10,882	16,618	15,727	16,262	16,096
无形资产	664	860	926	992	1,068
其他非流动资产	3,965	1,126	1,084	1,230	1,229
资产总计	26,056	29,523	27,829	32,248	32,322
流动负债	11,646	13,963	11,250	13,794	11,695
短期借款	5,388	5,216	5,314	5,216	5,216
应付账款	2,043	2,307	2,182	2,699	2,391
其他流动负债	4,215	6,440	3,754	5,879	4,088
非流动负债	3,587	2,931	2,209	1,771	1,168
长期借款	3,403	2,778	2,056	1,618	1,015
其他非流动负债	184	153	153	153	153
负债合计	15,232	16,895	13,459	15,565	12,863
少数股东权益	499	56	209	377	560
股本	2,593	2,592	2,592	2,592	2,592
资本公积	1,446	1,540	1,540	1,540	1,540
留存收益	6,072	8,050	9,774	11,967	14,574
归属母公司股东收益	10,325	12,573	14,161	16,307	18,899
负债和股东权益	26,056	29,523	27,829	32,248	32,322

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动净现金流	3,767	4,478	2,386	5,171	3,641
净利润	2,250	2,242	2,001	2,507	2,986
折旧摊销	993	1,151	1,244	1,325	1,435
财务费用	571	720	569	555	508
投资损失	-2	-6	-10	-10	-10
营运资金变动	86	591	-1,419	794	-1,278
其他经营现金流	-131	-220	0	0	0
投资活动净现金流	-3,969	-3,038	-404	-2,098	-1,369
资本支出	3,980	3,035	-866	748	-92
长期投资	-42	0	-36	-37	-36
其他投资现金流	-32	-3	-1,306	-1,388	-1,496
筹资活动净现金流	1,248	-2,531	-2,712	-1,158	-1,322
短期借款	1,219	-172	0	0	0
长期借款	486	-624	-722	-438	-603
普通股增加	57	-1	0	0	0
资本公积增加	238	94	0	0	0
其他筹资现金流	-752	-1,828	-1,990	-720	-719
现金净增加额	1,045	-1,146	-730	1,914	951

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	18,894	21,768	22,012	24,266	25,740
营业成本	13,976	16,663	17,196	18,695	19,496
营业税金及附加	141	138	132	146	154
营业费用	663	750	770	849	901
管理费用	580	556	792	874	927
财务费用	571	720	569	555	508
资产减值损失	25	10	11	12	13
公允价值变动收益	-13	12	0	0	0
投资净收益	2	6	10	10	10
营业利润	2,950	2,692	2,551	3,145	3,752
营业外收入	23	37	35	41	41
营业外支出	42	9	10	10	10
利润总额	2,931	2,720	2,576	3,176	3,783
所得税	681	477	575	669	796
净利润	2,250	2,242	2,001	2,507	2,986
少数股东收益	226	5	154	167	184
归属母公司净利润	2,024	2,238	1,847	2,340	2,803
EBITDA	4,402	4,311	4,170	4,813	5,468
EPS (元/股)	0.78	0.86	0.71	0.90	1.08

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	30.7	15.2	1.1	10.2	6.1
营业利润 (%)	103.0	-8.8	-5.2	23.3	19.3
归属母公司净利润 (%)	91.6	10.5	-17.5	26.7	19.8
盈利能力					
毛利率 (%)	26.0	23.5	21.9	23.0	24.3
净利率 (%)	10.7	10.3	8.4	9.6	10.9
ROE (%)	20.8	17.8	13.9	15.0	15.3
ROIC (%)	12.8	11.6	10.2	11.5	12.3
偿债能力					
资产负债率 (%)	58.5	57.2	48.4	48.3	39.8
净负债比率 (%)	69.5	61.3	45.8	25.6	13.9
流动比率	0.9	0.8	0.9	1.0	1.2
速动比率	0.8	0.6	0.7	0.8	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.82	0.78	0.77	0.81	0.80
应收账款周转率	12.6	14.0	14.0	14.0	14.0
应付账款周转率	8.0	7.7	7.7	7.7	7.7
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	0.78	0.86	0.71	0.90	1.08
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.47	2.01	0.92	2.00	1.41
每股净资产 (最新摊薄)	3.89	4.75	5.37	6.20	7.20
估值指标 (倍)					
P/E	8.4	7.6	9.2	7.3	6.1
P/B	1.7	1.4	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA	5.7	5.8	5.7	4.5	3.7

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼
 邮编：100033
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com