

# 太阳纸业 (002078.SZ)

## 政策性贷款替代定增，老挝林浆纸一体化项目稳步推进

**事件：**公司老挝 120 万吨造纸项目获得国内两家政策性贷款支持，终止 2019 年度非公开发行股票计划。2019 年 7 月公司公告拟非公开发行股票募集资金不超过 20 亿元，用于老挝 120 万吨造纸项目。公司老挝“林浆纸一体化”项目布局符合国家“一带一路”倡议，获得老挝和我国政府的大力支持，近日国内两家政策性银行已经同意为该项目提供项目贷款，因此终止定增项目。

**项目资金充裕且成本低，为公司老挝项目推进提供保障。**公司获得的政策性贷款已基本落实，且项目资金较为充裕，可以满足老挝 120 万吨造纸项目的建设需求（估算投资约 30 亿元），且项目贷款资金成本较低，带来的财务费用压力较小。相较于前次定增项目（募资 20 亿元，稀释股权 10%），使用政策性银行贷款不存在稀释股权影响，有利于保障公司股东权益。

**短期来看，原材料价格低位，公司业绩弹性凸显。**文化纸行业从 18H2 开始进入去库周期，当前渠道库存已降至低位，19 年 3 月~5 月提价 500 元/吨后价格维稳。8~9 月传统旺季来临，补库需求推动下，纸价支撑动力充足。由于木浆港口库存仍维持高位接近 200 万吨，外盘浆价下跌明显，针叶和阔叶浆外盘价格 Q2 环比下跌 35 美元/吨，7~8 月环比 Q2 下降 130 美元/吨。根据我们测算，预计公司 Q2/Q3 毛利率将分别提升 4/10pct 左右，盈利水平接近 17 年高位。

**中长期看，公司林浆纸一体化布局完善，原材料把控能力强。**造纸行业以原材料为导向，当前最上游的木片资源供应开始收缩。公司 08 年在老挝布局林浆纸一体化基地，育苗、教化当地农民合作、完善基础设施等，耗费 10 年时间，投资超过 10 亿美元，18 年初现“雏形”，19 年林地可供开采。自产木片成本较低，林浆纸一体化带来公司的成本端改善将逐步兑现到业绩中，根据我们测算，预计 19~21 年将为公司释放 1.5/2.3/3.0 亿元利润。

**外废收紧趋势下，公司经历成本端向上优化改善的过程。**公司从 16 年开始生产包装纸就一直使用国废作为原材料，而 17H2~18H1 国废价格的大幅上涨使得公司包装纸业务盈利快速恶化。18 年公司研发木片和木屑半化学浆，并在老挝投资建设废纸浆，19 年将投产使用，预计 19 年成本端结构优化改善，预计全年贡献 20 万吨废纸浆产能，可为公司节省 9000 万元成本。20~21 年 40 万吨废纸浆全部投产，预计每年可为公司释放 1.8 亿元利润。

**公司当前 PB 估值处于历史低位，ROE 向上动力充足，安全边际较高。**从历史 PB-ROE 对应关系来看，公司的估值溢价主要来自于自身的高 ROE 水平，在行业景气周期 PB 估值高出行业平均水平 10%~70%。从行业层面看，当前造纸行业并未进入产能周期，文化纸供求已重回平衡点，在良好竞争格局下有望重启上升周期。从公司层面看，老挝基地已布局完成，19 年开始兑现到业绩端，后期盈利能力将持续提升，ROE 上升动力充足，并且公司逆势扩张，后续产能投放，将有望实现量价齐升。公司最低 PB 为 1 倍，出现在 12~13 年行业低谷期。当前公司 PB 估值为 1.4 倍，行业和公司基本面均明显优于上一轮低点，因此目前估值已处于历史低位，投资安全边际较高。

**公司为造纸行业中具备成长属性标的，林浆纸一体化布局增强原材料把控能力，成本结构向上改善优化，盈利能力将持续增强，当前估值处在历史低位，留足安全边际，维持“买入”评级。**预计公司 19~21 年实现归属净利润 18.47/23.40/28.03 亿元，同比变动 -17.5%/26.7%/19.8%，对应 PE 9.6X/7.6X/6.4X。

**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、盈利测算假设不够谨慎、林地开发程度无法确认的风险、财务风险。

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)	8.8	8.0	9.6	7.6	6.4
P/B (倍)	1.8	1.4	1.3	1.1	1.0

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	6.85
总市值(百万元)	17,752.15
总股本(百万股)	2,591.55
其中自由流通股(%)	98.43
30 日均成交量(百万股)	14.43

### 股价走势



### 作者

分析师 丁婷婷

执业证书编号: S0680512050001

邮箱: dingtingting@gzsq.com

### 相关研究

- 1、《太阳纸业 (002078.SZ): 宰控原料入口，“太阳”冉冉升起》2019-08-04
- 2、《太阳纸业 (002078.SZ): 拟定增开发老挝项目，林浆纸一体化布局有望逐步完善》2019-07-18
- 3、《太阳纸业 (002078.SZ): 发挥原材料自产优势，行业底部扩张提前卡位高端双胶纸市场》2019-07-12



**财务报表和主要财务比率**

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	10,429	10,783	9,920	13,555	13,685	<b>营业收入</b>	18,894	21,768	22,012	24,266	25,740
现金	2,437	1,971	1,339	3,155	4,106	营业成本	13,976	16,663	17,196	18,695	19,496
应收账款	1,645	1,464	1,679	1,786	1,890	营业税金及附加	141	138	132	146	154
其他应收款	132	0	134	14	143	营业费用	663	750	770	849	901
预付账款	487	731	501	857	583	管理费用	580	556	792	874	927
存货	1,525	2,168	1,643	2,500	1,820	财务费用	571	720	569	555	508
其他流动资产	4,202	4,449	4,623	5,243	5,143	资产减值损失	25	10	11	12	13
<b>非流动资产</b>	15,628	18,740	17,910	18,693	18,637	公允价值变动收益	-13	12	0	0	0
长期投资	116	137	173	209	245	投资净收益	2	6	10	10	10
固定投资	10,882	16,618	15,727	16,262	16,096	<b>营业利润</b>	2,950	2,692	2,551	3,145	3,752
无形资产	664	860	926	992	1,068	营业外收入	23	37	35	41	41
其他非流动资产	3,965	1,126	1,084	1,230	1,229	营业外支出	42	9	10	10	10
<b>资产总计</b>	26,056	29,523	27,829	32,248	32,322	<b>利润总额</b>	2,931	2,720	2,576	3,176	3,783
<b>流动负债</b>	11,646	13,963	11,250	13,794	11,695	所得税	681	477	575	669	796
短期借款	5,388	5,216	5,314	5,216	5,216	<b>净利润</b>	2,250	2,242	2,001	2,507	2,986
应付账款	2,043	2,307	2,182	2,699	2,391	少数股东收益	226	5	154	167	184
其他流动负债	4,215	6,440	3,754	5,879	4,088	<b>归属母公司净利润</b>	2,024	2,238	1,847	2,340	2,803
<b>非流动负债</b>	3,587	2,931	2,209	1,771	1,168	EBITDA	4,402	4,311	4,170	4,813	5,468
长期借款	3,403	2,778	2,056	1,618	1,015	EPS(元/股)	0.78	0.86	0.71	0.90	1.08
其他非流动负债	184	153	153	153	153						
<b>负债合计</b>	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						
<b>负债和股东权益</b>	26,056	29,523	27,829	32,248	32,322						
现金流表(百万元)						主要财务比率					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动净现金流</b>	3,767	4,478	2,386	5,171	3,641	<b>成长能力</b>					
净利润	2,250	2,242	2,001	2,507	2,986	营业收入(%)	30.7	15.2	1.1	10.2	6.1
折旧摊销	993	1,151	1,244	1,325	1,435	营业利润(%)	103.0	-8.8	-5.2	23.3	19.3
财务费用	571	720	569	555	508	归属母公司净利润(%)	91.6	10.5	-17.5	26.7	19.8
投资损失	-2	-6	-10	-10	-10	<b>盈利能力</b>					
营运资金变动	86	591	-1,419	794	-1,278	毛利率(%)	26.0	23.5	21.9	23.0	24.3
其他经营现金流	-131	-220	0	0	0	净利率(%)	10.7	10.3	8.4	9.6	10.9
<b>投资活动净现金流</b>	-3,969	-3,038	-404	-2,098	-1,369	ROE(%)	20.8	17.8	13.9	15.0	15.3
资本支出	3,980	3,035	-866	748	-92	ROIC(%)	12.8	11.6	10.2	11.5	12.3
长期投资	-42	0	-36	-37	-36	<b>偿债能力</b>					
其他投资现金流	-32	-3	-1,306	-1,388	-1,496	资产负债率(%)	58.5	57.2	48.4	48.3	39.8
<b>筹资活动净现金流</b>	1,248	-2,531	-2,712	-1,158	-1,322	净负债比率(%)	69.5	61.3	45.8	25.6	13.9
短期借款	1,219	-172	0	0	0	流动比率	0.9	0.8	0.9	1.0	1.2
长期借款	486	-624	-722	-438	-603	速动比率	0.8	0.6	0.7	0.8	1.0
普通股增加	57	-1	0	0	0	<b>营运能力</b>					
资本公积增加	238	94	0	0	0	总资产周转率	0.82	0.78	0.77	0.81	0.80
其他筹资现金流	-752	-1,828	-1,990	-720	-719	应收账款周转率	12.6	14.0	14.0	14.0	14.0
<b>现金净增加额</b>	1,045	-1,146	-730	1,914	951	应付账款周转率	8.0	7.7	7.7	7.7	7.7

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提供。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One5610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