

# 太阳纸业(002078)

## 可转债助力老挝项目加速推进 买入(维持)

2017年12月19日

证券分析师 马莉

执业证书编号: S0600517050002  
01066573632

[mal@dwzq.com.cn](mailto:mal@dwzq.com.cn)

证券分析师 史凡可

执业证书编号: S0600517070002  
021-60199793

[shifk@dwzq.com.cn](mailto:shifk@dwzq.com.cn)

研究助理 林瑶

[liny@dwzq.com.cn](mailto:liny@dwzq.com.cn)

### 投资要点

■ **事项要点:** 太阳纸业发布公告: 拟发行可转债 12 亿元, 存续期为 5 年, 转股期限为债券发行后 6 个月, 初始转股价格 8.85 元/股。募集资金将投向老挝 30 万吨化学浆项目

### 投资建议:

融资降低财务成本, 老挝项目加速推进: 公司该次可转债替代前期非公开发行方案, 融资 12 亿主要针对老挝 30 万吨化学浆项目 (总投资额 19.58 亿), 融资有利于降低企业财务费用, 加速推进项目建设。该化学浆项目已于 17 年初开始建设, 预计将于 18 年 Q3 投产, 具有成本低 (自备林木资源), 税收政策好 (8 年免税期) 等优势, 建成后可视行业情况选择生产 25 万吨溶解浆或者 30 万吨纸浆。

纸浆自给率有望提升, 盈利具有弹性: 公司是文化纸龙头, 16 年末拥有机制纸产能 312 万吨, 纸浆产能 120 万吨 (其中化机浆 70 万吨), 纸浆自给率达 30%+。年初至今成本端内、外盘浆价持续走高 (浆价涨幅达 40%+), 老挝纸浆产能顺利投产一方面可以提高公司纸浆配套率, 对冲成本上涨压力, 另一方面如果纸浆投放市场也有不亚于成品纸的盈利能力。

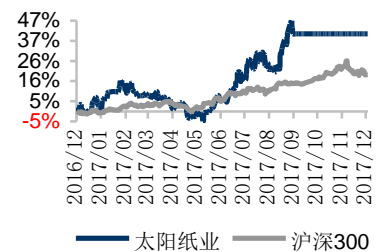
17 年业绩充分受益于行业高景气: 上半年铜板、双胶纸价格同比大幅上涨, 成本端外盘浆价相对稳定, 太阳销售净利率提升至 11.08%; 下半年伴随内、外盘浆价持续走高, 行业龙头集体提价对抗成本上涨 (9 月以来双胶、铜版企业涨价函频出合计提价近 1000 元/吨), 我们预计下半年整体净利率水平环比稳中有升。

18 年新产能投放, 穿越周期真成长: 展望 2018 年, 公司 20 万吨高档特种纸项目预计 18Q1 投产 (总投资 6 亿元, 项目投产后预计实现年收入 13 亿元, 税后净利润 1 亿元); 80 万吨高档板纸项目预计 18Q3 投产 (总投资 21 亿元, 投产后可实现年收入 29 亿元, 税后净利 2.25 亿元); 叠加老挝项目顺利推进 (预计 18Q2 投产, 建成后每年可为公司贡献净利 3-4 亿)。公司持续成长可期。

■ **盈利预测及投资评级:** 我们预计公司 17、18 年净利润 21、25 亿, EPS 为 0.81、1.00 元, 对应 11、9 倍 PE, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 纸价上涨不达预期

### 股价走势



### 市场数据

收盘价 (元)	8.93
一年最低/最高价	6.20/10.19
市净率 (倍)	2.47
流通 A 股市值 (百万元)	22,593

### 基础数据

每股净资产 (元)	3.61
资本负债率 (%)	59.10
总股本 (百万股)	2,593
流通 A 股 (百万股)	2,530

### 相关研究

1. 多元产品结构显优势, 四季度弹性可期, 新产能助力未来长期增长无忧 -20171030
2. 股权激励添动力, 全年业绩持续高速增长 -20170911
3. 太阳纸业: H1 业绩靓丽, 下半年盈利有望再提升 -20170830
4. 太阳纸业: 可转债加快融资进度, 业绩高速增长可持续 -20170612

太阳纸业三大财务预测表

资产负债表(百万 元)					利润表(百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>7331.28</b>	<b>10633.91</b>	<b>11226.05</b>	<b>13524.52</b>	<b>营业收入</b>	<b>14455.49</b>	<b>20090.61</b>	<b>22847.02</b>	<b>25172.01</b>
货币资金	1043.13	2009.06	2741.64	3524.08	营业成本	11287.39	15271.74	17276.83	18960.56
应收款项	4054.04	5512.92	5366.62	6075.21	营业税金及附加	101.11	140.52	159.80	176.06
存货	1138.81	1915.54	1923.76	2537.55	销售费用	572.25	795.33	904.45	996.49
其他	432.10	432.10	432.10	432.10	管理费用	448.60	603.23	686.00	755.81
<b>非流动资产</b>	<b>12862.91</b>	<b>14601.51</b>	<b>14036.25</b>	<b>13944.37</b>	财务费用	550.04	528.17	460.03	410.03
长期股权投资	130.28	122.84	116.70	110.86	投资净收益	21.09	9.60	11.52	13.82
固定资产	11284.89	11899.00	12099.20	12469.40	其他	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	556.52	585.08	611.37	637.42	<b>营业利润</b>	<b>1452.98</b>	<b>2697.02</b>	<b>3307.24</b>	<b>3822.70</b>
其他	891.21	1994.59	1208.98	726.69	营业外净收支	15.24	38.20	42.77	52.84
<b>资产总计</b>	<b>20194.19</b>	<b>25235.42</b>	<b>25262.30</b>	<b>27468.89</b>	<b>利润总额</b>	<b>1468.22</b>	<b>2729.06</b>	<b>3343.86</b>	<b>3869.38</b>
<b>流动负债</b>	<b>8512.30</b>	<b>11789.20</b>	<b>9486.44</b>	<b>9140.31</b>	所得税费用	310.02	576.24	706.06	817.02
短期借款	4168.22	5921.63	3843.92	2869.83	少数股东损益	101.44	101.44	101.44	101.44
应付账款	1468.81	2443.19	2638.24	3195.78	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1056.76</b>	<b>2051.38</b>	<b>2536.36</b>	<b>2950.91</b>
其他	2875.27	3424.38	3004.28	3074.70	EBIT	2147.24	3420.31	3979.75	4459.17
<b>非流动负债</b>	<b>3341.96</b>	<b>3278.06</b>	<b>3401.99</b>	<b>3351.98</b>	EBITDA	3008.05	4205.51	4764.20	5242.88
长期借款	1422.59	1383.39	1508.77	1438.25					
其他	1919.37	1894.67	1893.22	1913.73					
<b>负债总计</b>	<b>11854.26</b>	<b>15067.26</b>	<b>12888.43</b>	<b>12492.28</b>	<b>重要财务与估值指 标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
少数股东权益	376.58	439.18	407.82	407.86	每股收益(元)	0.42	0.81	1.00	1.16
归属母公司股 东权益	7963.35	9728.98	11966.04	14568.75	每股净资产(元)	3.14	3.84	4.72	5.75
<b>负债和股东权益 总计</b>	<b>20194.19</b>	<b>25235.42</b>	<b>25262.30</b>	<b>27468.89</b>	发行在外股份(百万 股)	2535.86	2535.86	2535.86	2535.86
					ROIC(%)	10.98	14.17	16.22	16.77
					ROE(%)	14.14	23.26	23.40	22.32
					毛利率(%)	21.92	23.99	24.38	24.68
					EBIT Margin(%)	20.81	20.93	20.85	20.83
					销售净利率(%)	8.01	10.72	11.55	12.13
					资产负债率(%)	58.70	59.71	51.02	45.48
					收入增长率(%)	33.54	38.98	13.72	10.18
					净利润增长率(%)	58.52	94.12	23.64	16.34
					P/E	21.91	11.29	9.13	7.85
					P/B	2.78	2.28	1.87	1.55
					EV/EBITDA	10.64	7.17	6.12	4.42

数据来源: Wind 资讯、东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 东吴证券投资评级标准:

#### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

#### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

