

太阳纸业 (002078)

证券研究报告

2017年12月20日

可转债落地，维持“买入”评级

事件：

太阳纸业公告发行可转债事项，募集资金建设老挝木浆项目，转债总额 12 亿，债权期限 5 年，转股价 8.85 元，转股期限在发行结束起满 6 个月至债权结束。

点评：

本次转债大股东拥有优先配售权，大股东直接参与认购体现其对公司未来发展信心。可转债募资 12 亿元，用于建设老挝 40 万吨化学浆项目，我们预计该项目将为公司 2018 年贡献可观利润。

太阳纸业拥有 100 万吨双胶纸，80 万吨铜版纸，80 万吨箱板纸，20 万吨淋膜原纸，12 万吨生活用纸，70 万吨化机浆以及 50 万吨溶解级木浆，共计 412 万吨浆纸生产产能。公司产品品种布局完善，抗风险能力强，加之其优秀的成本控制能力，公司产品毛利率水平形成近 6 年逐年上抬趋势；公司期间费用率控制能力亦较强，每年均维持在 10% 上下，是公司现代化高效企业管理能力的体现。

目前公司在建项目将陆续在 2018 年投产，其中包括本次募资老挝化学浆项目，80 万吨瓦楞纸项目，以及 20 万吨高档文化纸项目，这些项目将成为公司 2018 年新增利润贡献点。

国内木浆系纸张行业 2018 年几乎没有新增产能投放，产品由于具备普通消费品属性，需求将维持相对稳定态势，加之环保高压环境持续，预计明年行业供需边际将进一步改善，吨纸盈利能力亦将进一步提升。

公司拥有 70 万吨化机浆生产产能，相当于木浆自供率 40% 左右，随着老挝 40 万吨化学浆项目投产，公司木浆自供能力将进一步提升，我们判断 2018 年木浆年化均价有望高于 2017 年，公司木浆生产线吨纸盈利能力有望进一步提升。

我们预计公司 2017-2018 年实现净利润 20.3 亿，26.5 亿，考虑摊薄后，当前股价对应 PE 为 11 倍，9 倍，维持“买入”评级。

风险提示：溶解浆价格提升幅度不达预期，在建工程投产进度不达预期。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	10,825.12	14,455.49	20,403.02	25,278.42	27,139.92
增长率(%)	3.51	33.54	41.14	23.90	7.36
EBITDA(百万元)	2,218.82	2,891.54	3,831.85	4,778.20	5,325.08
净利润(百万元)	666.66	1,056.76	2,031.86	2,654.66	3,061.40
增长率(%)	42.20	58.52	92.27	30.65	15.32
EPS(元/股)	0.26	0.41	0.78	1.02	1.18
市盈率(P/E)	34.73	21.91	11.39	8.72	7.56
市净率(P/B)	3.31	2.91	2.41	1.96	1.61
市销率(P/S)	2.14	1.60	1.13	0.92	0.85
EV/EBITDA	9.50	8.19	7.57	5.35	4.54

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	轻工制造/造纸
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	8.93 元
目标价格	11 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,592.59
流通 A 股股本(百万股)	2,530.09
A 股总市值(百万元)	23,151.79
流通 A 股市值(百万元)	22,593.74
每股净资产(元)	3.61
资产负债率(%)	59.10
一年内最高/最低(元)	10.19/6.24

作者

姜浩 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110004
jiangh@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《太阳纸业-公司点评:全年业绩指引超预期，维持“买入”评级》2017-10-29
- 《太阳纸业-半年报点评:半年报业绩稳健可喜，维持“买入”评级》2017-08-30
- 《太阳纸业-公司点评:牵手宝树，生活用纸精准用户渠道再下一城》2017-07-20



财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,527.57	1,043.13	1,632.24	2,022.27	2,171.19	营业收入	10,825.12	14,455.49	20,403.02	25,278.42	27,139.92
应收账款	1,080.23	1,485.67	1,832.16	1,040.84	2,043.73	营业成本	8,292.75	11,287.39	15,323.63	18,870.04	20,037.58
预付账款	280.13	492.32	631.88	712.47	710.47	营业税金及附加	40.26	101.11	81.61	101.11	108.56
存货	1,400.09	1,138.81	3,071.95	1,986.06	3,142.00	营业费用	423.31	572.25	795.72	985.86	1,058.46
其他	2,738.98	3,171.35	3,619.63	5,151.29	4,324.51	管理费用	448.56	448.60	805.92	985.86	1,058.46
流动资产合计	7,027.00	7,331.28	10,787.86	10,912.93	12,391.90	财务费用	590.48	550.04	590.00	700.00	700.00
长期股权投资	100.94	130.28	130.28	130.28	130.28	资产减值损失	10.32	64.20	30.00	30.00	30.00
固定资产	8,625.31	11,284.89	10,991.19	10,665.62	10,307.94	公允价值变动收益	3.08	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	2,735.17	302.01	217.20	178.32	136.99	投资净收益	(136.17)	21.09	13.00	14.00	15.00
无形资产	529.74	556.52	542.32	528.12	513.92	其他	266.18	(42.17)	(26.00)	(28.00)	(30.00)
其他	699.70	589.21	730.83	665.15	658.05	营业利润	886.34	1,452.98	2,789.15	3,619.55	4,161.87
非流动资产合计	12,690.86	12,862.91	12,611.82	12,167.49	11,747.18	营业外收入	155.64	22.78	45.00	45.00	45.00
资产总计	19,717.85	20,194.19	23,399.68	23,080.42	24,139.08	营业外支出	1.51	7.54	5.00	5.00	5.00
短期借款	5,253.75	4,168.22	5,710.38	2,602.01	1,165.02	利润总额	1,040.47	1,468.22	2,829.15	3,659.55	4,201.87
应付账款	1,527.64	1,590.29	3,283.70	2,674.72	3,403.76	所得税	285.37	310.02	707.29	914.89	1,050.47
其他	2,358.28	2,753.79	2,422.40	3,725.17	2,753.26	净利润	755.10	1,158.20	2,121.86	2,744.66	3,151.40
流动负债合计	9,139.67	8,512.30	11,416.49	9,001.91	7,322.04	少数股东损益	88.45	101.44	90.00	90.00	90.00
长期借款	1,720.33	1,422.59	187.75	0.00	0.00	归属于母公司净利润	666.66	1,056.76	2,031.86	2,654.66	3,061.40
应付债券	496.68	1,494.44	929.34	973.49	1,132.42	每股收益(元)	0.26	0.41	0.78	1.02	1.18
其他	967.50	424.93	786.07	726.17	645.72						
非流动负债合计	3,184.51	3,341.96	1,903.17	1,699.66	1,778.15						
负债合计	12,324.18	11,854.26	13,319.66	10,701.56	9,100.19						
少数股东权益	407.71	376.58	466.58	556.58	646.58	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
股本	2,536.64	2,535.86	2,592.59	2,592.59	2,592.59	成长能力					
资本公积	1,203.34	1,207.66	1,207.66	1,207.66	1,207.66	营业收入	3.51%	33.54%	41.14%	23.90%	7.36%
留存收益	4,448.10	5,382.35	7,020.86	9,229.69	11,799.73	营业利润	32.78%	63.93%	91.96%	29.77%	14.98%
其他	(1,202.12)	(1,162.50)	(1,207.66)	(1,207.66)	(1,207.66)	归属于母公司净利润	42.20%	58.52%	92.27%	30.65%	15.32%
股东权益合计	7,393.68	8,339.93	10,080.02	12,378.86	15,038.89	获利能力					
负债和股东权益总	19,717.85	20,194.19	23,399.68	23,080.42	24,139.08	毛利率	23.39%	21.92%	24.90%	25.35%	26.17%
						净利率	6.16%	7.31%	9.96%	10.50%	11.28%
						ROE	9.54%	13.27%	21.14%	22.45%	21.27%
						ROIC	9.87%	11.46%	17.25%	20.96%	25.58%
						偿债能力					
						资产负债率	62.50%	58.70%	56.92%	46.37%	37.70%
						净负债率	24.01%	25.51%	27.57%	31.65%	27.10%
						流动比率	0.77	0.86	0.94	1.21	1.69
						速动比率	0.62	0.73	0.68	0.99	1.26
						营运能力					
						应收账款周转率	11.94	11.27	12.30	17.60	17.60
						存货周转率	8.58	11.39	9.69	10.00	10.58
						总资产周转率	0.60	0.72	0.94	1.09	1.15
						每股指标(元)					
						每股收益	0.26	0.41	0.78	1.02	1.18
						每股经营现金流	0.26	1.09	0.72	1.84	1.05
						每股净资产	2.69	3.07	3.71	4.56	5.55
						估值比率					
						市盈率	34.73	21.91	11.39	8.72	7.56
						市净率	3.31	2.91	2.41	1.96	1.61
						EV/EBITDA	9.50	8.19	7.57	5.35	4.54
						EV/EBIT	14.27	11.82	8.58	5.92	4.98

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com