

# 太阳纸业 (002078) \ 轻工制造

## ——可转债落地，新产能策马扬鞭

|       |       |
|-------|-------|
| 投资建议: | 推荐    |
| 上次建议: | 推荐    |
| 当前价格: | 9.01元 |
| 目标价格: | 12元   |

### 事件:

公司拟于2017年12月22日发行募资总额不超过12亿元人民币的可转换公司债券，票面利率五年内分别为0.3%、0.5%、0.8%、1.0%和1.5%。扣除发行费用将全部用于老挝年产30万吨化学浆项目。

### 投资要点:

#### ➤ 公司项目储备丰富

老挝的30万吨化学浆项目预计2018年第二季度投产，总投入19.58亿元，预计贡献年利润3.2亿元；投资6亿元的20万吨特种纸项目预计2018年第一季度投产，预计贡献年利润1.4亿元；投资21亿元的箱板纸项目预计2018年第三季度投产，贡献年利润3亿元；太阳纸业扩产项目均瞄准产业链高端纸张以及原材料端，可有效降低成本以及提升毛利率。

#### ➤ 可转债替代非公发行有利于降低财务费用

公司三季报显示资产负债率为59.1%，产品流动比率和速动比率分别为0.82和0.69，本次可转债公司债券发行可有效降低公司融资成本，加速老挝项目推进，老挝林业资源丰富，可以降低公司生产成本提升整体运营的国际化水平，建成后可年产30万吨纸浆或转产25万吨溶解浆。

#### ➤ 纸浆自给率有望提升

2017年公司的机制纸产能将达到332万吨，纸浆产能120万吨。待老挝30万吨化机浆投产后，自给率将达到45%左右，未来随着美国溶解浆项目的实施，公司的抗原材料价格波动风险能力将显著增强。

#### ➤ 盈利预测

预计2017-2019年EPS分别为0.78元、0.91元与1.10元。对应PE分别为12.29、10.47和8.71倍。

#### ➤ 风险提示

环保限产 纸价下行 产能过剩

### 基本数据

|              |             |
|--------------|-------------|
| 总股本/流通股(百万股) | 2,593/2,530 |
| 流通A股市值(百万元)  | 22,594      |
| 每股净资产(元)     | 3.61        |
| 资产负债率(%)     | 59.10       |
| 一年内最高/最低(元)  | 10.19/6.20  |

### 一年内股价相对走势



钱建 分析师  
 执业证书编号: S05905101240001  
 电话: 0510-85613752  
 邮箱: qj@glsc.com.cn

### 相关报告

1、《太阳纸业 (002078) ——未雨绸缪的才是最后赢家》2017/10/09

| 财务数据和估值     | 2015A    | 2016A    | 2017E    | 2018E    | 2019E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)   | 10825.12 | 14455.49 | 17946.49 | 20638.47 | 23115.08 |
| 增长率(%)      | 3.51%    | 33.54%   | 24.15%   | 15.00%   | 12.00%   |
| EBITDA(百万元) | 2290.08  | 2877.05  | 4150.44  | 4751.97  | 5466.36  |
| 净利润(百万元)    | 666.66   | 1056.76  | 1970.45  | 2312.11  | 2779.97  |
| 增长率(%)      | 42.20%   | 58.52%   | 86.46%   | 17.34%   | 20.23%   |
| EPS(元/股)    | 0.26     | 0.42     | 0.78     | 0.91     | 1.10     |
| 市盈率(P/E)    | 36.33    | 22.92    | 12.29    | 10.47    | 8.71     |
| 市净率(P/B)    | 3.47     | 3.04     | 2.53     | 2.11     | 1.77     |
| EV/EBITDA   | 13.82    | 10.97    | 7.36     | 6.65     | 5.43     |

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所

## 正文目录

|      |                      |   |
|------|----------------------|---|
| 1.   | 原材料是造纸企业的基石.....     | 3 |
| 1.1. | 纸浆价格坚挺是主旋律.....      | 3 |
| 1.2. | 公司布局前瞻，盈利能力提升明显..... | 4 |
| 1.3. | 盈利预测.....            | 4 |

## 图表目录

|                                 |           |
|---------------------------------|-----------|
| 图表 1: 2016 年以来国内漂白木浆价格走势.....   | 3         |
| 图表 2: 2016 年以来我国废纸和纸浆进口额累计..... | 3         |
| 图表 3: 2016 年我国纸浆消耗数据.....       | 3         |
| 图表 4: 2016 年以来双胶纸价格走势.....      | 3         |
| 图表 5: 太阳纸业扩产能情况.....            | 4         |
| 图表 6: 近几年太阳纸业三费情况.....          | 4         |
| 图表 7: 近几年太阳纸业利润率情况.....         | 4         |
| 图表 8: 财务预测摘要.....               | 错误!未定义书签。 |

## 1. 原材料是造纸企业的基石

### 1.1. 纸浆价格坚挺是主旋律

今年以来,国内漂白木浆价格从4900元/吨上涨到6561元/吨,涨价幅度为34%。随着纸价上行,2017年进口纸和纸浆数量和金额均有20%以上的涨幅,这也给对原材料依赖较为严重的造纸企业造成了较大成本压力。我国是人均森林资源匮乏的国家,人均蓄积量只有9个立方左右,与世界平均比为1:8.2,积极布局老挝、美国等海外林业资源丰富的国家可以有效缓解成本端压力,提升利润空间。

图表 1: 2016 年以来国内漂白木浆价格走势



来源: Wind、国联证券研究所

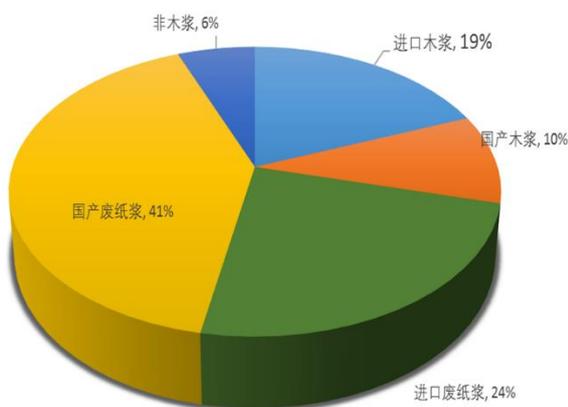
图表 2: 2016 年以来我国废纸和纸浆进口额累计



来源: 海关总署、国联证券研究所

根据中国造纸业协会数据,2016年我国纸浆进口依赖度为43%,随着“洋垃圾”禁令的实施和国内环保政策的加强,不断催涨了国废价格,国际木浆价格攀升也催涨了文化纸的价格,目前双胶纸和铜版纸均价逼近8000元/每吨的整数关口,文化纸相比前期涨幅较大的包装纸目前价格稳定,第四季度是传统的包装旺季,根据目前行业小产能不断出清的趋势以及大厂产能投放的时间点来看,2018年综合纸价维持高位仍是主旋律。

图表 3: 2016 年我国纸浆消耗数据



来源: 中国造纸业协会数据、国联证券研究所

图表 4: 2016 年以来双胶纸价格走势



来源: 纸业联讯、国联证券研究所

## 1.2. 公司布局前瞻，盈利能力提升明显

特种纸以及高档箱板纸是目前市场需求旺盛的纸种之一，毛利率和议价能力相对较高，公司地处山东，公司的低克重高档的牛皮箱板纸可应对市场对海鲜水产品的包装需求，替代进口，而特种纸也是 2016 年除包装纸以外需求增长的纸张之一，2016 年特种纸张需求 280 万吨，同比增长 5.66%，消费量 225 万吨，同比增长 3.69% 在龙头纸企纷纷加码包装纸的大浪潮下，太阳纸业并未盲目扩产能，而是根据市场需求积极布局上游端和高端纸种，为“四三三”战略铺路。

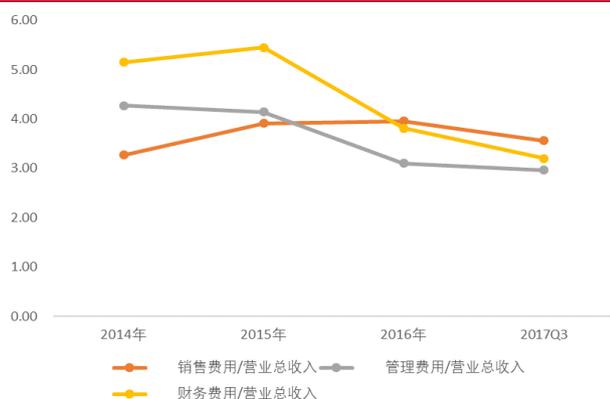
图表 5：太阳纸业扩产能情况

| 产品  | 产能   | 投产日期     | 投入 (亿元) | 预计年收入 (亿元) | 预计年利润 (亿元) |
|-----|------|----------|---------|------------|------------|
| 特种纸 | 20万吨 | 2018年一季度 | 6       | 13         | 1.4        |
| 化学浆 | 30万吨 | 2018年二季度 | 19.58   | -          | 3.2        |
| 箱板纸 | 80万吨 | 2018年三季度 | 21      | 29         | 3          |

来源：公告、国联证券研究所

近几年太阳纸业的利润增长势头良好，2014、2015、2016 年净利润分别为 4.69 亿、6.67 亿以及 10.57 亿元，同比增长 64.7%、42.2% 以及 58.52%。2017 年全年净利润增速有望创近几年新高，市场认同公司近年来实施的“四三三”战略，在多元化布局的同时提高了抗风险的能力，这是近年来太阳纸业利润高速增长的原因之一。

图表 6：近几年太阳纸业三费情况



来源：Wind、国联证券研究所

图表 7：近几年太阳纸业利润率情况



来源：Wind、国联证券研究所

## 1.3. 盈利预测

预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.78 元、0.91 元与 1.10 元。对应 PE 分别为 12.29、10.47 和 8.71 倍。

**图表 8：财务预测摘要**

| 资产负债表           |                |                |                |                |                | 利润表            |                |                |                |                |                |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 单位:百万元          | 2014A          | 2015A          | 2016E          | 2017E          | 2018E          | 单位:百万元         | 2014A          | 2015A          | 2016E          | 2017E          | 2018E          |
| 货币资金            | 1398.54        | 758.56         | 1794.65        | 2063.85        | 2311.51        | 营业收入           | 10825.1        | 14455.4        | 17946.4        | 20638.4        | 23115.0        |
| 应收账款+票据         | 3397.40        | 4177.48        | 3786.74        | 5372.11        | 4885.80        | 营业成本           | 8292.75        | 11287.3        | 13639.3        | 15685.2        | 17567.4        |
| 预付账款            | 280.13         | 492.32         | 504.27         | 641.81         | 641.81         | 营业税金及附加        | 40.26          | 101.11         | 90.81          | 104.43         | 116.97         |
| 存货              | 1400.09        | 1138.81        | 781.00         | 1456.00        | 1675.00        | 营业费用           | 423.31         | 572.25         | 692.73         | 798.71         | 889.93         |
| 其他              | 420.99         | 479.55         | 479.55         | 479.55         | 479.55         | 管理费用           | 448.56         | 448.60         | 450.00         | 460.00         | 470.00         |
| <b>流动资产合计</b>   | <b>6897.13</b> | <b>7046.72</b> | <b>7346.21</b> | <b>10013.3</b> | <b>9993.66</b> | 财务费用           | 590.48         | 550.04         | 359.21         | 348.44         | 314.19         |
| 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          | 64.20          | 64.20          | 64.20          |
| 固定资产            | 8625.31        | 11284.8        | 10597.3        | 11320.9        | 11878.6        | 公允价值变动收        | 3.08           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 在建工程            | 2735.17        | 302.01         | 1814.00        | 1745.00        | 1954.00        | 投资净收益          | -131.03        | 18.30          | 241.00         | 232.00         | 375.00         |
| 无形资产            | 529.74         | 556.52         | 539.65         | 522.78         | 505.90         | 其他             | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 其他非流动资产         | 531.23         | 481.65         | 502.04         | 555.44         | 627.83         | <b>营业利润</b>    | <b>891.48</b>  | <b>1450.20</b> | <b>2891.20</b> | <b>3409.45</b> | <b>4067.34</b> |
| <b>非流动资产合计</b>  | <b>12522.3</b> | <b>12755.3</b> | <b>13583.2</b> | <b>14274.4</b> | <b>15096.6</b> | 营业外净收益         | 149.00         | 18.02          | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>资产总计</b>     | <b>19419.5</b> | <b>19802.0</b> | <b>20929.4</b> | <b>24287.7</b> | <b>25090.3</b> | <b>利润总额</b>    | <b>1040.47</b> | <b>1468.22</b> | <b>2891.20</b> | <b>3409.45</b> | <b>4067.34</b> |
| 短期借款            | 5253.75        | 4168.22        | 1701.44        | 2443.10        | 162.57         | 所得税            | 285.37         | 310.02         | 662.55         | 794.36         | 923.08         |
| 应付账款+票据         | 2173.69        | 2255.81        | 3096.66        | 3058.68        | 3835.30        | <b>净利润</b>     | <b>755.10</b>  | <b>1158.20</b> | <b>2228.65</b> | <b>2615.09</b> | <b>3144.25</b> |
| 其他              | 1449.48        | 1748.02        | 1437.64        | 1905.29        | 1582.33        | 少数股东损益         | 88.45          | 101.44         | 258.21         | 302.98         | 364.29         |
| <b>流动负债合计</b>   | <b>8876.92</b> | <b>8172.05</b> | <b>6235.73</b> | <b>7407.08</b> | <b>5580.20</b> | <b>归属于母公司净</b> | <b>666.66</b>  | <b>1056.76</b> | <b>1970.45</b> | <b>2312.11</b> | <b>2779.97</b> |
| 长期带息负债          | 2217.01        | 2917.03        | 4117.03        | 4117.03        | 4117.03        |                |                |                |                |                |                |
| 长期应付款           | 795.10         | 373.06         | 373.06         | 373.06         | 373.06         |                |                |                |                |                |                |
| 其他              | 136.81         | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |                |                |                |                |                |                |
| <b>非流动负债合计</b>  | <b>3148.92</b> | <b>3290.09</b> | <b>4490.09</b> | <b>4490.09</b> | <b>4490.09</b> |                |                |                |                |                |                |
| <b>负债合计</b>     | <b>12025.8</b> | <b>11462.1</b> | <b>10725.8</b> | <b>11897.1</b> | <b>10070.2</b> |                |                |                |                |                |                |
| 少数股东权益          | 407.71         | 376.58         | 634.78         | 937.76         | 1302.05        |                |                |                |                |                |                |
| 股本              | 2536.64        | 2535.86        | 2535.86        | 2535.86        | 2535.86        |                |                |                |                |                |                |
| 资本公积            | 1203.34        | 1207.66        | 1207.66        | 1207.66        | 1207.66        |                |                |                |                |                |                |
| 留存收益            | 3245.98        | 4219.84        | 5825.38        | 7709.31        | 9974.46        |                |                |                |                |                |                |
| <b>股东权益合计</b>   | <b>7393.68</b> | <b>8339.93</b> | <b>10203.6</b> | <b>12390.5</b> | <b>15020.0</b> |                |                |                |                |                |                |
| <b>负债和股东权益总</b> | <b>19419.5</b> | <b>19802.0</b> | <b>20929.4</b> | <b>24287.7</b> | <b>25090.3</b> |                |                |                |                |                |                |

| 现金流量表          |                 |                 |                 |                 |                 |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 单位:百万元         | 2014A           | 2015A           | 2016E           | 2017E           | 2018E           |
| 净利润            | 883.85          | 1143.25         | 1987.65         | 2383.09         | 2769.25         |
| 折旧摊销           | 747.34          | 894.91          | 944.87          | 1045.65         | 1142.59         |
| 财务费用           | 482.28          | 424.40          | 314.37          | 296.87          | 256.43          |
| 存货减少           | -275.78         | 260.41          | 357.81          | -675.00         | -219.00         |
| 营运资金变动         | -1168.08        | -32.07          | 909.25          | -1293.22        | 939.97          |
| 其它             | 104.04          | 161.03          | 64.20           | 64.20           | 64.20           |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>773.65</b>   | <b>2851.93</b>  | <b>4578.15</b>  | <b>1821.58</b>  | <b>4953.44</b>  |
| 资本支出           | 2627.00         | 1673.39         | 1814.00         | 1745.00         | 1954.00         |
| 长期投资           | 166.15          | 19.04           | 23.00           | 56.00           | 75.00           |
| 其他             | 593.67          | 140.51          | 241.00          | 232.00          | 375.00          |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-2199.48</b> | <b>-1551.92</b> | <b>-1596.00</b> | <b>-1569.00</b> | <b>-1654.00</b> |
| 债权融资           | 1320.25         | -736.37         | -1266.79        | 741.66          | -2280.53        |
| 股权融资           | 1004.81         | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 其他             | -285.62         | -984.13         | -679.27         | -725.05         | -771.25         |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>2039.44</b>  | <b>-1720.50</b> | <b>-1946.06</b> | <b>16.62</b>    | <b>-3051.78</b> |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>635.22</b>   | <b>-408.24</b>  | <b>1036.09</b>  | <b>269.20</b>   | <b>247.66</b>   |

| 主要财务比           |        |        |        |        |        |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                 | 2014A  | 2015A  | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
| <b>成长能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 营业收入            | 3.51%  | 33.54% | 24.15% | 15.00% | 12.00% |
| EBIT            | 29.62% | 28.48% | 61.72% | 15.62% | 16.66% |
| EBITDA          | 17.78% | 25.63% | 44.26% | 14.49% | 15.03% |
| 归属于母公司净         | 64.71% | 58.52% | 86.46% | 17.34% | 20.23% |
| <b>获利能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 毛利率             | 23.39% | 21.92% | 24.00% | 24.00% | 24.00% |
| 净利率             | 6.98%  | 8.01%  | 12.42% | 12.67% | 13.60% |
| ROE             | 9.54%  | 13.27% | 20.59% | 20.19% | 20.27% |
| ROIC            | 8.40%  | 10.63% | 16.11% | 17.86% | 17.73% |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 资产负债率           | 61.93% | 57.88% | 51.25% | 48.98% | 40.14% |
| 流动比率            | 0.78   | 0.86   | 1.18   | 1.35   | 1.79   |
| 速动比率            | 0.57   | 0.66   | 0.98   | 1.09   | 1.40   |
| <b>营运能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 应收账款周转率         | 3.32   | 3.57   | 4.91   | 3.96   | 4.90   |
| 存货周转率           | 5.92   | 9.91   | 17.46  | 10.77  | 10.49  |
| 总资产周转率          | 0.56   | 0.73   | 0.86   | 0.85   | 0.92   |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |        |        |
| 每股收益            | 0.26   | 0.42   | 0.78   | 0.91   | 1.10   |
| 每股经营现金流         | 0.31   | 1.12   | 1.81   | 0.72   | 1.95   |
| 每股净资产           | 2.75   | 3.14   | 3.77   | 4.52   | 5.41   |
| <b>估值比率</b>     |        |        |        |        |        |
| 市盈率             | 36.33  | 22.92  | 12.29  | 10.47  | 8.71   |
| 市净率             | 3.47   | 3.04   | 2.53   | 2.11   | 1.77   |
| EV/EBITDA       | 13.82  | 10.97  | 7.36   | 6.65   | 5.43   |
| EV/EBIT         | 20.52  | 15.92  | 9.53   | 8.52   | 6.86   |

数据来源：公司报告、国联证券研究所

### 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。

### 投资评级说明

|            |      |                                |
|------------|------|--------------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 强烈推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上        |
|            | 推荐   | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上        |
|            | 谨慎推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上         |
|            | 观望   | 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10% |
|            | 卖出   | 股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上      |
| 行业<br>投资评级 | 优异   | 行业指数在未来 6 个月内强于大盘              |
|            | 中性   | 行业指数在未来 6 个月内与大盘持平             |
|            | 落后   | 行业指数在未来 6 个月内弱于大盘              |

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联证券的资产管理部、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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

#### 无锡

国联证券股份有限公司 研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-82833217

#### 上海

国联证券股份有限公司 研究所  
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F  
 电话：021-38991500  
 传真：021-38571373

### 分公司机构销售联系方式

| 地区 | 姓名  | 固定电话              |
|----|-----|-------------------|
| 北京 | 管峰  | 010-68790949-8007 |
| 上海 | 刘莉  | 021-38991500-831  |
| 深圳 | 张杰甫 | 0755-82556064     |