

**公司深度**
**太阳纸业 (002078)**
**轻工制造 | 造纸**
**短期纸价上涨；中期产能释放；长期战略清晰**

2018年01月12日

**评级 推荐**

评级变动 维持

**合理区间 10.53-12.15 元**
**交易数据**

当前价格(元)	9.73
52周价格区间(元)	6.24-10.32
总市值(百万)	25225.85
流通市值(百万)	24617.82
总股本(万股)	259258.52
流通股(万股)	253009.43

**涨跌幅比较**


%	1M	3M	12M
太阳纸业	11.71	4.06	37.4
造纸	3.86	-7.6	7.26

**何晨**

 执业证书编号: S0530513080001  
 hechen@cfzq.com

**郑祖杰**

zhengzj@cfzq.com

**分析师**

0731-84779574

**研究助理**

0731-89955704

**相关报告**

1 《太阳纸业：太阳纸业中报点评：增速符合预期，2018年将有百万吨项目投产》 2017-09-01

预测指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	10825.12	14455.49	17924.81	20004.09	22004.50
净利润(百万元)	666.66	1056.76	1808.93	2098.50	2402.73
每股收益(元)	0.26	0.41	0.70	0.81	0.93
每股净资产(元)	2.69	3.07	3.63	4.31	5.09
P/E	37.62	23.85	13.97	12.07	10.55
P/B	3.63	3.18	2.70	2.27	1.92

资料来源：贝格数据，财富证券

**投资要点：**

- 行业龙头。**公司目前拥有的纸业产能有非涂布文化用纸产能为100万吨(全国第一)、铜版纸产能为90万吨(全国第三)、牛皮箱板纸产能为80万吨、淋膜原纸产能为30万吨、静电复印纸产能为10万吨、工业原纸产能为10万吨。此外还有50万吨溶解浆(全国第一)、70万吨的化学机械浆产能。
- 纸价上涨。**铜版纸和文化纸的价格自2016年年底就开始了大幅上涨，两者在2017年的涨幅都达到40%。双胶纸2017年年底价格最高达到7875元/吨，相比去年年底涨幅达到40%。铜版纸的价格走势与双胶纸类似，2016年长时间保持在5400元/吨左右，年底价格开始上涨，2017年年中涨至6900元/吨，2017年底最高涨至7600元/吨，同比去年年底，涨幅也达到40%。未来“去产能+环保政策”将会使纸价维持在高位。
- 产能扩张。**2017年进行的在建项目有：(1)年产80万吨高档板纸改建及其配套工程项目，投产后预计可实现年销售收入29亿元，利润总额3亿元。(2)20万吨高档特种纸项目，项目投产后预计可实现年销售收入13亿元，利润总额1.4亿。(3)老挝的30万吨化学浆项目，计划投入28亿。三大项目都将于2018年实现投产。
- 长期的“四三三”战略。**太阳纸业转型较早，自2012年开始，公司就领先于行业进行了“调结构、转方式”的调整，提出“四三三”发展战略，争取让公司的营收结构变成造纸产品占40%、生物质新材料(溶解浆、绒毛浆、木糖等)占30%、快速消费品(生活用纸、纸尿裤、卫生巾)。
- 盈利预测：**预计2017/2018/2019年的营收为179.2亿/200亿/220亿，同比增长24%/11.6%/10%，预计归母净利18亿/21亿/24亿，对应EPS为0.69元、0.81元和0.93元，按照目前的造纸行业市盈率，给予公司13-15倍PE，对应2018年合理股价为10.53-12.15元。给予“推荐”评级。
- 风险提示：**纸价大幅回落；老挝项目进展不及预期；行业竞争加剧

## 内容目录

<b>1 公司基本情况</b> .....	<b>3</b>
<b>2 公司所在行业竞争情况</b> .....	<b>4</b>
2.1 非涂布文化纸和铜版纸行业地位稳固.....	4
2.2 纸价有望维持高位.....	5
2.3 溶解浆产能国内第一.....	6
2.4 公司业务拓展“四三三”战略.....	7
<b>3 产能逐步释放带来业绩提升</b> .....	<b>8</b>
3.1 近年项目情况.....	8
3.2 2017 年业绩预测.....	10
<b>4 主要纸业上市公司财务指标对比</b> .....	<b>11</b>
<b>5 盈利预测</b> .....	<b>12</b>
<b>6 风险提示</b> .....	<b>13</b>

## 图表目录

图 1: 太阳纸业营收占比.....	3
图 2: 太阳纸业营业收入和营业利润增速.....	4
图 3: 太阳晨鸣华泰文化纸营收对比.....	4
图 4: 太阳晨鸣华泰铜版纸营收对比.....	4
图 5: 未涂布印刷书写纸产量和消费量/吨.....	5
图 6: 铜版纸产量和消费量/吨.....	5
图 7: 铜版纸和双胶纸价格变化.....	5
图 8: 全国造纸去产能情况/万吨.....	6
图 9: 上市公司纸浆营收情况/亿.....	7
图 10: 太阳纸业在建工程和固定资产变化.....	8
图 11: 销售毛利率对比.....	12
图 12: 存货周转天数对比.....	12
图 13: 主要纸业上市公司利息倍数对比.....	12
表 1: 太阳纸业投产及在建项目.....	10
表 2: 太阳纸业营收预测.....	11
表 3: 造纸上市公司情况.....	11

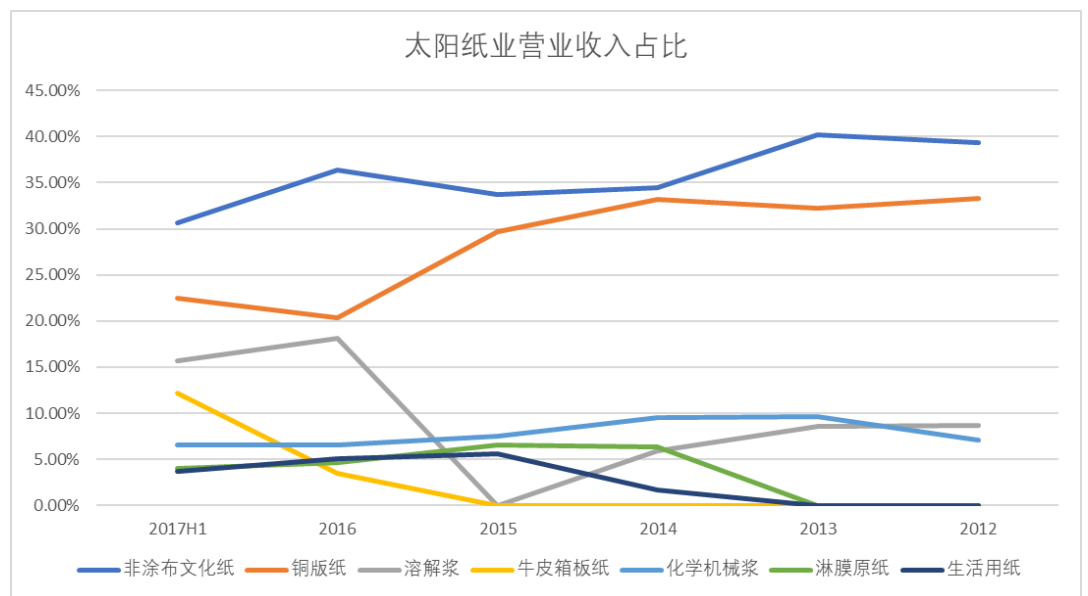
## 1 公司基本情况

太阳纸业位于山东济宁市兖州区，是国内龙头造纸公司，经营稳定。公司在全球造纸行业的信息提供商 RISI 发布的“2016 年全球制浆造纸行业 100 强”企业名单中位居第 39 位。公司前身为 1976 年设立的兖州县城关公社纤维板厂，由李洪信先生筹资牵头创建。李洪信先生至今仍为公司的实际控制人。公司股权结构稳定，第一大股东为山东太阳控股集团有限公司，持股比例达到 47.34%，拥有绝对的控制权。

经过 40 年的发展，公司成长为年营收过百亿的上市企业。公司目前拥有的纸业产能有非涂布文化用纸产能为 100 万吨（全国第一）、铜版纸产能为 90 万吨（全国第三）、牛皮箱板纸产能为 80 万吨、淋膜原纸产能为 30 万吨、静电复印纸产能为 10 万吨、工业原纸产能为 10 万吨。此外还有 50 万吨溶解浆（全国第一）、70 万吨的化学机械浆产能。

2017 年前三季度营收达到 137 亿。公司产品众多，2017H1 公司非涂布文化纸营收占比 30.68%，铜版纸营收占比 22.47%，溶解浆占比 15.67%，牛皮箱板纸占比 12.15%，化学机械浆占比 6.58%，淋膜原纸占比 4%，生活用纸占比 3.7%。

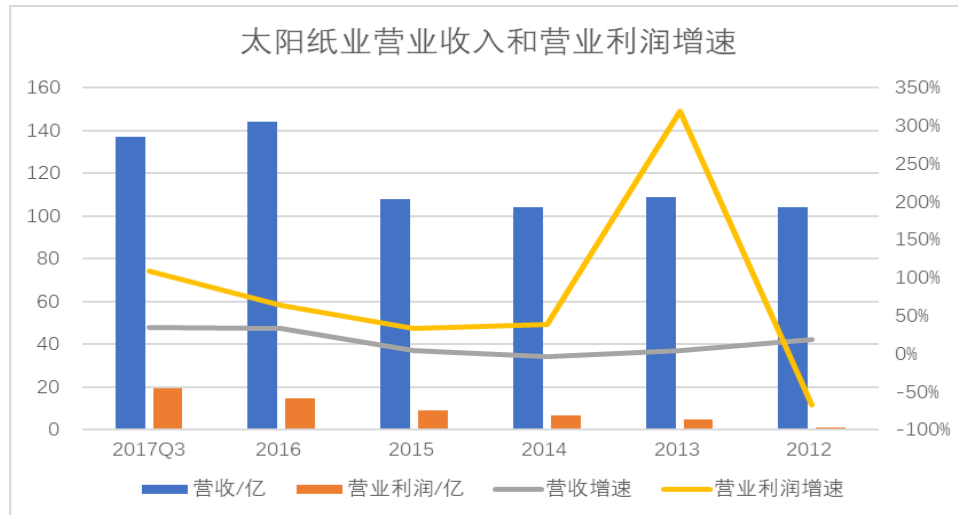
图 1：太阳纸业营收占比



资料来源：同花顺，财富证券

公司从 2012 年到 2016 年营收增幅不大，2012 年营收 104 亿，2016 年营收 144 亿，但是营业利润增长迅速。营业利润从 2012 年的 1.14 亿增长至 2016 年的 14.5 亿，2017 年前三季度营业利润 19.47 亿。公司的销售毛利和净利不断增长，主要是因为 2012 年整体行业遭遇产能过剩，公司业绩处于低点，因此 2013 年的利润猛增，增速达到 320%。2013 年到 2015 年公司营收一直维持在 110 亿以内。2015 年，公司 30 万吨的轻型纸技术改进完成，2016 年公司的 35 万吨纤维素项目、50 万吨的低克重牛皮箱板纸、12 万吨的生活用纸以及一万吨的木糖醇项目都一一投入生产，致使公司 2016 年业绩大增。2017 年纸价上涨加上 2016 年项目的完全投产使用，又提升了公司的业绩。

图 2：太阳纸业营业收入和营业利润增速



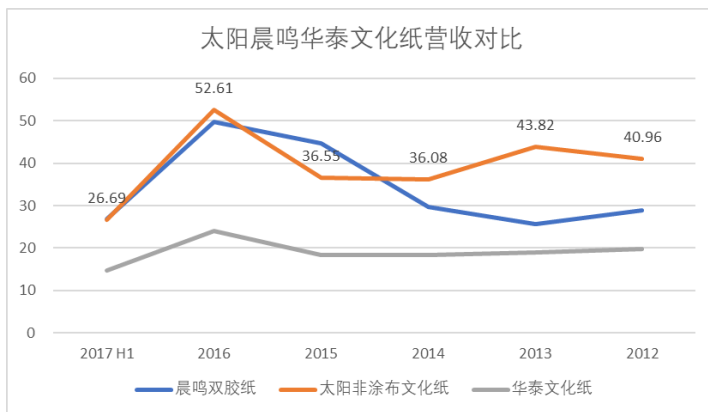
资料来源：同花顺，财富证券

## 2 公司所在行业竞争情况

### 2.1 非涂布文化纸和铜版纸行业地位稳固

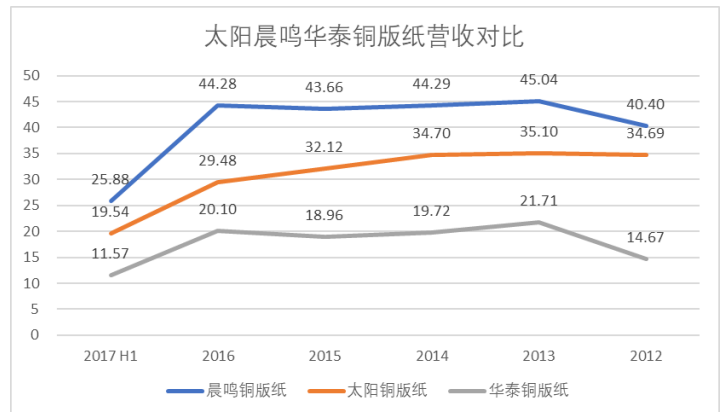
2017 年中报显示，公司主营的非涂布文化纸、铜版纸和溶解浆三大业务占据公司营收的 69%。在这三大板块，公司主要的竞争对手是同为上市公司的晨鸣纸业和华泰纸业。2017 年中报，晨鸣纸业双胶纸（属于非涂布文化纸）营收 27 亿，营收占比 29%，铜版纸营收 26 亿，营收占比 28%；华泰纸业文化纸营收 14.7 亿，营收占比 24%，铜版纸 11.6 亿，营收占比 19%，华泰纸浆业务可以对标太阳纸业的溶解浆业务，营收 3.6 亿，营收占比 6%。

图 3：太阳晨鸣华泰文化纸营收对比



资料来源：同花顺，财富证券

图 4：太阳晨鸣华泰铜版纸营收对比

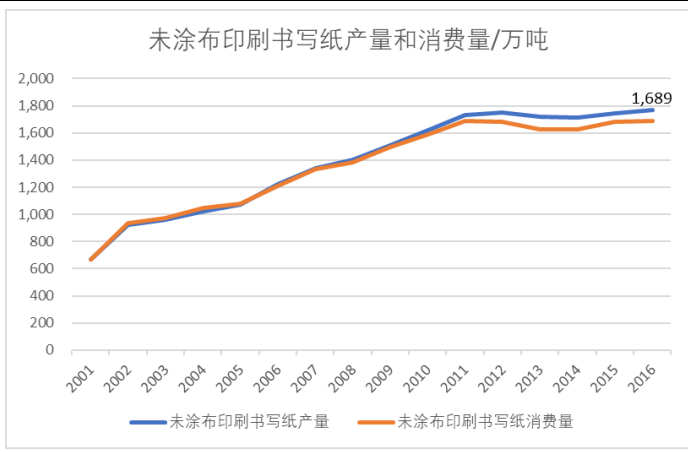


资料来源：同花顺，财富证券

文化纸板块，太阳纸业的营收占比一直最高，公司公告称文化纸年产能达到 100 万吨，全国第一，晨鸣纸业的产能与太阳相差不大。铜版纸自 2012 年来，晨鸣、太阳和华泰的对应关系明显，结合公司公告，推断三者的产能分别为晨鸣 130 万吨，太阳 90 万吨，华泰 50 万吨。此外，非上市公司金光纸业的文化纸和铜版纸产能规模相当巨大，文化纸

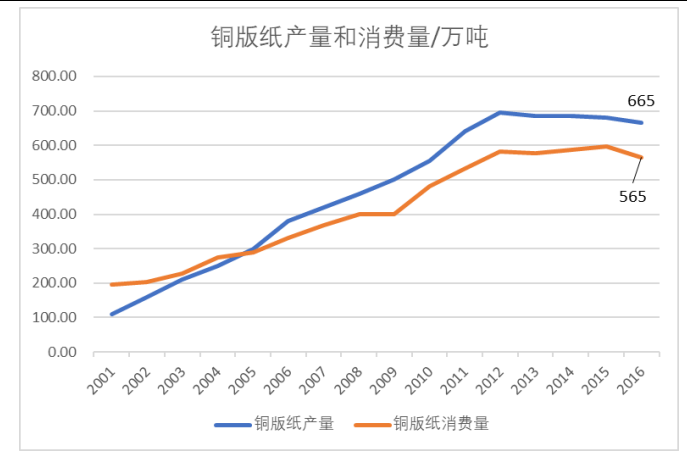
40 万吨，铜版纸产能约 350 万吨。

图 5：未涂布印刷书写纸产量和消费量/吨



资料来源：产业在线，财富证券

图 6：铜版纸产量和消费量/吨



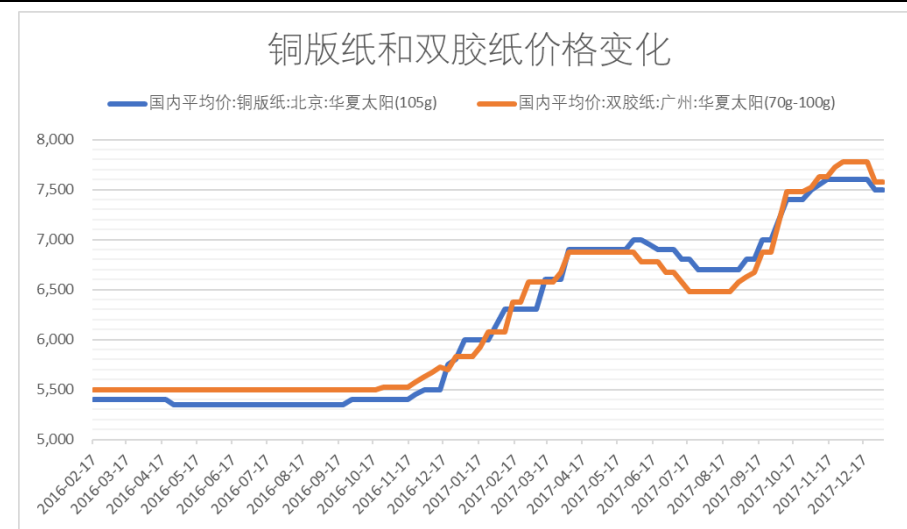
资料来源：产业在线，财富证券

并且目前铜版纸和非涂布文化纸的产销量都处于平稳的状态，自 2012 年以来，铜版纸的消费量都没有超过 600 万吨，非涂布文化纸的消费量也都在 1650 万吨左右。预计未来也难有大的增长，也就是说社会没有新增的需求，因此供给端也会相对稳定，现有的行业次序不会再轻易改变。这样给予了行业龙头很大的安全性。可以看出，公司在文化纸和铜版纸领域的龙头地位稳固，这两块业务作为公司业务的基石，给予公司业绩保障。

## 2.2 纸价有望维持高位

铜版纸和文化纸的价格自 2016 年年底就开始了大幅上涨，两者在 2017 年的涨幅都达到 40%。双胶纸 2017 年年底价格最高达到 7875 元/吨，相比去年年底涨幅达到 40%。铜版纸的价格走势与双胶纸类似，2016 年长时间保持在 5400 元/吨左右，年底价格开始上涨，2017 年年中涨至 6900 元/吨，2017 年年底最高涨至 7600 元/吨，同比去年年底，涨幅也达到 40%。

图 7：铜版纸和双胶纸价格变化



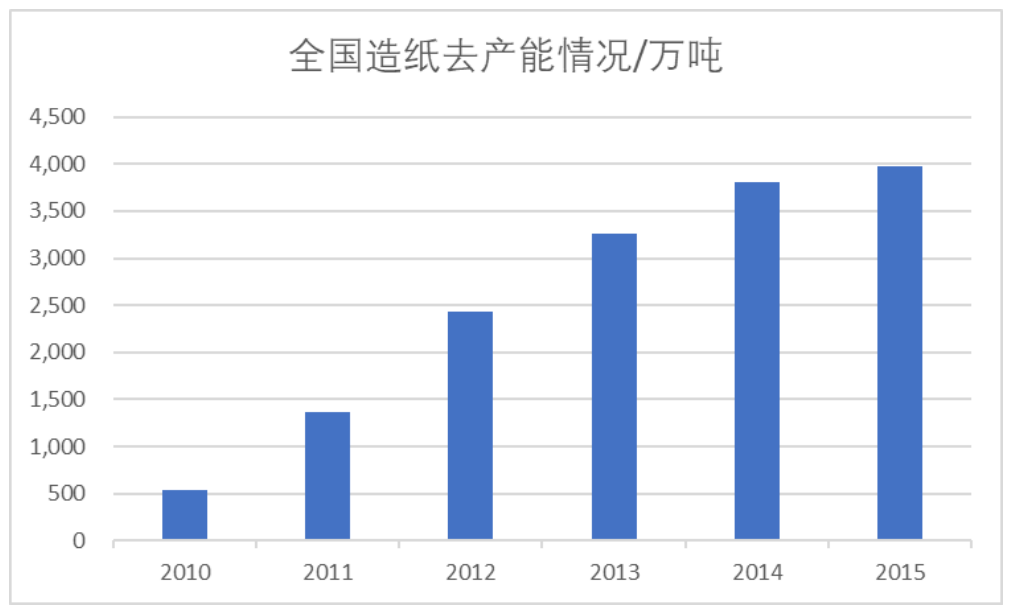
资料来源：wind，财富证券

纸价上涨的逻辑一是行业产能竞争过度后，社会需求量没有发生变化，而导致行业收缩，2012年以来，我国铜版纸和双胶纸的消费量没有太大增长，行业新增产能少。另一方面就是随着国家去产能和环保政策趋严，供给端产能减少。

竞争过度：2009-2011年期间，铜版纸产能从500万吨增长到671万吨，复合增长率达16%。2011-2015年间，产能集中释放，造纸企业盈利能力下滑，部分企业逐渐退出，2011-2015年间，我国铜版纸产量由671万吨减少至549万吨，铜版纸产能由799万吨下降至695万吨。

“去产能+环保”政策。自2010年整个造纸行业就开始进行去产能，到2015年的6年间，清出产能3972万吨。而2016年全年的纸类消费量也仅仅破10000万吨。2017年更是密集推出多条环保政策，2018年将相继实施，估计去产能和环保政策对造纸行业的影响将一直持续下去。而纸价有望在高位徘徊。

图 8：全国造纸去产能情况/万吨



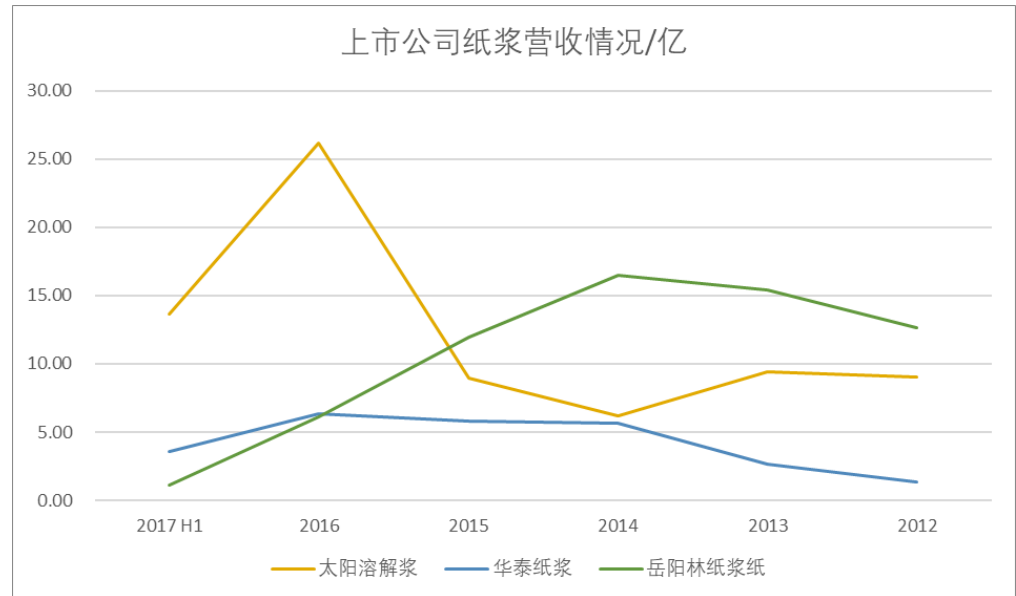
资料来源：中国产业信息网，财富证券

### 2.3 溶解浆产能国内第一

溶解浆领域，太阳纸业是全国龙头，公司目前产能50万吨，全国第一，华泰有20万吨的纸浆产能，岳阳林纸也拥有部分产能，但逐步分离出去了。因此公司在溶解浆领域没有太多竞争对手，这部分业务的利润和风险更多的是来自溶解浆价格的涨跌，具有一定的周期性。溶解浆用来制备粘胶短纤，而粘胶短纤是棉花的一种替代品，被用于服装纺织行业中。太阳纸业2017年的在建项目包括老挝的30万吨化学浆产能，预计2018年投产，该项目从2012年就完成了准备工作，由于林业建设没有满足持续生产的需要而一直延迟投入生产。而化学浆和溶解浆的产能可以相互装换，等到老挝项目建成，公司的纸浆产能和地位将得到进一步提升。目前国内溶解浆的最大的入局者还有晨鸣，预计2018年以后投入使用，但与公司还是有很大差距。



图 9：上市公司纸浆营收情况/亿



资料来源：同花顺，财富证券

## 2.4 公司业务拓展“四三三”战略

非涂布文化纸和铜板纸板块的低增长一方面让公司的行业地位稳固，不会受到新入局者的冲击，另一方面也限制了公司的业绩增长。因此晨鸣、华泰和太阳三家公司都选择了各自的新的业务拓展方向。

晨鸣纸业自 2015 年就开始利用自身的龙头优势，整合上下游，展开融资租赁业务。2015 年营收 10.85 亿，2016 年营收 23.4 亿，2017H1 营收 11.28 亿，毛利率 82%，营收占比 8.2%，毛利占比 20.2%。可以看出融资租赁业务营收规模小，利润贡献大。但因此也导致了公司 2015 年的负债相比 2014 年增加了近 200 亿。2014/2015/2016/2017Q3 四年的负债总额为 425 亿、607 亿、597 亿和 718 亿。2017 年负债的增加部分原因是因为黄冈晨鸣项目的开展。

除了融资租赁，晨鸣还开始向造纸行业上游扩展，开始纸浆和化工业务。据晨鸣的公告称，公司计划在黄冈市新建年产 50 万吨差别化粘胶纤维，配套年产 32 万吨烧碱、年产 17 万吨双氧水、年产 15 万吨氯乙酸、年产 24 万吨环氧氯丙烷、年产 26 万吨精制甘油、年产 5 万吨二硫化碳、年产 42 万吨硫酸、年产 23.2 万吨氯化钙，配套厂区工程、生活区等。项目总投资约人民币 113 亿元。

华泰纸业除了主营的新闻纸、文化纸和铜版纸外，也有烧碱类产品，2017H1 营收 14 亿，占比 14%。此外，华泰股份 2016 年非公开发行股票，募集 9.3 亿，其中 6.57 亿投向精细化工类产品。包括年产 20000 吨对氨基苯酚，年产 10000 吨间苯二胺及配套电解制氢、配套锅炉、相应配套的其他公用工程设施。预计项目投产后可实现销售收入 9.36 亿元，实现税前利润 1.88 亿元。

太阳纸业转型较早，自 2012 年开始，公司就领先于行业进行了“调结构、转方式”的调整，提出“四三三”发展战略，争取让公司的营收结构变成造纸产品占 40%、生物质新材料（溶解浆、绒毛浆、木糖等）占 30%、快速消费品（生活用纸、纸尿裤、卫生巾等）占 30%的“四三三”利润格局。

太阳纸业从 2015 年开始，按照公司的发展战略，也陆续投产了新的项目，有 50 万吨低克重牛皮箱板纸项目、12 万吨的生活用纸、一万吨木糖醇项目等。2017 年 5 月推出了“悦木·原”系列生活用纸产品；2017 年 7 月 19 日，升级款的 Suyappy 舒芽奇空气纸尿裤正式上市，定位于高端的儿童纸尿裤新品计划于 2018 年上半年推出。目前正在建设的有年产 80 万吨高档板纸改建及其配套工程项目、20 万吨高档特种纸项目、老挝的 30 万吨化学浆项目。公司选择的新的项目都是行业内细分的领域，并没有选择简单的再生产。

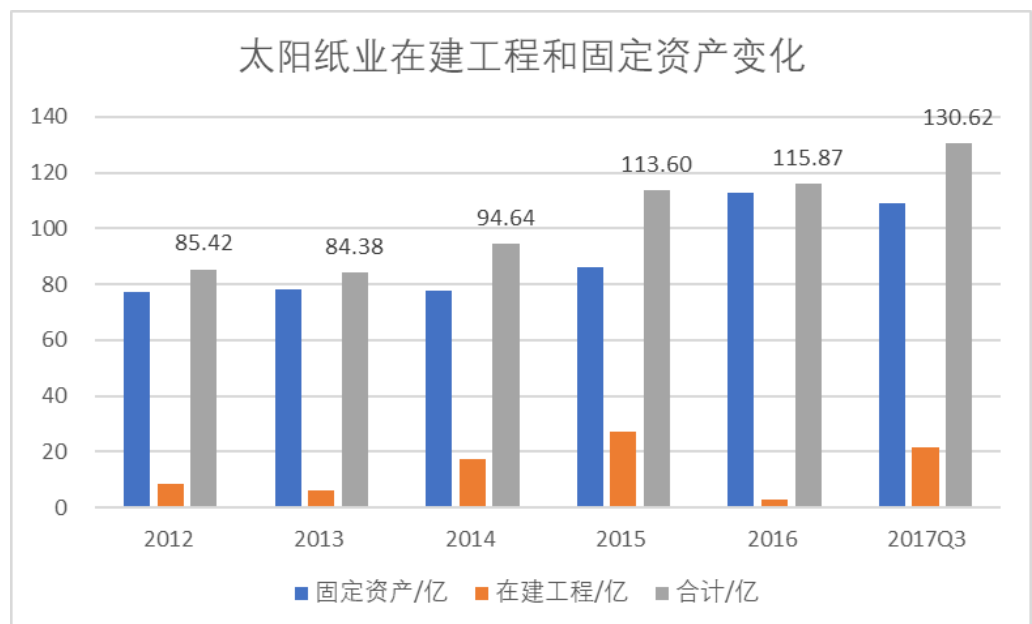
虽然目前，公司溶解浆的营收占比不到 20%，生活用纸营收不到 10 亿，但公司在建的产能都是朝着“四三三战略”前进。结合行业内公司的战略选择，可以看出在未来新的业务的选择上，太阳纸业更加注重多元化的发展，稳中有进，可以有效避免单一的业务对公司的风险。

### 3 产能逐步释放带来业绩提升

#### 3.1 近年项目情况

太阳纸业自 2012 年以来，在建工程和固定资产就一直处于扩张的过程。2012 年在建工程和固定资产之和为 85.42 亿，2017 年 Q3 达到 130.62 亿，增长幅度超过 50%。从 2014 年开始，公司的在建工程开始增多，2015 年开始逐步转为固定资产。在固定资产不断增加的同时，公司的负债端也在不断增长，多次进行了可转债的发行和非公开发行股票。

图 10：太阳纸业在建工程和固定资产变化





资料来源：同花顺，财富证券

**2015 年投产项目：**2015 年 9 月投产 30 万吨的轻型纸改建项目，2014 年开始建设（累计投资 8.5 亿），公司目前非涂布文化纸的生产能力将超过 100 万吨。公司在随后的 2016 年，文化纸营收从 2015 年的 36.55 亿增长至 2016 年的 52.61 亿。

**2015 年筹资情况：**2015 年公司进行了非公开发行股票，以 4.2 元的价格募集 9.7 亿，已于 2016 年 3 月 28 日上市流通。主要用于投资子公司太阳宏河的 50 万吨低克重高档牛皮纸项目。

**2015 年的在建项目大部分在 2016 年都转为固定资产。2016 年投产项目有：**（1）公司 35 万吨天然纤维素项目（累计投资近 15 亿）。在 2016 年上半年纤维素项目实现营收 6.98 亿，毛利 1.28 亿，预计全年给公司带来 15 亿的营收和 2.5 亿的毛利；（2）50 万吨低克重牛皮箱板纸项目（2017 年中报显示投资 9.7 亿，已经百分百完工）；（3）12 万吨的生活用纸产能（累计投资 5.5 亿），从 2013 年开始建设，2016 年完全转固定资产；（4）一万吨木糖醇项目（累计投资近 2 亿），从 2012 年开始建设，期限较长；（5）太阳宏河水处理项目完工转资，预算 3.4 亿，累计投资占预算 67%，达到 2.3 亿；（6）宏河生物质发电项目，预算 5.6 亿，累计投资占预算比例 58%，达到 3.2 亿。

2016 年全年转固的在建工程较多，当年固定资产增加 26 亿。2016 转固的在建工程，除了太阳宏河的水处理项目和生物质发电项目是提升公司的运营效率，降低运营成本外，纤维素项目、生活用纸项目、木糖醇和低克重牛皮纸项目都对公司的营收有很大的提升作用。2015 年公司实现营收 108 亿，营业利润 8.86 亿，2016 年营收 144 亿，同比增加 36 亿（溶解浆项目营收从 8.96 亿增长至 26.14 亿，一方面是之前产线生产的溶解浆价格的上涨，另一方面是纤维素项目的投产），同比增长 33.3%，营业利润 14.53 亿，增加 5.67 亿（其中纤维素项目贡献 2.5 亿左右），同比增长 64%。

**2016 年筹资情况：**公司发了 20 亿的债，代码：“16 太阳 01”。

**2017 年的投资项目：**（1）年产 80 万吨高档板纸改建及其配套工程项目，公司公告称预计总投资为人民币 21 亿元，项目投产后预计可实现年销售收入 29 亿元，利润总额 3 亿元。本项目投产后可以形成 80 万吨高档牛皮箱板纸的产能。该项目投产后，公司将拥有 160 万吨的牛皮箱板纸生产能力。预计该项目将于 2018 年三季度竣工投产。（2）20 万吨高档特种纸项目。该项目预计总投资为人民币 6 亿元，项目投产后预计可实现年销售收入 13 亿元，利润总额 1.4 亿。（3）老挝的 30 万吨化学浆项目。老挝的项目在 2012 年就做好了前期的准备工作，但由于老挝项目的速生林规模不能满足浆厂持续生产的需要，公司将该项目的进程放缓。2017 年公司迅速开始建设，目前已经建成了年育苗能力 1000 万株的育苗林基地。**2018 年 1 月，公司公告称老挝项目目前已经实现投资额 15.35 亿，计划增加老挝公司的投资额 1.4 亿美元，预计总投资额增加至 4.3 亿美元，折合人民币 28.3 亿元。**并且 2018 年 1 月，公司公告称拟向中国银行间市场交易商协会申请注册发行超短期融资券，募集资金不超过 30 亿。公司资金需求密切，应该与老挝项目的建设有关。预计该项目将于 2018 年的二季度竣工投产。

**2017年筹资项目：**发行了12亿的可转债，期限为自发行之日起五年，五年内债券利率分别为：0.3%、0.5%、0.8%、1.0%、1.5%。初始转股价格8.85元/股。

2017年固定资产增加不多，预计2018年公司增速平缓，随着2017年的在建工程到2018年才能投产，届时对业绩会有提升。

**表 1：太阳纸业投产及在建项目**

	项目	营收情况
2015年投产项目	30万吨的轻型纸改建项目	当年营收108亿
2016年投产项目	(1) 公司35万吨天然纤维素项目 (2) 50万吨低克重牛皮箱板纸项目 (3) 12万吨的生活用纸产能 (4) 一万吨木糖醇项目 (5) 太阳宏河水处理项目 (6) 宏河生物质发电项目	当年营收144亿。溶解浆项目受益于纤维素项目和溶解浆的价格上，增加17亿；文化纸得益于2015年的轻型纸改项目，增加16亿，两者营收的增长恰好是2016年全年的营收增长
2017年建设项目(预计2018年投产)	(1) 年产80万吨高档板纸改建及其配套工程项目，投产后预计可实现年销售收入29亿元，利润总额3亿元。(2) 20万吨高档特种纸项目，项目投产后预计可实现年销售收入13亿元，利润总额1.4亿。(3) 老挝的30万吨化学浆项目	2017年前三季度营收137亿，同比增长34%，增加35亿。预计全年营收达到179亿，较2016年增加35亿。

资料来源：公司公告，财富证券

### 3.2 2017年业绩预测

2016年营收144亿，相比2015年增加36亿，拆分来看。35万吨的纤维素项目投产，增加了14亿的营收（2016年中报显示纤维素项目营收6.98亿，毛利1.2亿）；受益于销量增加，公司的非涂布文化纸营收52.6亿，增长16亿，增幅44%；牛皮箱板纸的投产也增加了5个亿的营收。公司文化纸产能大约100万吨（30万吨的轻型纸技术改进项目投产，会增加部分产能），而2016年的双胶纸的价格都维持在5600元/吨。因此在2016年公司的非涂布双胶文化纸产能基本上快达到满产。2017年双胶文化纸和铜版纸的价格涨幅都在40%以上，提升了公司业绩。

根据产能和价格计算，2016年文化纸接近满产。2017年文化纸的价格上涨，但公司文化纸营收同比仅增长2%，可能是因为销量下滑。而铜版纸营收同比增长41.5%，应该是得益于量价齐升。2017年下半年，纸价继续上涨，根据目前的价格来看，预计全年文化纸同比增长5%，铜版纸同比增长50%。

对各项业务进行分拆的预测，预计文化纸业务同比增长5%，铜版纸业务同比增长50%，牛皮箱板纸由于2017年充分生产，同比增长295%，其余的业务与2016年大体持

平。最后预测2017年全年营收179.2亿,粗略估计的话为180亿左右,同比增长接近25%。

表 2: 太阳纸业营收预测

	2016	2017H1	2017E
文化纸/亿	52.61	26.69	55.24
铜版纸/亿	29.48	19.54	44.23
溶解浆/亿	26.14	13.63	27.2
牛皮箱板纸/亿	5.06	10.56	20
化学机械浆/亿	9.51	5.72	10
电及蒸汽/亿	6.34	3.58	7
淋膜原纸/亿	6.76	3.47	7
生活用纸/亿	7.29	3.22	7.5
其他/亿	1.37	0.56	1
合计/亿	<b>144.55</b>	<b>86.97</b>	<b>179.20</b>

资料来源: 同花顺, 财富证券

## 4 主要纸业上市公司财务指标对比

最大的五家纸业上市公司是晨鸣纸业、太阳纸业、山鹰纸业, 华泰股份和博汇纸业。晨鸣、太阳和山鹰的市值相对较大, 整体造纸行业市盈率较低都在 10-15 倍之间。晨鸣纸业由于其发展融资租赁业务, 财务费用中的利息支出一直居高不下。

表 3: 造纸上市公司情况

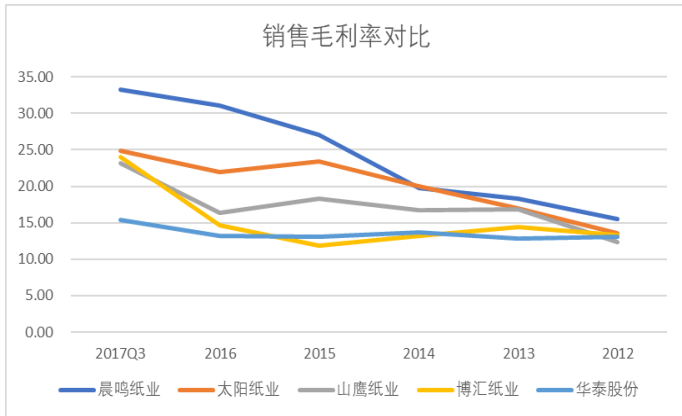
	总市值/亿	市盈率 (TTM)	2017 前三季度营收/亿	2017 前三季度归母净利/亿	2017 前三季度 财务费用/亿
晨鸣纸业	300.7	10.9	219.3	27.1	17.2
太阳纸业	261.1	14.7	137.1	13.7	4.4
山鹰纸业	215.3	13.7	123.8	14.3	4.5
博汇纸业	84.6	12.0	63.4	6.1	2.5
华泰股份	78.5	14.4	99.0	4.8	2.2

资料来源: 同花顺, 财富证券

从销售毛利率来看, 晨鸣纸业一直都遥遥领先, 2017Q3 达到 33%, 太阳纸业为 25%, 山鹰和博汇都在 24% 上下, 华泰只有 15.4%。而晨鸣的毛利率较高主要是融资租赁业务毛利率较高, 2017H1 晨鸣的融资租赁业务营收 11.28 亿, 毛利率高达 82%, 剔除融资租赁业务, 公司的毛利率为 29%, 与太阳相差不大。

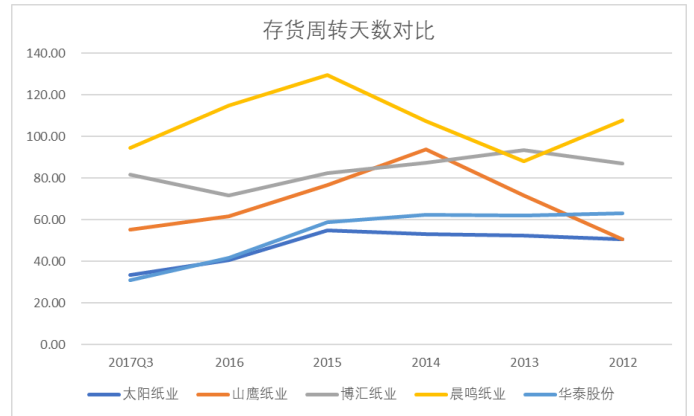
从存货周转天数来看, 太阳纸业常年保持较快的存货周转速度, 公司运营状况相比其他几家公司较好。

图 11: 销售毛利率对比



资料来源: wind, 财富证券

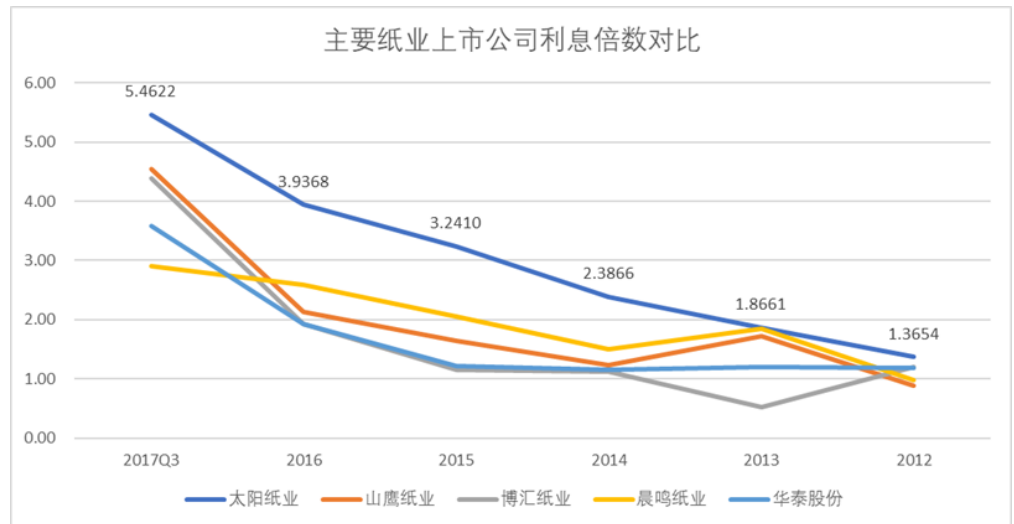
图 12: 存货周转天数对比



资料来源: wind, 财富证券

从偿债指标来看, 太阳纸业的利息倍数 (EBIT/利息费用) 均处于行业内公司最高的水平, 从 2012 年开始, 均远远大于 1。晨鸣纸业的利息倍数较低主要是因为融资租赁业务的拓展以及黄冈晨鸣项目百亿的投入, 导致公司财务费用一直居高不下。

图 13: 主要纸业上市公司利息倍数对比



资料来源: wind, 财富证券

从盈利能力、营运和偿债三个指标来看, 太阳纸业在纸业上市公司中均保持很好的状态, 公司经营稳健。

## 5 盈利预测

预计公司 2017 年营收达到 179.2 亿, 较于 2016 年增长 35 亿, 而 2018 年公司的项目陆续投产, 2019 年公司的业绩将会得到较大的增长。2018 年投产项目较多, 年产 80 万吨高档板纸改建及其配套工程项目, 公司预计投产后可实现年销售收入 29 亿元, 利润总额 3 亿元。20 万吨高档特种纸项目, 公司预计项目投产后可实现年销售收入 13 亿元, 利润总额 1.4 亿。老挝的 30 万吨化学浆项目, 计划投入 28 亿, 目前化学浆价格在 6000-7000 元价格区间, 预计老挝项目可实现全年营收有 20 亿。项目完全投产后理想情况会有 60

亿以上的营收增长，但结合实际产品价格的波动以及工程完工情况，保守估计 2018 年和 2019 年每年营收增加 20 亿，对应 2017/2018/2019 年的营收为 179.2 亿/200 亿/220 亿，同比增长 24%/11.6%/10%，归母净利为 18 亿/21 亿/24 亿，对应 EPS 为 0.69 元、0.81 元和 0.93 元，按照目前的造纸行业市盈率，给予公司 13-15 倍 PE，对应 2018 年合理股价为 10.53-12.15 元。给予“推荐”评级。

## 6 风险提示

纸价大幅回落；老挝项目进展不及预期；行业竞争加剧。

**财务预测摘要**

利润表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>10825.12</b>	<b>14455.49</b>	<b>17924.81</b>	<b>20004.09</b>	<b>22004.50</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	8,292.75	11,287.39	13,228.51	14,923.05	16,305.33	营业收入增长率	3.5%	33.5%	24.0%	11.6%	10.0%
营业税费	40.26	101.11	170.29	134.79	170.41	营业利润增长率	32.8%	63.9%	79.8%	13.4%	19.3%
销售费用	423.31	572.25	806.62	910.19	1,049.61	净利润增长率	42.2%	58.5%	71.2%	16.0%	14.5%
管理费用	448.56	448.60	687.85	760.16	836.17	EBITDA 增长率	13.4%	30.3%	31.3%	5.3%	9.6%
财务费用	590.48	550.04	411.91	263.90	73.78	EBIT 增长率	22.4%	35.6%	51.0%	6.7%	11.9%
资产减值损失	10.32	64.20	13.00	11.00	29.40	NOPLAT 增长率	11.0%	47.4%	48.3%	6.7%	8.2%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>3.08</b>	<b>-</b>	<b>1.03</b>	<b>-0.68</b>	<b>0.11</b>	投资资本增长率	26.9%	6.6%	-3.1%	-2.9%	-1.4%
投资和汇兑收益	-136.17	21.09	4.80	-36.76	-3.62	净资产增长率	26.9%	12.8%	20.0%	20.3%	19.0%
<b>营业利润</b>	<b>886.34</b>	<b>1,452.98</b>	<b>2,612.47</b>	<b>2,963.56</b>	<b>3,536.28</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	154.13	15.24	27.49	68.14	36.95	毛利率	23.4%	21.9%	26.2%	25.4%	25.9%
<b>利润总额</b>	<b>1,040.47</b>	<b>1,468.22</b>	<b>2,639.96</b>	<b>3,031.70</b>	<b>3,573.24</b>	营业利润率	8.2%	10.1%	14.6%	14.8%	16.1%
减:所得税	285.37	310.02	593.99	682.13	893.31	净利润率	6.2%	7.3%	10.1%	10.5%	10.9%
<b>净利润</b>	<b>666.66</b>	<b>1056.76</b>	<b>1808.93</b>	<b>2098.50</b>	<b>2402.73</b>	EBITDA/营业收入	20.5%	20.0%	21.2%	20.0%	19.9%
<b>资产负债表</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	EBIT/营业收入	13.6%	13.9%	16.9%	16.1%	16.4%
货币资金	1,527.57	1,043.13	1,433.98	1,600.33	2,131.28	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	272	248	219	183	154
应收帐款	1,080.23	1,485.67	1,429.16	1,955.72	1,780.11	<b>流动营业资本周转天数</b>	65	70	64	66	66
应收票据	2,317.16	2,691.80	2,549.80	3,789.13	3,221.60	流动资产周转天数	197	179	161	167	169
预付帐款	280.13	492.32	478.17	584.98	572.92	应收帐款周转天数	30	32	29	30	31
存货	1,400.09	1,138.81	2,496.23	1,503.80	2,669.09	存货周转天数	42	32	37	36	34
其他流动资产	421.82	479.55	345.15	415.50	413.40	总资产周转天数	599	497	413	379	349
可供出售金融资产	130.15	130.71	86.95	115.94	111.20	投资资本周转天数	410	355	291	252	224
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	100.94	130.28	130.28	130.28	130.28	ROE	9.5%	13.3%	19.2%	18.8%	18.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	3.8%	5.7%	9.8%	11.1%	12.5%
固定资产	8,625.31	11,284.89	10,527.07	9,769.25	9,011.42	ROIC	9.9%	11.5%	16.0%	17.6%	19.6%
在建工程	2,735.17	302.01	302.01	302.01	302.01	<b>费用率</b>					
无形资产	529.74	556.52	542.32	528.12	513.92	销售费用率	3.9%	4.0%	4.5%	4.6%	4.8%
其他非流动资产	569.55	458.50	600.12	534.44	527.34	管理费用率	4.1%	3.1%	3.8%	3.8%	3.8%
<b>资产总额</b>	<b>19,717.85</b>	<b>20,194.19</b>	<b>20,921.25</b>	<b>21,229.50</b>	<b>21,384.58</b>	财务费用率	5.5%	3.8%	2.3%	1.3%	0.3%
短期债务	5,253.75	4,168.22	4,514.00	2,077.90	-	三费/营业收入	13.5%	10.9%	10.6%	9.7%	8.9%
应付帐款	1,527.64	1,590.29	2,617.30	2,094.81	2,851.48	<b>偿债能力</b>					
应付票据	732.50	787.00	843.85	1,185.55	955.30	资产负债率	62.5%	58.7%	52.2%	43.3%	33.0%
其他流动负债	1,625.78	1,966.79	1,223.70	2,136.73	1,472.37	负债权益比	166.7%	142.1%	109.1%	76.4%	49.3%
长期借款	1,720.33	1,422.59	-	-	-	流动比率	0.77	0.86	0.95	1.31	2.04
其他非流动负债	1,464.18	1,919.37	1,715.42	1,699.66	1,778.15	速动比率	0.62	0.73	0.68	1.11	1.54
<b>负债总额</b>	<b>12,324.18</b>	<b>11,854.26</b>	<b>10,914.27</b>	<b>9,194.64</b>	<b>7,057.30</b>	利息保障倍数	2.50	3.64	7.34	12.23	48.93
<b>少数股东权益</b>	<b>407.71</b>	<b>376.58</b>	<b>601.76</b>	<b>848.65</b>	<b>1,119.69</b>	<b>分红指标</b>					
股本	2,536.64	2,535.86	2,592.59	2,592.59	2,592.59	DPS(元)	0.05	0.05	0.13	0.13	0.15
留存收益	4,448.10	5,382.35	6,812.64	8,593.62	10,615.00	分红比率	19.0%	12.0%	18.5%	16.5%	15.7%
<b>股东权益</b>	<b>7,393.68</b>	<b>8,339.93</b>	<b>10,006.99</b>	<b>12,034.85</b>	<b>14,327.27</b>	股息收益率	0.5%	0.5%	1.3%	1.4%	1.5%
<b>现金流量表</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
净利润	755.10	1,158.20	1,808.93	2,098.50	2,402.73	EPS(元)	0.26	0.41	0.70	0.81	0.93
加:折旧和摊销	747.34	894.91	772.02	772.02	772.02	BVPS(元)	2.69	3.07	3.63	4.31	5.09
资产减值准备	10.32	64.20	-	-	-	PE(X)	38.03	23.99	-	12.08	10.55
公允价值变动损失	-3.08	-	1.03	-0.68	0.11	PB(X)	3.63	3.18	2.70	2.27	1.92
财务费用	482.28	424.40	411.91	263.90	73.78	P/FCF	-29.72	-52.12	41.20	120.14	40.42
投资收益	136.17	-21.09	-4.80	36.76	3.62	P/S	2.34	1.75	1.41	1.27	1.15
少数股东损益	88.45	101.44	237.04	251.07	277.19	EV/EBITDA	14.25	10.90	7.95	7.00	5.88
营运资金的变动	-1,371.64	-191.47	-460.93	-288.29	-565.19	CAGR(%)	46.0%	32.3%	55.2%	46.0%	32.3%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>685.43</b>	<b>2,815.80</b>	<b>2,765.20</b>	<b>3,133.28</b>	<b>2,964.28</b>	PEG	0.83	0.74	-	0.26	0.33
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-2,199.48</b>	<b>-1,551.92</b>	<b>63.69</b>	<b>-76.52</b>	<b>3.25</b>	ROIC/WACC	1.02	1.18	1.65	1.81	2.02
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>2,039.44</b>	<b>-1,720.50</b>	<b>-2,438.03</b>	<b>-2,890.42</b>	<b>-2,436.58</b>	REP	2.25	1.81	1.29	1.12	0.94

资料来源: 贝格数据, 财富证券



## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财富证券研究发展中心

网址：[www.cfzq.com](http://www.cfzq.com)

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438