

# 太阳纸业(002078)

## 太阳纸业：业绩持续靓丽，利润略超预期 买入(维持)

2018年04月26日

证券分析师 史凡可  
021-60199793  
执业证书编号  
S0600517070002  
shifk@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉  
010-66573557  
执业证书编号  
S0600517050002  
mal@dwzq.com.cn

### 投资要点：

■ **公司发布 17 年年报和 18 年一季报：**2017 年度，公司实现收入 188.94 亿元，同增 30.71%；归母净利润 20.24 亿元，同增 91.55%；扣非净利润 20.38 亿元，同增 95.15%。其中，Q4 单季实现营收 51.88 亿元，同增 21.94%；归母净利润 6.50 亿元，同增 62.68%；扣非净利润 6.75 亿元，同增 71.43%；年报表现略超预期。

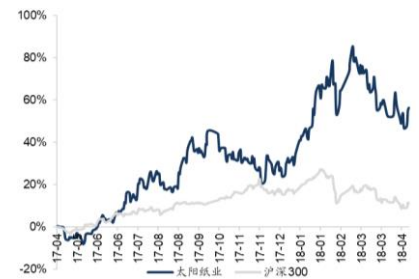
2018Q1 单季，公司实现收入 50.41 亿，同增 14.29%；归母净利润 6.17 亿，同增 40.14%；扣非净利润 6.04 亿元，同增 48.03%；一季度盈利超过预期。同时，公司预计 2018 年上半年实现归母净利润区间为 11.37 亿元-14 亿元，较上年同期增长 30%-60%，中报表现将持续靓丽！

■ **造纸量价齐升，产能建设保障增长可持续。**2017 年度，公司造纸业务实现收入 141.59 亿（营收占比 74.94%），同增 39.92%；纸浆业务实现收入 38.83 亿（营收占比 20.55%），同增 8.92%。期间，公司的造纸业务实现销量 280 万吨（+24.44%），产销率达到 100.36%（16 年同期为 102.22%），产能利用率约 85%。受益于行业景气上行，纸价持续上涨（价格表现见附录表 1），且 16 年底投放的箱板纸产能爬坡期结束贡献销量，公司期内造纸收入大幅增长。具体来看，细分纸种双胶、铜版、牛皮箱板分别实现营收 58.99（+12.14%）、44.51（+50.99%）、23.92（+372.41%）亿元，对应毛利率分别达到 28.06%（+4.87pct）、32.66%（+11.14pct）、19.89%（-1.85pct）。纸浆方面，公司综合实现销量 81 万吨（+5.19%），纸浆产销率为 95.29%（16 年同期为 97.47%）。具体来看，溶解浆受到价格起伏变化影响，综合实现营收 26.96 亿（+3.14%）；化机浆则受益于浆价上行实现营收 11.87 亿（+24.81%），对应毛利率分别为 21.00%（+2.73pct）、21.07%（-1.18pct）。综合来看，公司 2017 年实现吨纸净利 562 元（较 16 年同期的 344 元/吨大幅提升）。

至 2017 年底，公司合计拥有纸、浆总产能 472 万吨，纸品产能超 330 万吨（双胶纸 100 万吨、铜版纸 90 万吨、生活用纸 12 万吨、牛皮箱板纸 80 万吨、其他 50 万吨）；纸浆产能 140 万吨（化机浆 70 万吨、溶解浆 50 万吨、化学浆 20 万吨）。2018 年一季度公司收入持续增长，主要来自于纸、浆的价格变化（双胶、铜版、箱板较期初涨幅达 2.54%/1.35%/3.58%，溶解浆和化机浆较期初跌 1.05%/1.69%），综合符合预期，后续产能投放将长期保障公司收入增长。

■ **吨盈利大幅提升，纸浆自给优势显著。**2017 年受益于文化和铜板纸大幅提价、纸浆部分自给提供成本弹性（自给率预计 30%+），公司年内实现综合毛利率 26.03%，较 16 年同期增长 4.11pct。其中 Q1-Q4 公司的单季综合毛利率趋势向上，分别为 23.47%、26.51%、24.85%、28.95%，我们认为主要是由于 17H2 浆价持续上涨，公司成本端纸浆自给红利凸显所致。报告期间，公司的三费率管控良好，综合下降 1.27pct（销售费用率-0.45pct，管理费用率-0.03pct，财务费用率-0.78pct），其中就管理费用细项来看，公司的排污费用增长 4922 万元，侧面说明环保强度确实提升了小企业的进入壁垒，利好于市场份额向龙头进行集中。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	10.64
一年最低/最高价	6.20/12.88
市净率(倍)	2.60
流通 A 股市值(亿元)	269.36

### 基础数据

每股净资产(元)	4.10
资产负债率(%)	56.79
总股本(百万股)	2592.59
流通 A 股(百万股)	2531.57

### 相关研究

1. 增资老挝年产 30 万吨化学配套项目，新产能推进稳健-20180109
2. 可转债助力老挝项目加速推进-20171220
3. 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

2018Q1 期间，公司综合毛利率 27.53%，同比上升 4.06pct；对应净利率 13.64%，较去年同期+2.73pct，持续高盈利。18Q1 公司合计三费率下降 0.74pct（销售费用率-0.46pct，管理费用率-0.02pct，财务费用率-0.26pct）。我们认为，后期随着半化学浆陆续投产替代外废，公司箱板纸吨利也将趋势向上。依赖于自身优秀的技术研发和费用管控能力，太阳的吨利将长期高位。

■ **持续进行项目建设投入，存货略有增加。**2017 年公司的经营性现金流净额为 37.67 亿元，同比增长 33.77%；投资活动现金流量净额为-39.69 亿元，同比降低 155.76%，预计是由于公司在建项目（老挝公司制浆生产线、80 万吨高档板纸改建、20 万吨高档特种纸项目）投入增加所致。此外，公司期末存货 15.25 亿（期初为 11.39 亿），较期初有所增加，预计是由于公司期末原料备货增加所致；应收账款增加 2.82 亿达 16.45 亿。

2018Q1 公司的经营性现金流净额为 6.32 亿元，同比增长 164.28%，趋势持续向好。季度末公司的期末存货 16.57 亿元（期初 15.25 亿元），增加是溶解浆囤货所致。公司期末应收账款为 18.33 亿元，较期初增长 1.88 亿元；预收账款较期初减少 3.97 亿元至 5.64 亿元。

■ **18 年三项新增产能投产，为公司提供稳定增长。**17 年期末公司在建工程 34.54 亿元，较期初增长 31.52 亿元，主要是公司三个新项目陆续开工，投入加大。1、20 万吨高档特种纸项目：预计总投资 6 亿元，项目投产后预计实现年收入 13 亿元，利润总额 1.4 亿元，税后净利润 1 亿元，项目目前已于 2018 年 3 月 8 日一次开机成功。2、80 万吨高档板纸项目：预计总投资 21 亿元，投产后可实现销售收入 29 亿元，利润总额 3 亿元，税后净利 2.25 亿元，预计 18 年三季度投产。3、老挝 30 万吨化学浆项目：老挝项目的优势在于成本低（自备林木资源），税收政策好（8 年免税期）、运用范围广，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，可调节余地大，我们预计一期项目建成后每年可为公司贡献 3-4 亿利润贡献。上述项目全部投产后，公司的纸、浆年生产能力将达到 602 万吨。另外，公司在美国阿肯色州实施的 70 万吨生物精炼项目正在有序推进，预计项目建成后，将成为北美制浆造纸行业中现代化程度高、效率高且绿色环保的木浆或纸产品生产线。这些新增项目都将在未来助力公司收入持续增长。

■ **盈利预测及投资建议：**18 年公司受益于行业景气及新产能投放，产品销量有望进一步增长。另外，在浆价高企的背景下，公司的浆料自给有利于降低成本，提升盈利能力。我们预计公司 18/19/20 年收入规模 240.33 亿元，262.19 亿元，284.79 亿元，同比增长 27.20%，9.10%，8.62%；归母净利润 27.22 亿元，31.31 亿元，34.73 亿元，同比增长 34.46%，15.02%，10.92%，EPS 分别为 1.05 元，1.21 元，1.34 元，当前市值对应 18-20 年 10、9、8 倍 PE。

■ **风险提示：**纸价上涨不达预期，原材料价格波动

图表1：16-18Q1 纸价均价数据一览（单位：元/吨）

	双胶纸	铜板纸	箱板纸	溶解浆	化机浆
2016	5836.43	5335.84	3284.44	7334.29	4300.66
2017	6552.00	6860.00	4754.98	7658.25	5615.09
yoy	12.26%	28.56%	44.77%	4.42%	30.56%
18Q1	7221.40	7377.00	4785.89	7506.10	6183.93

数据来源：Wind，卓创数据，东吴证券研究所

图表2：企业吨利情况一览（单位：百万元）

亿元	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
营业收入	54.15	50.83	57.99	59.61	80.37	87.62	104.09	108.95	104.58	108.25	144.55	188.94
yoy (%)	7.48	-6.12	14.09	2.78	34.83	9.02	18.79	4.67	-4.01	3.51	33.54	30.71
销量（万吨）	106	97	106	109	146	145	168	168	208	218	307	360
净利润	2.94	3.82	2.29	4.79	6.36	4.99	1.76	2.85	4.69	6.67	10.57	20.24
yoy (%)	6.01	29.90	-39.99	109.02	32.90	-21.54	-64.68	61.40	64.71	42.20	58.52	91.55
净利率 (%)	5.43	7.52	3.95	8.04	7.91	5.70	1.69	2.62	4.48	6.16	7.31	10.71
吨净利（元）	277	392	216	439	435	344	105	169	225	306	344	562

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图表3: 公司半年度收入拆分

		16H1	16H2	16A	17H1	17H2	17A
纸	收入/亿	98.22	118.05	216.27	130.91	155.12	286.03
	yoy	-	-	-	33.27%	31.41%	32.25%
	毛利率	9.20%	10.95%	10.16%	12.64%	14.29%	13.53%
浆	收入/亿	15.84	19.82	35.65	19.34	19.49	38.83
	yoy	-	-	-	22.16%	-1.67%	8.92%
	毛利率	15.46%	22.43%	19.33%	21.73%	20.31%	21.02%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图表4: 公司季度数据拆分

百万元	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1
营业收入	2,892.92	3,666.67	3,641.13	4,254.77	4,410.95	4,285.63	5,009.34	5,188.37	5,041.29
yoy	14.78%	37.15%	33.07%	46.97%	52.47%	16.88%	37.58%	21.94%	14.29%
归母净利润	141.86	210.71	304.66	399.54	440.07	434.82	499.37	649.97	616.72
yoy	24.49%	52.89%	85.86%	59.20%	210.22%	106.36%	63.91%	62.68%	40.14%
毛利率	19.83%	19.79%	23.97%	23.41%	23.47%	26.51%	24.85%	28.95%	27.53%
销售费用率	4.07%	4.05%	3.97%	3.79%	3.38%	4.09%	3.27%	3.36%	2.93%
管理费用率	3.29%	2.93%	3.60%	2.70%	3.03%	3.02%	2.85%	3.36%	3.01%
财务费用率	4.63%	4.19%	3.74%	2.97%	3.08%	3.44%	3.11%	2.55%	2.82%
三费率合计	11.99%	11.18%	11.31%	9.46%	9.49%	10.55%	9.22%	9.28%	8.75%
销售净利率	5.02%	6.37%	9.24%	10.41%	10.91%	11.25%	11.11%	14.07%	13.64%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图表5: 子公司盈利拆分

		2013	2014	2015	2016	2017
太阳纸业有限公司	营业收入	592.82	663.81	967.27	1,025.02	1,283.88
	yoy	-	11.98%	45.72%	5.97%	25.25%
	净利润	-50.63	1.75	-16.51	48.07	173.34
山东太阳生活用纸有限公司	营业收入	3.70	176.76	591.36	663.49	663.36
	yoy	-	4670.93%	234.56%	12.20%	-0.02%
	净利润	-6.36	-19.44	-14.87	-31.52	19.15
兖州天章纸业有限公司 (含兖州中天、兖州永悦)	营业收入	5,182.85	5,519.53	4,009.42	3,777.25	5,830.19
	yoy	-	6.50%	-27.36%	-5.79%	54.35%
	净利润	72.30	317.58	358.98	187.65	676.36
山东太阳宏河纸业有限公司	营业收入	-	0.00	0.08	2,192.08	4,086.31
	yoy	-	-	-	2801370%	86.41%
	净利润	-	-0.58	-13.53	204.24	422.09

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>10,428.52</b>	<b>12,872.21</b>	<b>13,835.47</b>	<b>16,990.50</b>	<b>营业收入</b>	<b>18,894.29</b>	<b>24,032.65</b>	<b>26,219.12</b>	<b>28,478.78</b>
货币资金	2,437.29	2,883.92	3,670.68	4,271.82	营业成本	13,975.70	17,984.92	19,668.73	21,389.64
应收款项	5,522.79	6,645.64	6,800.06	8,188.77	营业税金及附加	141.21	179.61	195.95	212.84
存货	1,524.90	2,072.08	2,298.75	3,048.66	销售费用	662.62	782.51	840.59	898.80
其他	286.09	250.00	250.00	250.00	管理费用	579.94	769.84	744.52	774.22
<b>非流动资产</b>	<b>15,627.76</b>	<b>16,354.41</b>	<b>17,235.73</b>	<b>18,017.65</b>	财务费用	571.48	437.02	363.56	358.81
长期股权投资	116.49	110.67	105.13	99.88	投资净收益	2.13	2.56	3.07	3.69
固定资产	10,882.47	11,960.69	12,892.88	13,639.22	其他	(12.86)	(12.86)	(12.86)	(12.86)
无形资产	663.64	717.97	778.62	849.75	<b>营业利润</b>	<b>2,949.86</b>	<b>3,856.34</b>	<b>4,383.87</b>	<b>4,823.19</b>
其他	3,965.16	3,565.09	3,459.10	3,428.81	营业外净收支	(18.46)	(16.15)	(11.06)	(4.96)
<b>资产总计</b>	<b>26,056.28</b>	<b>29,226.61</b>	<b>31,071.20</b>	<b>35,008.15</b>	<b>利润总额</b>	<b>2931.40</b>	<b>3840.19</b>	<b>4372.81</b>	<b>4818.23</b>
<b>流动负债</b>	<b>11,632.80</b>	<b>12,841.30</b>	<b>11,939.54</b>	<b>13,214.93</b>	所得税费用	681.27	892.48	1016.27	1119.78
短期借款	5,387.63	4,247.56	3,078.46	3,277.32	少数股东损益	225.89	225.89	225.89	225.89
应付账款	2,043.22	3,699.05	3,453.21	4,051.93	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2024.23</b>	<b>2721.82</b>	<b>3130.65</b>	<b>3472.55</b>
其他	4,201.95	4,894.69	5,407.87	5,885.68	EBIT	3,676.03	4,495.38	4,965.28	5,416.12
<b>非流动负债</b>	<b>3,586.54</b>	<b>3,737.24</b>	<b>3,747.05</b>	<b>3,372.91</b>	EBITDA	4,637.34	5,630.96	6,233.63	6,813.84
长期借款	1,473.58	1,538.83	1,478.33	1,496.91					
其他	2,112.96	2,198.41	2,268.72	1,876.00	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>负债总计</b>	<b>15,219.34</b>	<b>16,578.54</b>	<b>15,686.59</b>	<b>16,587.85</b>	每股收益(元)	0.78	1.05	1.21	1.34
少数股东权益	499.41	427.90	434.63	453.98	每股净资产(元)	3.98	4.71	5.77	6.93
归属母公司股东权益	10,324.68	12,220.17	14,949.99	17,966.32	发行在外股份(百万股)	2592.59	2592.59	2592.59	2592.59
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>26,056.28</b>	<b>29,226.61</b>	<b>31,071.20</b>	<b>35,008.15</b>	ROIC(%)	14.39	16.89	17.32	16.72
					ROE(%)	23.48	25.12	23.95	21.88
					毛利率(%)	26.03	25.16	24.98	24.89
					EBIT Margin(%)	24.54	23.43	23.78	23.93
					销售净利率(%)	11.91	12.27	12.80	12.99
					资产负债率(%)	58.46	56.72	50.49	47.38
					收入增长率(%)	30.71	27.20	9.10	8.62
					净利润增长率(%)	91.55	34.46	15.02	10.92
					P/E	13.63	10.13	8.81	7.94
					P/B	2.67	2.26	1.85	1.54
					EV/EBITDA	7.63	6.07	5.46	4.05

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>

