

## 文化纸格局向好, 盈利超预期

### 投资要点

- **事件:** 公司公告 2017 年年报和 2018 年一季报。2017 年公司实现营业收入 188.94 亿元, 同比增长 30.7%, 实现归母净利润 20.24 亿元, 同比增长 91.55%。其中 Q1/Q2/Q3/Q4 单季营收同比增速为 52.5%/16.9%/37.6%/21.9%, 净利润同比增长 210.2%/106.4%/63.9%/62.7%。2018 年 Q1 公司实现营收 50.4 亿元, 同比增长 14.3%, 实现归母净利润 6.17 亿元, 同比增长 40.1%。业绩超预期。
- **纸价上涨和费用优化推动公司盈利能力提升。** 2017 年木浆价格上涨对成品纸形成较强支撑, 铜版纸价格同比上涨 33%, 双胶纸价格同比上涨 22%, 加上文化纸集中度高, 大厂对于下游的议价能力凸显。同时公司有较高的自制浆占比(30%+), 能大幅对冲原材料涨价的风险而充分享受成品纸涨价带来的利润弹性, 因此 17 年毛利率达到 26.03%, 同比上升 4.11pp, 18Q1 公司毛利率继续提升达到 27.53%, 同比上升 4.06pp。我们认为中长期木浆价格会高位盘整, 主要逻辑: 1) 全球今年新增商品浆供给约 330 万吨, 欧美增量消耗+较多生活用纸投产+500 万吨废纸缺口替代, 木浆供需大概率紧平衡; 2) 鸚鵡和金鱼合并后, 对木浆的垄断更显著, 在产能投放节奏和价格控制上力度会更强; 3) 18 年后三年内每年木浆新增产能都非常有限, 而木浆的投放周期很长, 届时新上产能会很慢, 因此从中期来看文化纸价的支撑力度较强。公司增效控费成效显著, 2017 年三费率率为 9.6%, 同比下降 1.3pp, 其中销售、管理和财务费用分别增长 15.8%、29.3%和 3.9%, 净利率同比上升 3.4pp 至 10.71%。2018 年一季度三费率率 8.8%, 同比下降 0.7pp, 净利率上升 2.25pp 至 12.23%。随着公司的半化学浆在 18 年陆续投产, 自制浆占比进一步提升, 公司盈利能力将持续得到增强。
- **“四三三”战略推进, 生活用纸扭亏。** 公司着眼于产品结构优化调整和转型升级, 拟构造造纸类产品占比 40%, 生物质新材料占比 30%和快速消费品占比 30%的“四三三”利润格局。生活用纸明显发力, 在 17 年实现营收 7.22 亿元, 前三季度已实现净利润 700 多万元, 而 16 年同期处于亏损状态。随着生活用纸板块为集团开始贡献业绩, 未来将成为非常值得期待的新增长点。
- **产能扩张, 护航公司长期发展。** 公司着力建设的三大重点项目, 本部 20 万吨高档特种纸项目、老挝 30 万吨化学浆项目、邹城 80 万吨高档板纸改建及其配套工程项目在 2017 年内按照项目计划稳步推进, 公司又在 2018 年初启动实施老挝 30 万吨化学浆配套项目, 2018 年投产后, 公司的纸、浆年生产能力将达到 602 万吨, 其中文化用纸(包括铜版纸和非涂布文化用纸) 210 万吨、牛皮箱板纸 160 万吨、生活用纸 12 万吨、淋膜原纸 30 万吨、静电复印纸 10 万吨、工业原纸 10 万吨、溶解浆 50 万吨、化机浆 70 万吨、化学浆 50 万吨等。产能持续扩张将为公司进一步的发展提供有力保障。
- **盈利预测与投资建议。** 考虑到随着公司自制浆占比提升, 能大幅对冲原材料涨价, 我们上调对公司的盈利预测。预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.04 元、1.2 元、1.35 元, 对应 PE 分别为 10 倍、9 倍和 8 倍。给予公司 2018 年 13 倍 PE, 目标价 13.52 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格大幅波动的风险; 纸价出现大幅波动的风险。

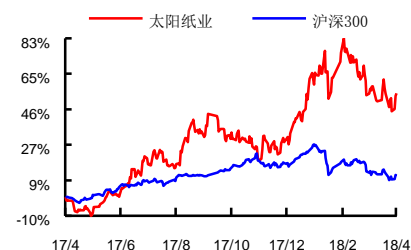
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	18894.29	23118.80	27985.16	32851.27
增长率	30.71%	22.36%	21.05%	17.39%
归属母公司净利润(百万元)	2024.23	2699.33	3107.55	3502.87
增长率	91.55%	33.35%	15.12%	12.72%
每股收益 EPS(元)	0.78	1.04	1.20	1.35
净资产收益率 ROE	20.79%	21.96%	20.21%	18.54%
PE	14	10	9	8
PB	2.55	2.03	1.62	1.32

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣  
执业证号: S1250517080002  
电话: 023-67511807  
邮箱: cxin@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	25.93
流通 A 股(亿股)	25.30
52 周内股价区间(元)	6.33-12.75
总市值(亿元)	275.85
总资产(亿元)	235.36
每股净资产(元)	3.61

### 相关研究

1. 太阳纸业(002078): 业绩符合预期, 明年受益于新增产能投放 (2017-10-30)
2. 太阳纸业(002078): 渐入纸价旺季, 盈利能力显著提升 (2017-08-30)
3. 太阳纸业(002078): 联手母婴服务领军者, 开拓生活用纸新空间 (2017-07-21)
4. 太阳纸业(002078): 量价齐升, 盈利能力创新高 (2017-04-27)

## 关键假设

根据公司基本面分析，我们对 2018-2020 年公司主营业务的预测如下：

假设 1：今年新增产能中，老挝 30 万吨化学浆项目、邹城 80 万吨高档板纸改建及其配套工程项目能在 Q2、Q3 顺利投产。

假设 2：木浆价格维持高位，对文化纸价的支撑力度较强，毛利率今年还有提升空间，预计在明后年价格回归平稳后毛利率有望稳定在相对高位。预计 2018-2020 年毛利率为 26.51%、25.59%、24.72%。

**表 1：分业务收入和毛利率预测**

百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>合计</b>						
营业收入	10,825.13	14,455.49	18,894.29	23,118.81	27,985.17	32,851.27
yoy	3.51%	33.54%	30.71%	22.36%	21.05%	17.39%
营业成本	8,292.74	11,287.39	13,975.70	16,989.26	20,823.34	24,729.46
毛利率	23.39%	21.92%	26.03%	26.51%	25.59%	24.72%
<b>文化纸</b>						
收入	3,654.51	5,260.68	5,899.15	6,607.05	7,267.75	7,994.53
yoy	1.29%	43.95%	12.14%	12.00%	10.00%	10.00%
成本	2,833.82	4,041.13	4,244.10	4,823.15	5,305.46	5,915.95
毛利率	22.46%	23.18%	28.06%	27.00%	27.00%	26.00%
<b>铜版纸</b>						
收入	3,212.00	2,947.69	4,450.65	4,940.22	5,434.24	5,977.67
yoy	-7.44%	-8.23%	50.99%	11.00%	10.00%	10.00%
成本	2,561.46	2,313.35	2,997.07	3,458.16	3,912.66	4,423.47
毛利率	20.25%	21.52%	32.66%	30.00%	28.00%	26.00%
<b>溶解浆</b>						
收入	896.47	2,614.12	2,696.09	2,965.70	3,262.27	3,588.50
yoy	44.79%	191.60%	3.14%	10.00%	10.00%	10.00%
成本	803.63	2,136.52	2,130.03	2,283.59	2,544.57	2,834.91
毛利率	10.36%	18.27%	21.00%	23.00%	22.00%	21.00%
<b>化学机械浆</b>						
收入	809.79	950.96	1,186.85	1,364.88	1,706.10	2,388.54
yoy	-18.42%	17.43%	24.81%	15.00%	25.00%	40.00%
成本	568.25	739.34	936.78	1,023.66	1,262.51	1,743.63
毛利率	29.83%	22.25%	21.07%	25.00%	26.00%	27.00%
<b>电及蒸汽</b>						
收入	761.53	633.86	725.19	732.44	739.77	747.16
yoy	-7.05%	-16.76%	14.41%	1.00%	1.00%	1.00%
成本	366.34	398.88	521.43	476.09	466.05	455.77

百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利率	51.89%	37.07%	28.10%	35.00%	37.00%	39.00%
<b>原纸</b>						
收入	710.98	675.56	695.70	730.49	752.40	774.97
yoy	6.97%	-4.98%	2.98%	5.00%	3.00%	3.00%
成本	581.98	547.25	524.23	562.47	594.40	619.98
毛利率	18.14%	18.99%	24.65%	23.00%	21.00%	20.00%
<b>生活用纸</b>						
收入	611.49	729.14	722.12	866.54	1,039.85	1,299.82
yoy	260.55%	19.24%	-0.96%	20.00%	20.00%	25.00%
成本	533.91	624.34	607.09	710.57	779.89	909.87
毛利率	12.69%	14.37%	15.93%	18.00%	25.00%	30.00%
<b>牛皮箱板纸</b>						
收入		506.27	2,391.68	4,783.36	7,653.38	9,949.39
yoy			372.41%	100.00%	60.00%	30.00%
成本		396.24	1,916.03	3,587.52	5,893.10	7,760.52
毛利率		21.73%	19.89%	25.00%	23.00%	22.00%
<b>其他</b>						
收入	168.36	137.21	126.86	128.13	129.41	130.70
yoy	47.31%	-18.50%	-7.54%	1.00%	1.00%	1.00%
成本	43.35	90.34	98.94	64.06	64.70	65.35
毛利率	74.25%	34.16%	22.01%	50.00%	50.00%	50.00%

数据来源：西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	18894.29	23118.80	27985.16	32851.27	净利润	2250.13	2986.39	3443.44	3879.46
营业成本	13975.70	16989.26	20823.34	24729.46	折旧与摊销	992.84	791.43	902.20	1008.26
营业税金及附加	141.21	154.62	195.93	229.16	财务费用	571.48	604.87	630.79	622.78
销售费用	662.62	809.16	951.50	1100.52	资产减值损失	24.97	0.00	0.00	0.00
管理费用	579.94	716.68	923.51	1149.79	经营营运资本变动	-23.88	-1055.90	-784.27	-711.20
财务费用	571.48	604.87	630.79	622.78	其他	-48.77	13.15	12.86	12.81
资产减值损失	24.97	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>3766.77</b>	<b>3339.94</b>	<b>4205.02</b>	<b>4812.11</b>
投资收益	2.13	0.00	0.00	0.00	资本支出	-2790.37	-1550.00	-1550.00	-1550.00
公允价值变动损益	-12.86	-12.86	-12.86	-12.86	其他	-1178.88	24.96	-12.86	-12.86
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-3969.24</b>	<b>-1525.04</b>	<b>-1562.86</b>	<b>-1562.86</b>
<b>营业利润</b>	<b>2949.86</b>	<b>3831.36</b>	<b>4447.24</b>	<b>5006.70</b>	短期借款	1219.40	50.88	-1524.74	-2139.86
其他非经营损益	-18.46	23.65	11.34	11.32	长期借款	50.99	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>2931.40</b>	<b>3855.00</b>	<b>4458.58</b>	<b>5018.02</b>	股权融资	295.23	0.00	0.00	0.00
所得税	681.27	868.61	1015.14	1138.57	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	2250.13	2986.39	3443.44	3879.46	其他	-317.14	-1991.19	-630.79	-622.78
少数股东损益	225.89	287.06	335.89	376.59	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>1248.48</b>	<b>-1940.31</b>	<b>-2155.53</b>	<b>-2762.64</b>
归属母公司股东净利润	2024.23	2699.33	3107.55	3502.87	<b>现金流量净额</b>	<b>1045.23</b>	<b>-125.41</b>	<b>486.64</b>	<b>486.61</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	2437.29	2311.88	2798.52	3285.13	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	6142.29	7650.74	9237.27	10848.67	销售收入增长率	30.71%	22.36%	21.05%	17.39%
存货	1524.90	1853.43	2271.77	2698.02	营业利润增长率	103.02%	29.88%	16.07%	12.58%
其他流动资产	324.03	350.20	423.92	497.63	净利润增长率	94.28%	32.72%	15.30%	12.66%
长期股权投资	116.49	116.49	116.49	116.49	EBITDA 增长率	55.77%	15.81%	14.40%	10.99%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	14336.63	15162.40	15877.40	16486.34	毛利率	26.03%	26.51%	25.59%	24.72%
无形资产和开发支出	663.64	597.27	530.91	464.55	三费率	9.60%	9.22%	8.95%	8.75%
其他非流动资产	511.00	510.16	509.32	508.49	净利率	11.91%	12.92%	12.30%	11.81%
<b>资产总计</b>	<b>26056.28</b>	<b>28552.58</b>	<b>31765.60</b>	<b>34905.30</b>	ROE	20.79%	21.96%	20.21%	18.54%
短期借款	5387.63	5438.51	3913.77	1773.91	ROA	8.64%	10.46%	10.84%	11.11%
应付和预收款项	4820.67	5608.91	6830.57	8156.65	ROIC	15.19%	16.60%	17.22%	17.69%
长期借款	1473.58	1473.58	1473.58	1473.58	EBITDA/销售收入	23.89%	22.61%	21.37%	20.21%
其他负债	3550.32	2434.92	2507.58	2581.60	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>15232.19</b>	<b>14955.91</b>	<b>14725.49</b>	<b>13985.73</b>	总资产周转率	0.82	0.85	0.93	0.99
股本	2592.59	2592.59	2592.59	2592.59	固定资产周转率	1.70	2.02	2.24	2.47
资本公积	1446.15	1446.15	1446.15	1446.15	应收账款周转率	12.57	12.45	12.24	12.10
留存收益	6072.13	8771.46	11879.01	15381.88	存货周转率	10.49	10.06	10.09	9.95
归属母公司股东权益	10324.68	12810.20	15917.74	19420.62	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.29%	—	—	—
少数股东权益	499.41	786.47	1122.37	1498.95	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>10824.09</b>	<b>13596.67</b>	<b>17040.11</b>	<b>20919.57</b>	资产负债率	58.46%	52.38%	46.36%	40.07%
负债和股东权益合计	26056.28	28552.58	31765.60	34905.30	带息债务/总负债	57.71%	59.11%	49.68%	37.01%
					流动比率	0.90	1.07	1.32	1.67
					速动比率	0.76	0.91	1.12	1.41
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.78	1.04	1.20	1.35
					每股净资产	4.18	5.24	6.57	8.07
					每股经营现金	1.45	1.29	1.62	1.86
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	4514.17	5227.66	5980.24	6637.75					
PE	13.63	10.22	8.88	7.87					
PB	2.55	2.03	1.62	1.32					
PS	1.46	1.19	0.99	0.84					
EV/EBITDA	7.67	6.43	5.28	4.37					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyll@swsc.com.cn