

太阳纸业 (002078) \ 轻工制造

——业绩靓丽，产能护航

事件：

公司发布2018年一季度报，实现营收50.41亿元，同比增长14.29%，归母净利润6.17亿元，同比增长40.14%。同时预告1-6月归母净利润11.37亿元至14亿元，同比增长30%-60%。

投资要点：

➤ 产能释放助推业绩增长

公司新增产能释放为2018年业绩打下基础，80万吨箱板纸产能2017年已逐步释放，公司20万吨高档特种纸已于2018年3月一次开机成功，同时改建的80万吨箱板纸将于第三季度投产。主要产品价格与去年同期相比有所提高，推动了公司经营业绩的持续增长。

➤ 毛利率持续提升

2018Q1毛利率海润净利率分别为77.53%和13.64%，相比2017年全年的26.03%和11.91%均再次提升，双双创下公司历史新高。我国造纸及纸制品行业2017年利润总额1028.6亿元，同比增长36.2%。

➤ 公司成本优势将逐步体现

老挝30万吨化学浆项目将于第二季度投产，进一步提升公司纸浆自给率，随着进口阔叶浆价格一路上涨，3月进口平均单价736美元/吨，叠加公司自有70万吨的化机浆产能，公司成本优势将进一步显现。

➤ 盈利预测

预计2018—2020年公司归母净利润分别为27.23亿元、28.77亿元和30.01亿元。每股EPS分别为1.05元、1.11元和1.16元，对应当前股价PE为10.42、9.87和9.46倍，维持“推荐”评级。

➤ 风险提示

纸价回落、环保限产、下游需求放缓

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	14455.49	18894.29	21728.43	23901.27	26052.39
增长率(%)	33.54%	30.71%	15.00%	10.00%	9.00%
EBITDA(百万元)	2877.05	4491.42	4646.02	4995.59	5308.67
净利润(百万元)	1056.76	2012.35	2723.41	2877.30	3000.77
增长率(%)	58.52%	90.43%	35.33%	5.65%	4.29%
EPS(元/股)	0.41	0.78	1.05	1.11	1.16
市盈率(P/E)	26.86	14.11	10.42	9.87	9.46
市净率(P/B)	3.56	2.75	2.18	1.78	1.50
EV/EBITDA	12.20	8.35	8.23	7.57	7.25

数据来源：公司公告，国联证券研究所

投资建议：	推荐
上次建议：	推荐
当前价格：	10.93元
目标价格：	15元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	2,593/2,532
流通A股市值(百万元)	27,674
每股净资产(元)	4.10
资产负债率(%)	56.79
一年内最高/最低(元)	12.88/6.24

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)\轻工制造行业》
2017.12.22

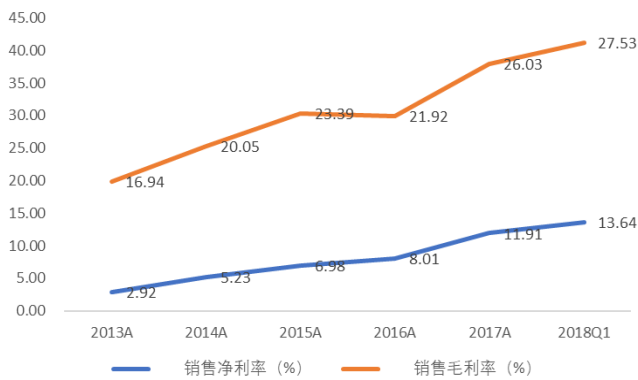
2、《太阳纸业(002078)\轻工制造行业》
2017.10.19

1. 公司盈利稳步提升

1.1. 2018 年造纸行业整体格局有利大型纸企

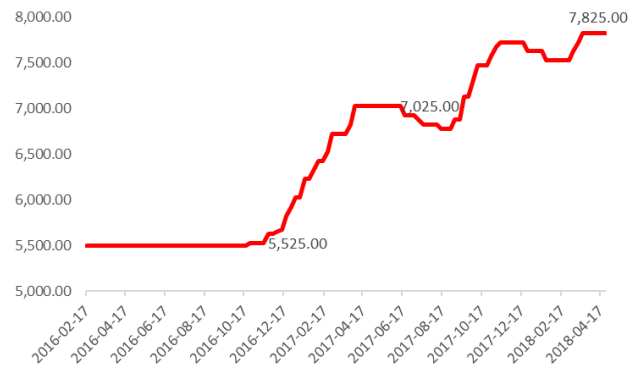
2017 年以来，受益于环保督查和废纸进口限制等影响，小产能不断出清，纸价不断上涨，造纸行业龙头盈利能力大幅提升，行业格局不断向好，为公司毛利率和净利率稳步提升打下基础。受益于公司本部 20 万吨高档特种纸项目、老挝 30 万吨化学浆项目、邹城 80 万吨高档板纸改建及其配套工程项目在 2017 年内按照项目计划稳步推进、并且 2018 年三大项目逐渐投产，公司纸、浆年生产能力将达到 602 万吨，产能的提升和纸价上涨将对公司 2018 年业绩形成催化。

图表 1：公司毛利和净利情况



来源：公司公告

图表 2：国内铜版纸价格走势 (元/吨)

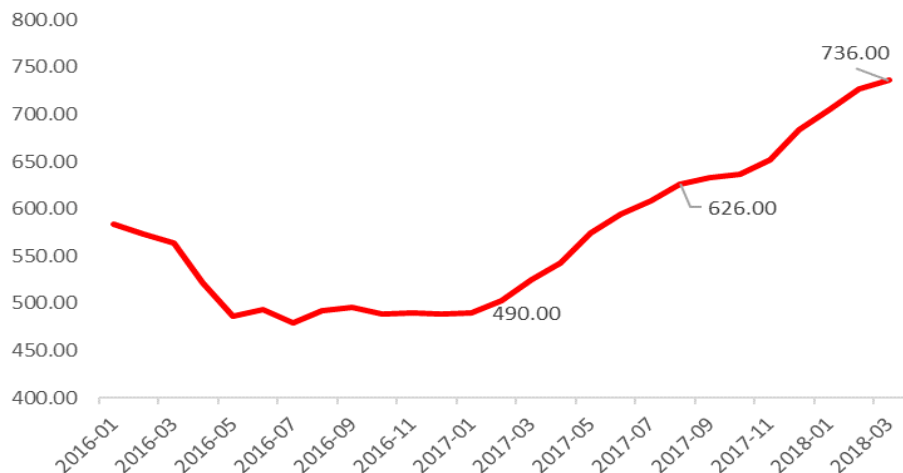


来源：纸业联讯

1.2. 纸价短期将保持坚挺

预计 2018 年纸和纸浆价格将维持高位，龙头纸企在上游布局废纸和纸浆资源将充分受益纸浆价格上涨带来的成本冲击，2018 年废纸进口管制预计将减少 500 万吨左右的废纸进口量，而整体生产量和消费量受益于消费升级和下游囤货任然稳步增长，导致总体成品纸和纸浆进口量将增加 300 万吨左右以应对需求。

图表 3：进口阔叶浆价格 (美元/吨)



来源：纸业联讯

2. 盈利预测

预计 2018—2020 年公司归母净利润分别为 27.23 亿元、28.77 亿元和 30.01 亿元。每股 EPS 分别为 1.05 元、1.11 元和 1.16 元，对应当前股价 PE 为 10.42、9.87 和 9.46 倍，维持“推荐”评级。

3. 风险提示

纸价回落、环保限产、下游需求放缓

图表 4：财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	758.56	1698.95	2172.84	2390.13	2605.24	营业收入	14455.49	18894.29	21728.43	23901.27	26052.39
应收账款+票据	4177.48	5655.02	5355.88	6756.11	6445.96	营业成本	11287.39	13975.70	15681.41	17483.78	19310.03
预付账款	492.32	487.27	612.36	613.66	740.42	营业税金及附加	101.11	141.21	162.39	178.63	194.71
存货	1138.81	1524.90	2100.16	1941.56	2522.33	营业费用	572.25	662.62	762.01	838.21	913.65
其他	479.55	323.91	323.91	323.91	323.91	管理费用	448.60	579.94	666.93	733.63	799.65
流动资产合计	7046.72	9690.06	10565.15	12025.37	12637.86	财务费用	550.04	571.48	391.89	375.00	359.22
长期股权投资	130.28	116.49	116.49	116.49	116.49	资产减值损失	64.20	24.97	24.97	24.97	24.97
固定资产	11284.89	10882.47	14119.77	16217.74	18307.98	公允价值变动收益	0.00	-12.86	0.00	0.00	0.00
在建工程	302.01	3454.16	2451.00	2587.00	3241.00	投资净收益	18.30	14.48	0.00	0.00	0.00
无形资产	556.52	663.64	663.64	663.64	663.64	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	481.65	402.47	399.68	396.88	394.08	营业利润	1450.20	2940.00	4038.83	4267.05	4450.16
非流动资产合计	12755.35	15519.23	17750.57	19981.74	22723.19	营业外净收益	18.02	-30.81	0.00	0.00	0.00
资产总计	19802.07	25209.29	28315.71	32007.11	35361.05	利润总额	1468.22	2909.19	4038.83	4267.05	4450.16
短期借款	4168.22	5387.63	5808.20	5074.20	5413.47	所得税	310.02	670.95	1009.71	1066.76	1112.54
应付账款+票据	2255.81	3218.22	2923.91	3924.18	3639.22	净利润	1158.20	2238.24	3029.12	3200.29	3337.62
其他	1748.02	2321.59	2272.63	2497.46	2459.48	少数股东损益	101.44	225.89	305.71	322.99	336.85
流动负债合计	8172.05	10927.44	11004.74	11495.85	11512.17	归属于母公司净利润	1056.76	2012.35	2723.41	2877.30	3000.77
长期带息负债	2917.03	3402.53	3402.53	3402.53	3402.53						
长期应付款	373.06	55.23	55.23	55.23	55.23						
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
非流动负债合计	3290.09	3457.76	3457.76	3457.76	3457.76						
负债合计	11462.14	14385.20	14462.51	14953.61	14969.93						
少数股东权益	376.58	499.41	805.13	1128.12	1464.97						
股本	2535.86	2592.59	2592.59	2592.59	2592.59						
资本公积	1207.66	1446.15	1446.15	1446.15	1446.15						
留存收益	4219.84	6285.94	9009.35	11886.65	14887.42						
股东权益合计	8339.93	10824.09	13853.21	17053.50	20391.12						
负债和股东权益总计	19802.07	25209.29	28315.71	32007.11	35361.05						

现金流量表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	1143.25	2262.06	3029.12	3200.29	3337.62
折旧摊销	894.91	992.84	194.69	330.86	474.58
财务费用	424.40	402.33	412.50	397.67	383.93
存货减少	260.41	-390.03	-575.25	158.60	-580.77
营运资金变动	-32.07	475.57	-156.36	-176.43	-139.56
其它	161.03	6.07	24.97	24.97	24.97
经营活动现金流	2851.93	3748.85	2929.67	3935.96	3500.77
资本支出	1673.39	3979.59	2451.00	2587.00	3241.00
长期投资	19.04	72.75	0.00	0.00	0.00
其他	140.51	83.10	-12.86	0.00	0.00
投资活动现金流	-1551.92	-3969.24	-2463.86	-2587.00	-3241.00
债权融资	-736.37	2156.42	420.58	-734.00	339.27
股权融资	0.00	263.98	0.00	0.00	0.00
其他	-984.13	-1171.92	-412.50	-397.67	-383.93
筹资活动现金流	-1720.50	1248.48	8.08	-1131.67	-44.66
现金净增加额	-408.24	1027.31	473.89	217.28	215.11

主要财务比率					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	33.54%	30.71%	15.00%	10.00%	9.00%
EBIT	28.48%	76.51%	27.23%	4.79%	3.63%
EBITDA	25.63%	56.11%	3.44%	7.52%	6.27%
归属于母公司净利润	42.20%	90.43%	35.33%	5.65%	4.29%
获利能力					
毛利率	21.92%	26.03%	27.83%	26.85%	25.88%
净利率	8.01%	11.85%	13.94%	13.39%	12.81%
ROE	13.27%	19.49%	20.87%	18.07%	15.86%
ROIC	10.63%	17.70%	17.18%	15.30%	14.31%
偿债能力					
资产负债率	57.88%	57.06%	51.08%	46.72%	42.33%
流动比率	0.86	0.89	0.96	1.05	1.10
速动比率	0.66	0.72	0.74	0.85	0.85
营运能力					
应收账款周转率	3.57	3.42	4.22	3.63	4.20
存货周转率	9.91	9.16	7.47	9.01	7.66
总资产周转率	0.73	0.75	0.77	0.75	0.74
每股指标(元)					
每股收益	0.41	0.78	1.05	1.11	1.16
每股经营现金流	1.10	1.45	1.13	1.52	1.35
每股净资产	3.07	3.98	5.03	6.14	7.30
估值比率					
市盈率	26.86	14.11	10.42	9.87	9.46
市净率	3.56	2.75	2.18	1.78	1.50
EV/EBITDA	12.20	8.35	8.23	7.57	7.25
EV/EBIT	17.71	10.72	8.58	8.10	7.96

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 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 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，国联证券及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