

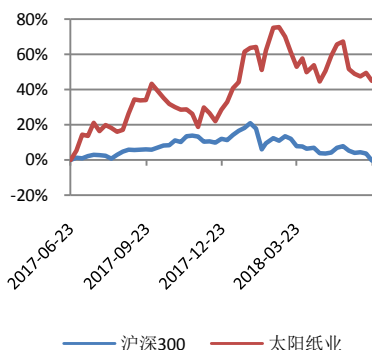
投资评级

谨慎推荐

公司基本情况

收盘价（元）	10.02
52周最高（元）	12.75
52周最低（元）	6.79
总市值（百万元）	26000
流通市值（百万元）	25400
总股本（百万股）	2593
流通股本（百万股）	2532
每股净资产（元）	4.10
资产负债率（%）	56.79

股价走势图



研发部

首席分析师：程毅敏
SAC 执业证书编号：S1340511010001
Email: chengyimin@cnpsec.com

研究助理：杨浩
Email: yanghao@cnpsec.com
电话：010-67017788-9506

产能扩张中的造纸龙头，有望受益行业洗牌

——太阳纸业（002078）

事件：

受外废减少影响，近日，国内废纸价格经过短暂的下调之后再度上行，多家造纸企业宣布从6月21日起上调废纸收购价。随着旺季的到来，前期部分纸企的“停机”将恢复生产，对废纸的需求将增加，国废价格或将继续上涨。据悉，目前已经有不少大型纸企开始考虑在海外建设废纸浆生产线。

核心观点

● **造纸行业龙头之一，“四三三”战略值得期待。**太阳纸业为造纸龙头企业之一，公司主营从事机制纸、纸制品、木浆、纸板的生产和销售，主要产品及营收占比为：非涂布文化用纸（双胶纸）31%、铜版纸24%、溶解浆14%、牛皮箱板纸13%等。受益于2017年公司产能释放、纸品涨价、规模效应以及生产环节精益化管理等多方因素，实现归属于母公司所有者的净利润20.2亿元，同比增长91.55%。从历史业绩来看，公司在经历了2011-2012年度行业阶段性产能过剩导致的亏损后，近五年都实现了较为稳健的增长：2013-2017年公司营业收入、归属于母公司所有者净利润复合增速分别为14.8%、63.3%，展现出较强的业绩成长性与优良的成本管控能力。公司目前推行“四三三”战略，拟构造造纸产品占40%、生物质新材料占30%、快速消费品占30%的“四三三”利润格局，考虑到目前两者还分别处于产能布局、渠道搭建阶段，后期业绩增量值得期待。

● **废纸涨价影响应为短空长多，公司有望受益行业洗牌。**我们认为：短期来看，造纸行业上游废纸与木浆原料价格上涨，抬升纸企生产成本，同时考虑到下游产能短期过剩影响，成本向下传导短期难以实现，这将压缩纸企盈利空间，对行业整体盈利都造成一定压力；中长期来看，中小纸企相比成本控制能力强、具备原材料自产能力的龙头纸企，盈利受影响更大，或将被淘汰出局，有望加速行业洗牌。公司拥有50万吨溶解浆和70万吨化机浆产能，较高的纸浆自给率有效降低了生产成本，在抵御上游废纸、木浆涨价成本压力的同时，确保公司能更大程度受益终端纸品涨价，有望受益行业洗牌，扩大终端市场占有率。

● **2018年文化纸、铜版纸供给面紧中趋缓，但价格仍将维持相对高位。**2017年以来，造纸行业受益于供给侧改革，行业去产能效果显著，供需结构大大改善，叠加木浆成本上涨，共同推动了终端纸价上扬。展望2018年，我们认为纸价大概率将维持高位运行态势，整体供给面

处于紧中趋缓通道。该判断主要基于以下三方面：1) 经历 2017 年行业产能出清、纸价较大幅上涨之后，行业产能下降、纸价上涨边际贡献将逐步减弱；2) 2018 年环保税全面开征，环保政策执行将保持高压姿态，仍存在部分落后产能退出预期；3) 各造纸龙头目前处于产能新建扩张期，新增产能完全释放需到 2019 年，对短期纸价冲击较小。

● **溶解浆中期前景良好，短期价格大概率保持平稳。**需求端，溶解浆需求增长主要来源于下游的黏胶短纤，而粘胶短纤作为纤维素纤维类代表，在纤维素纤维应用占比不断提升的背景下，前景较好。价格方面，需关注替代品棉浆粕的价格变动，考虑到国内棉花存在供给刚性缺口，中期有望保持相对强势，可为溶解浆提供价格支撑。供给端方面，高端产能扩产与低端产能出清并存，有望整体维持平稳态势：据中国纤维网估算，2018 年约有 60-72 万吨新增产能投放市场，但同时根据《粘胶纤维行业规范条件（2017 版）》和《粘胶纤维行业规范条件公告管理暂行办法》文件要求，粘胶短纤行业内产能低于 8 万吨企业面临大概率关停，两者产能交替形成对冲。根据 2018 年 1 月工信部发布《粘胶纤维行业规范条件》生产企业名单（第一批）来看，第一批符合规范条件产能全国占比为 66%，这意味着全国超过三成产能仍需对环保环节继续整改，落后产能出清叠加环保整改影响，新增产能整体释放或将低于预期。

● **2018 年为公司产能投放大年，将贡献显著业绩增量。**公司目前在牛皮箱板纸、生活用纸、化学浆、生物精炼等方向上正进行产能布局，根据公司 2017 年报披露，2018 新建产能包括：1) 本部 20 万吨高档特种纸项目，预计可贡献年收入 13 亿元，利润 1.4 亿元，将于 2018Q1 建成投产；2) 老挝 30 万吨化学浆及配套项目，预计 2018Q2 竣工投产，进度或略晚于预期；3) 邹城 80 万吨高档板纸改建项目，预计可实现年收入 29 亿元，利润 3 亿元，将于 2018Q3 竣工投产。公司新增产能的逐步释放，2018 当年便有望直接增厚公司业绩约 1.45 亿元，约占 2017 全年净利润约 7.2%。

● **盈利预测与评级：**暂不考虑美国精炼项目影响，我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.07 元、1.14 元和 1.22 元，对应的动态市盈率分别为 9.86 倍、9.24 倍和 8.62 倍，给予“谨慎推荐”的投资评级。

● **风险提示：**在建项目进度滞后；纸价大幅下跌；美国精炼项目预期不确定。

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	18,894	23,061	25,483	27,204
增长率（%）	30.7%	22.1%	10.5%	6.8%
净利润（百万元）	2,024	2,763	2,949	3,161
增长率（%）	91.6%	36.5%	6.7%	7.2%
EPS（元）	0.80	1.07	1.14	1.22

财务预测表

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	2,437	1,601	1,682	2,120
交易性金融资产	-	-	-	-
应收及预付	6,010	7,006	8,856	11,239
其他应收账款	132	132	185	201
存货	1,525	1,846	2,391	3,365
其他流动资产	324	339	420	412
流动资产合计	10,429	10,924	13,534	17,337
长期投资	116	116	116	116
固定资产	10,882	12,991	13,793	12,779
无形资产	664	697	738	684
其他非流动资产	3,965	2,244	1,262	1,461
非流动资产合计	15,628	16,048	15,909	15,040
资产总计	26,056	26,972	29,443	32,377
短期借款	5,388	5,911	5,962	5,231
应付及预收	4,180	3,150	3,443	3,986
其他流动负债	2,078	1,453	1,760	1,704
流动负债	11,646	10,514	11,165	10,921
长期借款	1,474	1,474	1,474	1,474
应付债券	1,929	1,929	929	929
其他非流动负债	184	213	113	113
非流动负债	3,587	3,616	2,516	2,516
负债合计	15,232	14,130	13,681	13,437
股本	2,593	2,593	2,593	2,593
资本公积	1,696	1,659	1,659	1,659
留存收益	6,036	7,762	10,340	13,132
母公司所有者权益	10,325	12,014	14,592	17,384
少数股东权益	499	828	1,170	1,556
负债和所有者权益	26,056	26,972	29,443	32,377

现金流量表摘要

会计年度 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
经营现金流净额	3767	4,872	4,603	2,961
投资现金流净额	-3969	-2,751	171	6,290
筹资现金流净额	1248	-2,154	-2,598	-6,712

利润表

会计年度 (百万)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	18,894	23,061	25,483	27,204
营业总成本:	15,956	19,124	21,206	22,598
营业成本	13,976	16,816	18,655	19,953
营业税金及附加	141	158	175	186
销售费用	663	739	804	837
管理费用	580	691	759	808
财务费用	571	650	733	724
资产减值损失	25	70	80	90
其他经营收益:	-11	13	13	13
公允变动收益	-13	-3	-3	-3
投资净收益	2	8	8	8
汇兑净收益	-	-	-	-
其他收益	10	8	8	8
营业利润	2,950	3,949	4,289	4,619
加: 营业外收入	23	20	20	20
减: 营业外支出	42	40	40	40
利润总额	2,931	3,929	4,269	4,599
减: 所得税	681	853	974	1,058
净利润	2,250	3,076	3,295	3,541
减: 少数股东损益	226	313	346	380
归属母公司净利	2,024	2,763	2,949	3,161

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利率	26.0%	27.1%	26.8%	26.7%
净利率	11.9%	13.3%	12.9%	13.0%
净资产收益率	19.6%	23.0%	20.2%	18.2%
市盈率 (倍)	13.56	9.86	9.24	8.62
市净率 (倍)	2.33	2.27	1.87	1.57
EPS	0.80	1.07	1.14	1.22
每股净资产 (元/股)	3.89	4.63	5.63	6.70
每股现金流 (元/股)	1.45	1.88	1.78	1.14

数据来源:公司公告,中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。中邮证券有限责任公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为客户。

本报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本40.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、黑龙江、广东、浙江、辽宁、吉林、新疆、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。