

# 太阳纸业 (002078)

证券研究报告

2018年07月18日

## 老挝投资废纸浆和箱板瓦楞产能点评

### 公司增资老挝 120 万吨造纸项目，加速“林浆纸一体化”格局形成

2018年7月17日公司发布公告，拟出资6.37亿美元增资境外全资子公司老挝公司，用于在老挝建设120万吨造纸项目，增资后老挝公司的投资总额增加至10.69亿美元。该项目主要以进口美废和欧废为原料，建设1条年产量40万吨再生纤维浆板生产线+2条年产40万吨箱板瓦楞纸生产线（项目年浆、纸产能将达到120万吨）。项目建成后，可实现年收入/净利润6.42/0.84亿美元。该项目的推进加速公司海外浆产能供给，推进公司“林浆纸一体化”格局形成。

### 海外自建浆厂对冲原材料价格影响，包装纸产能海外转移享成本红利

国内进口废纸政策趋严，2018年进口废纸配额预计较去年大幅下降。同时今年6月出台的《中共中央国务院关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》表示“大幅减少固体废物进口种类和数量，力争2020年年底基本实现固体废物零进口”。在政策影响下，美废进口难度将逐步加大，并推升国废价格。公司在老挝自建40万吨废纸浆产能，通过直接从国外进口浆板而非废纸，有效规避进口废纸量减小和原材料价格大幅抬升带来的影响。加之公司将于国内投产的40万吨半化学浆产能，预计老挝纸浆产能投产后，公司所有箱板瓦楞产能将实现60%以上的浆原材料自给率。同时将箱板瓦楞纸产能转移海外，破除国内环保总量的制约，充分享受老挝的优质林木业资源和人工成本、税收优惠等优势，使公司持续成为极具市场竞争力和规模优势的林、纸、浆工业基地。

### 浆纸产品拓展推进四三三战略，产能持续落地贡献业绩增量

公司构建机制纸、生物质新材料和生活用纸构建的四三三战略。**机制纸**：2018年采购紫兴设备改造的20万吨高档特种纸已投产、邹城工业园新的80万吨箱板瓦楞纸项目预计18Q3投产。**生物质新材料**：公司现有50万吨溶解浆产能，老挝化学浆项目目前已正式投产，同时公司拟公开发行12亿可转换债券用于老挝项目和补充正稳步推进中。美国项目持续精选和考察过程中。**生活用纸**：公司增资生活用纸子公司，目前已投放生活用纸和Suyappy舒芽奇空气纸尿裤，公司生活用纸主打高端无添加和差异化，未来将有望持续在高端母婴生活用品等领域推出新品。

公司是具有成长股属性的周期造纸龙头企业，自建半化学浆替代废纸原料并全球布局浆产能提高自给率，业绩持续快速增长可期。上调18和19年归母净利润预测至28.5/32.3亿元（原26.2/30.4亿元），合EPS1.1/1.2元/股，当前股价对应18和19年PE8.0/7.0X，维持买入。

**风险提示：国外自建浆产能不及预期，原材料价格剧烈波动。**

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	14,455.49	18,894.29	26,346.05	28,251.89	30,181.90
增长率(%)	33.54	30.71	39.44	7.23	6.83
EBITDA(百万元)	2,891.54	4,487.58	5,459.40	6,099.12	6,584.28
净利润(百万元)	1,056.76	2,024.23	2,854.04	3,226.05	3,575.82
增长率(%)	58.52	91.55	40.99	13.03	10.84
EPS(元/股)	0.41	0.78	1.10	1.24	1.38
市盈率(P/E)	21.49	11.22	7.96	7.04	6.35
市净率(P/B)	2.85	2.20	1.81	1.48	1.23
市销率(P/S)	1.57	1.20	0.86	0.80	0.75
EV/EBITDA	8.19	7.03	5.50	4.34	3.70

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	轻工制造/造纸
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	8.73元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	2,592.59
流通A股股本(百万股)	2,531.58
A股总市值(百万元)	22,633.35
流通A股市值(百万元)	22,100.68
每股净资产(元)	4.20
资产负债率(%)	56.79
一年内最高/最低(元)	12.88/7.56

### 作者

李友琳	分析师
SAC执业证书编号：S1110516090007	
liyulin@tfzq.com	
武楠	联系人
wnan@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《太阳纸业-公司点评:业绩符合预期，维持“买入”评级》2018-02-28
- 《太阳纸业-公司点评:可转债落地，维持“买入”评级》2017-12-20
- 《太阳纸业-公司点评:全年业绩指引超预期，维持“买入”评级》2017-10-29

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,043.13	2,437.29	3,951.91	4,237.78	4,527.29
应收账款	1,485.67	1,776.89	2,772.40	2,105.98	3,105.67
预付账款	492.32	487.27	906.28	564.83	1,012.35
存货	1,138.81	1,524.90	2,261.24	1,769.67	2,528.71
其他	3,171.35	4,202.16	5,364.55	5,143.46	5,963.79
<b>流动资产合计</b>	<b>7,331.28</b>	<b>10,428.52</b>	<b>15,256.39</b>	<b>13,821.73</b>	<b>17,137.80</b>
长期股权投资	130.28	116.49	116.49	116.49	116.49
固定资产	11,284.89	10,882.47	11,514.85	12,070.17	11,961.66
在建工程	302.01	3,454.16	2,672.50	2,803.50	1,982.10
无形资产	556.52	663.64	648.87	634.11	619.35
其他	589.21	511.00	634.02	674.11	722.45
<b>非流动资产合计</b>	<b>12,862.91</b>	<b>15,627.76</b>	<b>15,586.73</b>	<b>16,298.38</b>	<b>15,402.05</b>
<b>资产总计</b>	<b>20,194.19</b>	<b>26,056.28</b>	<b>30,843.11</b>	<b>30,120.11</b>	<b>32,539.85</b>
短期借款	4,168.22	5,387.63	7,275.76	5,125.23	3,045.51
应付账款	1,590.29	2,217.72	3,198.21	2,546.08	3,593.59
其他	2,753.79	4,040.30	3,753.00	4,228.72	4,331.94
<b>流动负债合计</b>	<b>8,512.30</b>	<b>11,645.65</b>	<b>14,226.96</b>	<b>11,900.03</b>	<b>10,971.04</b>
长期借款	1,422.59	1,473.58	1,541.50	0.00	0.00
应付债券	1,494.44	1,928.95	1,306.69	1,576.70	1,604.11
其他	424.93	184.01	525.48	378.14	362.54
<b>非流动负债合计</b>	<b>3,341.96</b>	<b>3,586.54</b>	<b>3,373.67</b>	<b>1,954.83</b>	<b>1,966.65</b>
<b>负债合计</b>	<b>11,854.26</b>	<b>15,232.19</b>	<b>17,600.64</b>	<b>13,854.86</b>	<b>12,937.69</b>
少数股东权益	376.58	499.41	694.56	915.14	1,159.64
股本	2,535.86	2,592.59	2,592.59	2,592.59	2,592.59
资本公积	1,207.66	1,446.15	1,446.15	1,446.15	1,446.15
留存收益	5,382.35	7,518.28	9,955.33	12,757.52	15,849.92
其他	(1,162.50)	(1,232.34)	(1,446.15)	(1,446.15)	(1,446.15)
<b>股东权益合计</b>	<b>8,339.93</b>	<b>10,824.09</b>	<b>13,242.48</b>	<b>16,265.25</b>	<b>19,602.15</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>20,194.19</b>	<b>26,056.28</b>	<b>30,843.11</b>	<b>30,120.11</b>	<b>32,539.85</b>

  

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,158.20	2,250.13	2,854.04	3,226.05	3,575.82
折旧摊销	894.91	992.84	1,164.05	1,328.44	1,444.67
财务费用	424.40	402.33	296.70	245.61	119.59
投资损失	(21.09)	(2.13)	(13.00)	(13.00)	(13.00)
营运资金变动	(191.47)	507.29	(2,319.27)	1,384.43	(1,985.71)
其它	550.85	(383.68)	186.58	222.01	246.41
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,815.80</b>	<b>3,766.77</b>	<b>2,169.10</b>	<b>6,393.54</b>	<b>3,387.77</b>
资本支出	1,713.63	4,072.43	658.53	2,147.34	515.60
长期投资	29.34	(13.79)	0.00	0.00	0.00
其他	(3,294.89)	(8,027.89)	(1,652.63)	(4,132.81)	(1,001.25)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,551.92)</b>	<b>(3,969.24)</b>	<b>(994.10)</b>	<b>(1,985.47)</b>	<b>(485.65)</b>
债权融资	8,032.34	9,962.67	11,229.79	7,777.07	5,767.46
股权融资	(502.58)	(107.59)	(510.51)	(245.61)	(119.59)
其他	(9,250.26)	(8,606.59)	(10,379.66)	(11,653.65)	(8,260.49)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,720.50)</b>	<b>1,248.48</b>	<b>339.63</b>	<b>(4,122.19)</b>	<b>(2,612.62)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(456.62)</b>	<b>1,046.00</b>	<b>1,514.62</b>	<b>285.88</b>	<b>289.50</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>14,455.49</b>	<b>18,894.29</b>	<b>26,346.05</b>	<b>28,251.89</b>	<b>30,181.90</b>
营业成本	11,287.39	13,975.70	19,864.75	21,148.98	22,552.27
营业税金及附加	101.11	141.21	105.38	113.01	120.73
营业费用	572.25	662.62	1,027.50	1,101.82	1,177.09
管理费用	448.60	579.94	1,027.50	1,101.82	1,177.09
财务费用	550.04	571.48	296.70	245.61	119.59
资产减值损失	64.20	24.97	30.00	30.00	30.00
公允价值变动收益	0.00	(12.86)	(8.57)	1.43	1.90
投资净收益	21.09	2.13	13.00	13.00	13.00
其他	(42.17)	(0.76)	(8.86)	(28.86)	(29.81)
<b>营业利润</b>	<b>1,452.98</b>	<b>2,949.86</b>	<b>3,998.66</b>	<b>4,525.07</b>	<b>5,020.03</b>
营业外收入	22.78	23.12	45.00	45.00	45.00
营业外支出	7.54	41.58	5.00	5.00	5.00
<b>利润总额</b>	<b>1,468.22</b>	<b>2,931.40</b>	<b>4,038.66</b>	<b>4,565.07</b>	<b>5,060.03</b>
所得税	310.02	681.27	989.47	1,118.44	1,239.71
<b>净利润</b>	<b>1,158.20</b>	<b>2,250.13</b>	<b>3,049.19</b>	<b>3,446.63</b>	<b>3,820.32</b>
少数股东损益	101.44	225.89	195.15	220.58	244.50
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,056.76</b>	<b>2,024.23</b>	<b>2,854.04</b>	<b>3,226.05</b>	<b>3,575.82</b>
每股收益(元)	0.41	0.78	1.10	1.24	1.38

  

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	33.54%	30.71%	39.44%	7.23%	6.83%
营业利润	63.93%	103.02%	35.55%	13.16%	10.94%
归属于母公司净利润	58.52%	91.55%	40.99%	13.03%	10.84%
<b>获利能力</b>					
毛利率	21.92%	26.03%	24.60%	25.14%	25.28%
净利率	7.31%	10.71%	10.83%	11.42%	11.85%
ROE	13.27%	19.61%	22.75%	21.02%	19.39%
ROIC	11.46%	18.40%	18.22%	18.15%	20.33%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	58.70%	58.46%	57.07%	46.00%	39.76%
净负债率	25.51%	25.67%	21.39%	14.87%	9.39%
流动比率	0.86	0.90	1.07	1.16	1.56
速动比率	0.73	0.76	0.91	1.01	1.33
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	11.27	11.58	11.58	11.58	11.58
存货周转率	11.39	14.19	13.92	14.02	14.04
总资产周转率	0.72	0.82	0.93	0.93	0.96
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.41	0.78	1.10	1.24	1.38
每股经营现金流	1.09	1.45	0.84	2.47	1.31
每股净资产	3.07	3.98	4.84	5.92	7.11
<b>估值比率</b>					
市盈率	21.49	11.22	7.96	7.04	6.35
市净率	2.85	2.20	1.81	1.48	1.23
EV/EBITDA	8.19	7.03	5.50	4.34	3.70
EV/EBIT	11.82	9.01	6.99	5.54	4.74

### 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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/或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，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/或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。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com