

2018年07月25日

太阳纸业 (002078.SZ)

拟新增产能成本优势显著

7月18日公司公告：公司拟增资6.4亿美元在老挝基地建设120万吨造纸项目，该项目以进口美国废纸和欧洲废纸为原料，建设一条年产量40万吨再生纤维浆板生产线和2条年产40万吨高档包装纸生产线，以及热电厂等配套工程。建成后预计可实现年收入6.4亿美元，年净利润8421万美元。

■拟新产能成本优势显著：17年底我国开始限制国外废纸进口，18年1-4月废纸进口量大幅下滑近50%，规划2020年底实现国外废纸零进口。该政策导致国废供需失衡，国废价格大幅上涨；而进口废纸因需求减少而有所下跌，目前内外盘废纸倒挂超过千元/吨。公司老挝包装纸新产能，计划使用进口美废/欧废为原料，成本优势非常显著；且老挝基地还有税收、人工等优势，新增产能盈利性可能超预期。

■量增助力公司跨越周期：据公司年报，公司2017年底共拥有浆纸产能452万吨，2018年计划新增130万吨浆纸产能，包括20万吨文化纸、30万吨老挝化学浆项目及80万吨牛皮箱板纸项目，加上老挝技改新增20万吨，预计2018-2019年公司共计将拥有602万吨浆纸产能，同比增长33%；本次新增120万吨浆纸项目预计19-20年陆续投产，届时公司2020年底浆纸总产能将达到722万吨，较18年增长20%；另外，美国70万吨生物精炼项目也在规划中。新项目的投产将进一步优化公司产品结构，并拉动公司收入端持续增长，也是公司能否跨越周期的核心。

■纸价高位震荡：今年以来因经济面较弱，需求疲软，加上其它材料的替代，纸价表现略弱。据wind数据，截止7月13日，箱板纸均价5311元/吨，较年初仅上涨10%；铜板、胶版纸价格分别为6700、7200元/吨，年初以来分别下滑10%、6%；白卡纸价格约5000元/吨，较年初下滑25%。中期看，核心纸种价格处历史高位，且行业仍有新产能投产，纸价继续上涨难度已增大，大概率高位震荡。企业预计将逐步分化，以文化纸为主，林纸一体化程度高，且经营管理优秀的公司表现有望好于预期。

■盈利预测及投资建议：我们预计18-20年公司净利润为27.1亿元、32.1亿元、39.5亿元，分别增长33.9%、18.8%、22.7%，EPS分别为1.04元、1.24元、1.52元，维持“买入-A”评级，6个月目标价10.4元。

■风险提示：废纸政策执行力度不及预期、经济下滑带动纸制品需求下滑风险、造纸行业产能扩张超预期压制纸价风险

公司快报

证券研究报告

造纸

投资评级 **买入-A**

维持评级

6个月目标价：**10.4元**

股价(2018-07-24) **9.59元**

交易数据

总市值(百万元)	24,862.98
流通市值(百万元)	24,277.83
总股本(百万股)	2,592.59
流通股本(百万股)	2,531.58
12个月价格区间	8.02/12.75元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.94	-1.98	19.77
绝对收益	-4.29	-9.12	14.64

周文波

分析师
SAC 执业证书编号：S1450515080001
zhouwb@essence.com.cn
021-35082778

雷慧华

分析师
SAC 执业证书编号：S1450516090002
leihh@essence.com.cn
021-35082719

骆恺骐

分析师
SAC 执业证书编号：S1450518040002
luokq@essence.com.cn

相关报告

太阳纸业：业绩持续靓丽，未来大有可为！/周文波	2018-04-26
太阳纸业：17Q4 吨净利继续提升/周文波	2018-02-28
太阳纸业：价涨量增，业绩略超预期/周文波	2017-10-31
太阳纸业：纸张提价浪潮再起，股权激励彰显信心/周文波	2017-09-11
太阳纸业：太阳纸业：业绩略超预期，增长具持续性/周文波	2017-08-30

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	14,455.5	18,894.3	23,769.0	28,551.3	34,832.6
净利润	1,056.8	2,024.2	2,706.3	3,205.6	3,953.6
每股收益(元)	0.41	0.78	1.04	1.24	1.52
每股净资产(元)	3.07	3.98	4.79	5.86	7.18
盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	21.5	11.2	8.4	7.1	5.7
市净率(倍)	2.8	2.2	1.8	1.5	1.2
净利润率	7.3%	10.7%	11.4%	11.2%	11.4%
净资产收益率	13.3%	19.6%	21.8%	21.1%	21.2%
股息收益率	0.6%	1.1%	1.7%	1.9%	2.4%
ROIC	11.5%	18.4%	20.8%	18.7%	20.5%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	14,455.5	18,894.3	23,769.0	28,551.3	34,832.6	成长性					
减:营业成本	11,287.4	13,975.7	17,316.9	20,871.0	25,776.1	营业收入增长率	33.5%	30.7%	25.8%	20.1%	22.0%
营业税费	101.1	141.2	166.4	199.9	243.8	营业利润增长率	63.9%	103.0%	31.4%	17.8%	23.8%
销售费用	572.3	662.6	796.3	970.7	1,184.3	净利润增长率	58.5%	91.6%	33.7%	18.4%	23.3%
管理费用	448.6	579.9	689.3	856.5	1,112.2	EBITDA 增长率	30.3%	55.2%	28.0%	18.5%	12.7%
财务费用	550.0	571.5	910.0	1,072.5	853.3	EBIT 增长率	35.6%	74.7%	36.8%	17.8%	15.4%
资产减值损失	64.2	25.0	20.0	20.0	20.0	NOPLAT 增长率	47.4%	71.1%	37.3%	17.8%	15.4%
加:公允价值变动收益	-	-12.9	-2.9	-2.4	2.5	投资资本增长率	6.6%	21.2%	31.3%	5.4%	-1.6%
投资和汇兑收益	21.1	2.1	10.0	10.0	10.0	净资产增长率	12.8%	29.8%	22.2%	23.5%	23.7%
营业利润	1,453.0	2,949.9	3,877.3	4,568.3	5,655.4	利润率					
加:营业外净收支	15.2	-18.5	10.0	10.0	10.0	毛利率	21.9%	26.0%	27.1%	26.9%	26.0%
利润总额	1,468.2	2,931.4	3,887.3	4,578.3	5,665.4	营业利润率	10.1%	15.6%	16.3%	16.0%	16.2%
减:所得税	310.0	681.3	874.6	1,030.1	1,274.7	净利润率	7.3%	10.7%	11.4%	11.2%	11.4%
净利润	1,058.2	2,024.2	2,706.3	3,205.6	3,953.6	EBITDA/营业收入	20.0%	23.8%	24.2%	23.9%	22.0%
						EBIT/营业收入	13.9%	18.5%	20.1%	19.8%	18.7%
资产负债表						运营效率					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	固定资产周转天数	248	211	197	199	165
货币资金	1,043.1	2,437.3	3,565.4	4,282.7	5,224.9	流动营业资本周转天数	70	54	52	57	56
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	179	169	178	183	182
应收账款	1,485.7	1,776.9	2,184.6	2,891.2	3,113.0	应收账款周转天数	32	31	30	32	31
应收票据	2,691.8	3,878.1	4,372.5	5,538.1	6,559.8	存货周转天数	32	25	25	26	26
预付账款	492.3	487.3	727.5	724.2	1,078.4	总资产周转天数	497	441	448	438	386
存货	1,138.8	1,524.9	1,842.3	2,216.0	2,763.0	投资资本周转天数	355	310	312	303	253
其他流动资产	479.5	324.0	344.9	382.8	350.6	投资回报率					
可供出售金融资产	130.7	190.7	190.0	170.5	183.7	ROE	13.3%	19.6%	21.8%	21.1%	21.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.7%	8.6%	9.1%	9.7%	11.5%
长期股权投资	130.3	116.5	116.5	116.5	116.5	ROIC	11.5%	18.4%	20.8%	18.7%	20.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	11,284.9	10,882.5	15,092.9	16,514.9	15,359.9	销售费用率	4.0%	3.5%	3.4%	3.4%	3.4%
在建工程	302.0	3,454.2	3,654.2	2,577.1	2,577.1	管理费用率	3.1%	3.1%	2.9%	3.0%	3.2%
无形资产	556.5	663.6	648.9	634.1	619.3	财务费用率	3.8%	3.0%	3.8%	3.8%	2.4%
其他非流动资产	458.5	320.3	313.9	357.5	326.5	三费/营业收入	10.9%	9.6%	10.1%	10.2%	9.0%
资产总额	20,194.2	26,056.3	33,053.5	36,405.7	38,272.7	偿债能力					
短期债务	4,168.2	5,387.6	8,837.3	10,337.1	6,862.2	资产负债率	58.7%	58.5%	60.0%	55.1%	47.2%
应付账款	1,590.3	2,217.7	2,987.1	2,921.3	4,434.6	负债权益比	142.1%	140.7%	149.9%	122.9%	89.4%
应付票据	787.0	1,175.0	1,278.7	1,620.3	1,996.8	流动比率	0.86	0.90	0.85	0.89	1.19
其他流动负债	1,966.8	2,865.3	2,229.5	3,188.7	2,743.0	速动比率	0.73	0.76	0.73	0.76	1.02
长期借款	1,422.6	1,473.6	2,514.1	-	-	利息保障倍数	3.64	6.12	5.26	5.26	7.63
其他非流动负债	1,919.4	2,113.0	1,980.0	2,004.1	2,032.4	分红指标					
负债总额	11,854.3	15,232.2	19,826.7	20,071.4	18,069.0	DPS(元)	0.05	0.10	0.15	0.16	0.21
少数股东权益	376.6	499.4	805.8	1,148.4	1,585.5	分红比率	12.0%	12.8%	14.6%	13.1%	13.5%
股本	2,535.9	2,592.6	2,592.6	2,592.6	2,592.6	股息收益率	0.6%	1.1%	1.7%	1.9%	2.4%
留存收益	5,382.3	7,518.3	9,828.4	12,593.3	16,025.7						
股东权益	8,339.9	10,824.1	13,226.8	16,334.3	20,203.8						
						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	EPS(元)	0.41	0.78	1.04	1.24	1.52
现金流量表						BVPS(元)	3.07	3.98	4.79	5.86	7.18
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	PE(X)	21.5	11.2	8.4	7.1	5.7
净利润	1,158.2	2,250.1	2,706.3	3,205.6	3,953.6	PB(X)	2.8	2.2	1.8	1.5	1.2
加:折旧和摊销	894.9	992.8	958.5	1,169.8	1,169.8	P/FCF	-46.6	26.8	15.8	27.1	22.5
资产减值准备	64.2	25.0	-	-	-	P/S	1.6	1.2	1.0	0.8	0.7
公允价值变动损失	-	12.9	-2.9	-2.4	2.5	EV/EBITDA	8.2	7.0	5.9	4.7	3.7
财务费用	424.4	402.3	910.0	1,072.5	853.3	CAGR(%)	45.2%	25.0%	58.6%	45.2%	25.0%
投资损失	-21.1	-2.1	-10.0	-10.0	-10.0	PEG	0.5	0.4	0.1	0.2	0.2
少数股东损益	101.4	225.9	306.4	342.6	437.1	ROIC/WACC	1.2	2.0	2.2	2.0	2.2
营运资金的变动	-191.5	507.3	-1,164.3	-974.7	-737.8	REP	1.3	0.9	0.6	0.6	0.5
经营活动产生现金流量	2,815.8	3,766.8	3,704.0	4,803.4	5,668.5						
投资活动产生现金流量	-1,551.9	-3,969.2	-5,350.6	-1,469.0	-1.9						
融资活动产生现金流量	-1,720.5	1,248.5	2,774.7	-2,617.1	-4,724.4						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

周文波、雷慧华、骆恺骐声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
北京联系人	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034