

太阳纸业 (002078)

证券研究报告

2018年08月28日

产能逐步释放二季度业绩亮眼，海外浆纸产能布局对冲未来成本端压力

公司新增产能逐步释放，二季度业绩表现亮眼

公司 18H1 实现收入 104.74 亿元，同比增长 20.4%；归母净利润为 12.28 亿元，同比增长 40.4%；扣非归母净利润为 12.11 亿元，同比增长 39.2%，非经常性损益主要来自于政府补助（2553 万元）。其中 18Q2 实现收入 54.32 亿元，同比增长 26.8%；归母净利润为 6.11 亿元，同比增长 40.6%；扣非归母净利润为 6.07 亿元，同比增长 31.5%。公司新增产能释放，主要产品价格同比提升，预计 18Q1-3 净利润约 16.49 亿元~19.24 亿元，同比增长 20%~40%。

毛利率小幅抬升，费用管控优化，净利率同比增加

公司 18H1 综合毛利率同比提升 2.0pct 至 26.9%，期间费用率同比下降 0.6pct 至 9.4%，其中销售/管理/财务费用率分别同比变动-0.7/0.01/0.1pct 至 3.0%/3.0%/3.4%。销售费用同比下降 1.8%，主要由于职工薪酬减少 19.2%；财务费用小幅上升主要因利息支出和汇兑损失增加，虽本期公司汇兑损失同比增加 2271.12 万元，但在总收入中占比仅 0.22%。公司 18H1 净利率同比提升 1.8pct 至 12.9%。因公司产品销售量增加，经营活动现金流净额同比增加 208.4%至 20.80 亿元。老挝 30 万吨制浆项目、20 万吨高档特种纸项目以及 480t/h 循环流化床锅炉项目完工，18H1 公司固定资产占总资产比重同比增加 6.3pct 至 48.1%。

公司各产品收入增长稳健，核心纸种毛利率显著提升

1) 公司核心产品非涂布文化纸和铜版纸 18H1 分别实现收入 36.83/21.53 亿元，同比增加 38.0%/10.2%，在总收入中占比 35.2%/20.6%，毛利率分别同比提升 4.6/6.1pct 至 31.6%/33.7%。公司非涂布文化纸大幅增长主要因新增 10 万吨产能释放，同时双胶纸价格提涨（市场上双胶纸/铜版纸 18H1 均价较去年同比提升 16.3%/11.6%）。2) 公司化机浆和溶解浆 18H1 分别实现收入 7.48/14.45 亿元，同比增长 30.8%/6.0%，在总收入中占比 7.2%/13.8%。化机浆对外销售增加带来收入的较高增长，且化机浆毛利率同比提升 6.5pct 至 25.9%；溶解浆毛利率同比下降 2.2pct 至 20.5%，主要因下半年溶解浆价格下降（市场价格同比下降 3.7%）。3) 公司牛皮箱板纸 18H1 实现收入 11.86 亿元，同比增加 12.3%，总收入中占比 11.3%。箱板纸毛利率同比下滑 12.3pct 至 12.8%，主要因 18H1 国废价格大幅上涨（市场价同比提升 57.6%）。

2018 年浆纸产能持续落地，四季度传统旺季到来迎纸价全面上涨

18 年公司新增老挝 30 万吨化学浆、100 万吨纸产能（20 万吨高档特种纸+80 万吨箱板瓦楞纸）逐步投产，公司共有浆纸产能 602 万吨。前期文化纸价格均回落至低点，伴随库存下降，7 月核心纸种双胶纸已领先反弹开始提价。下半年中秋、国庆等节假日增加以及开学带来书本印刷高峰，造纸行业传统旺季到来，叠加人民币贬值带来的成本端压力，文化纸和包装纸有望实现全面提价，量价齐升推动公司内生性增长。

海外自建废纸浆厂拓展箱板瓦楞产业链，对冲成本端压力

2018 年废纸进口政策持续趋严（外废配额预计较去年较少 20%至约 2000 万吨+国家出台 2020 年底前零固废进口），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。老挝还将新建 80 万吨箱板瓦楞纸产能，成品纸产能转移海外破除国内环保总量的制约，充分享受老挝的优势林业资源和、人工成本和税收优惠等优势，使公司能够在较短时间内成为极具市场竞争力和规模优势的纸、浆工业基地。

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，控制成本，维持“买入”评级。预计 18-20 年归母净利润至 28.5/32.3/35.8 亿元，当前股价（9.1 元）对应 18-20 年 PE 为 8.2/7.3/6.6X，维持买入评级。

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)	22.23	11.60	8.23	7.28	6.57
市净率(P/B)	2.95	2.28	1.87	1.53	1.27
市销率(P/S)	1.62	1.24	0.89	0.83	0.78
EV/EBITDA	8.19	7.03	5.64	4.46	3.82

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	9.06 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)	23,488.90
流通 A 股市值(百万元)	22,936.10
每股净资产(元)	4.40
资产负债率(%)	59.34
一年内最高/最低(元)	12.88/8.11

作者

范张翔	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518080004	
fanzhangxiang@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:老挝投资废纸浆和箱板瓦楞产能点评》 2018-07-18
- 《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



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
流动资产合计	7,331.28	10,428.52	15,256.39	13,821.73	17,137.80
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
非流动资产合计	12,862.91	15,627.76	15,586.73	16,298.38	15,402.05
资产总计	20,194.19	26,056.28	30,843.11	30,120.11	32,539.85
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
流动负债合计	8,512.30	11,645.65	14,226.96	11,900.03	10,971.04
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
非流动负债合计	3,341.96	3,586.54	3,373.67	1,954.83	1,966.65
负债合计	11,854.26	15,232.19	17,600.64	13,854.86	12,937.69
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)
股东权益合计	8,339.93	10,824.09	13,242.48	16,265.25	19,602.15
负债和股东权益总	20,194.19	26,056.28	30,843.11	30,120.11	32,539.85

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
经营活动现金流	2,815.80	3,766.77	2,169.10	6,393.54	3,387.77
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)
投资活动现金流	(1,551.92)	(3,969.24)	(994.10)	(1,985.47)	(485.65)
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)
筹资活动现金流	(1,720.50)	1,248.48	339.63	(4,122.19)	(2,612.62)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(456.62)	1,046.00	1,514.62	285.88	289.50

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
营业收入	14,455.49	18,894.29	26,346.05	28,251.89	30,181.90
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)
营业利润	1,452.98	2,949.86	3,998.66	4,525.07	5,020.03
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
利润总额	1,468.22	2,931.40	4,038.66	4,565.07	5,060.03
所得税	310.02	681.27	989.47	1,118.44	1,239.71
净利润	1,158.20	2,250.13	3,049.19	3,446.63	3,820.32
少数股东损益	101.44	225.89	195.15	220.58	244.50
归属于母公司净利润	1,056.76	2,024.23	2,854.04	3,226.05	3,575.82
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
成长能力					
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%
获利能力					
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%
偿债能力					
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
营运能力					
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
每股指标(元)					
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
估值比率					
市盈率	22.23	11.60	8.23	7.28	6.57
市净率	2.95	2.28	1.87	1.53	1.27
EV/EBITDA	8.19	7.03	5.64	4.46	3.82
EV/EBIT	11.82	9.01	7.17	5.71	4.89

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