

**公司点评**
**太阳纸业 (002078)**
**轻工制造 | 造纸**
**营收增长主要来自纸价上涨, 后续关注老挝项目**

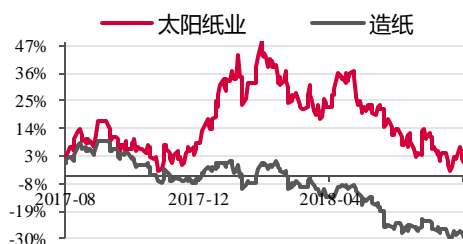
2018年08月31日

**评级 推荐**

评级变动 维持

**合理区间 9.3-11.16 元**
**交易数据**

当前价格(元)	8.54
52周价格区间(元)	8.16-12.88
总市值(百万)	22140.75
流通市值(百万)	21619.68
总股本(万股)	259259.41
流通股(万股)	253157.81

**涨跌幅比较**


%	1M	3M	12M
太阳纸业	-9.34	-16.25	6.11
造纸	-7.86	-17.02	-29.11

**何晨**

 执业证书编号: S0530513080001  
 hechen@cfzq.com

**郑祖杰**

zhengzj@cfzq.com

**分析师**

0731-84779574

**研究助理**

0731-89955704

**相关报告**

- 《太阳纸业: 受益纸价上涨及产能释放, 净利增速 89%》 2018-03-01
- 《太阳纸业: 短期纸价上涨; 中期产能释放; 长期战略清晰》 2018-01-15
- 《太阳纸业: 太阳纸业中报点评: 增速符合预期, 2018 年将有百万吨项目投产》 2017-09-01

预测指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	14455.49	18894.29	21992.95	24192.25	26611.47
净利润(百万元)	1056.76	2024.23	2406.63	2644.91	2913.43
每股收益(元)	0.41	0.78	0.93	1.02	1.12
每股净资产(元)	3.07	3.98	4.68	5.57	6.54
P/E	21.20	11.07	9.31	8.47	7.69
P/B	2.81	2.17	1.85	1.55	1.32

资料来源: 贝格数据, 财富证券

**投资要点:**

> 公司公布 2018 年半年报情况, 公司实现营业收入 104.74 亿元, 同比增长 20.43%; 归属于上市公司股东的净利润为 12.28 亿元, 同比增长 40.38%; 2018Q2 单季实现营业收入 54.32 亿, 同比增长 26.76%, 归母净利 6.11 亿, 同比增长 40.63%; 得益于公司产品均价的提升, 公司毛利率和净利率都得到较大的提高, 公司毛利率 26.92%, 同比增长 1.95%, 净利率 12.87%, 同比增长 1.79%。

> **2018H1 营收增长主要来自文化纸的量价齐升。**文化纸和铜版纸贡献了公司 67% 的毛利, 占比分别为 41.3% 和 25.7%。上半年的营收增量 17.77 亿中, 文化纸营收增量 10.14 亿。2018H1 的平均纸价同比 2017H1 上涨幅度较大, 双胶纸均价同比上涨 15-20%, 铜版纸同比上涨 10%-15%, 箱板纸同比上涨约 20%。其中箱板纸的原材料废纸的同期价格涨幅大袋 80%, 导致其毛利率同比大幅下滑。因此后续公司继续投放 80 万吨的高档箱板纸项目, 其盈利性有待进一步证明。

> **纸价上涨幅度较大, 后续关注新建产能的释放。**(1) 上半年 20 万吨的特种纸投产, 预计营收贡献 4 亿左右。(2) 80 万吨的高档箱板纸, 将于下半年完全投产。预计 2018 年下半年可以贡献 6 亿左右, 但废纸价格上涨, 对公司的盈利能力有很大的影响。(3) 老挝 30 万吨化学浆上半年投产, 目前处于试生产状态, 未来主要供给公司自己, 将降低公司成本, 不会直接贡献营收。

> **盈利预测:** 如果今年下半年文化纸和铜版纸价格不变, 2018H2 公司纸品的营收与 2017H2 相比将小幅下滑 5% 左右, 达到 97 亿, 再加上下半年新产能贡献 10 亿营收, 预计 2018 年全年公司营收达到 220 亿。盈利方面, 预计 2018H2 同比 2017H2 的净利 11.5 亿略有下滑, 达到 10 亿。上半年净利 12.28 亿, 再考虑新投放产能和老挝化学浆带来的成本减少, 预计全年净利将达到 24 亿, 对应 EPS 为 0.93 元。因此预计 2018/2019/2020 年营收分别为 220 亿/242 亿/266 亿, 对应增速为 16.4%/10%/10%, EPS 为 0.93 元 /1.02 元 /1.12 元, 增速为 19.2%/10%/10%, 根据可比公司情况和行业未来发展情况, 给予公司 10-12 倍 PE, 对应合理估值区间为 9.3 元-11.16 元, 给予“推荐”评级。

> **风险提示:** 文化纸和铜版纸价格下跌; 老挝产能投放不及预期。

## 1 文化纸贡献目前营收增量

2018H1 营收增长主要来自文化纸的量价齐升。2018 年上半年的营收增量 17.77 亿中，文化纸营收增量 10.14 亿，铜版纸、牛皮箱板纸和化机浆的营收增量分别为 2 亿、1.3 亿和 1.74 亿。结合各纸品的毛利率和毛利来看公司业绩结构，文化纸和铜版纸贡献了公司 67% 的毛利，占比分别为 41.3% 和 25.7%。公司目前非涂布文化纸、铜版纸和牛皮箱板纸的营收占比 67.05%，溶解浆和化机浆的营收占比 20.94%，来自浆纸的营收达到 88%，离公司的“四三三”战略还有很长一段历程要走。

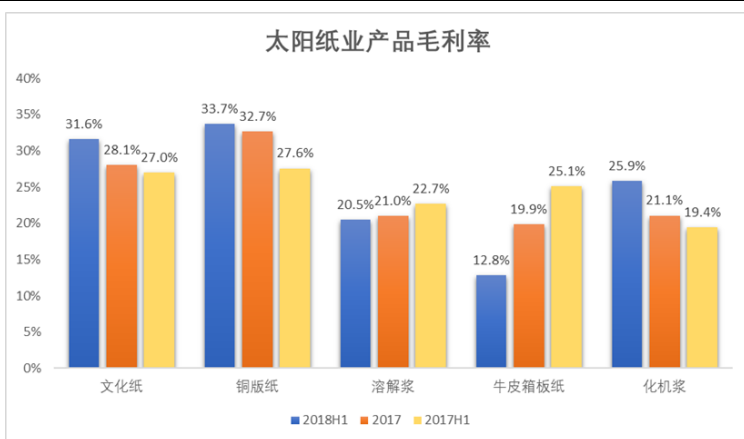
表 1：公司产能建设

	2017 产能/ 万吨	2018E 产 能/万吨	2018H1 营 收占比	2018H1 毛利 占比	营收同比增速	产能建设
非涂布文 化纸	100	100	35.17%	41.3%	38%	无，营收增长来自价格上涨及产能利用率提高
铜版纸	90	110	20.55%	25.7%	10.19%	2018H1 投产 20 万吨，可贡献营收增速 5%。
溶解浆	50	50	13.79%	10.5%	6%	无
牛皮箱板 纸	80	160	11.33%	5.4%	12.34%	2018 年预计 80 万吨投产，可贡献营收增速 10%-15%。
化学机械 浆	70	70	7.15%	6.9%	30.89%	无，营收增长来自产品价格上涨
淋膜原纸	30	30	4.12%	4.2%	24.45%	无，营收增长来自产品价格上涨
生活用纸	12	12	3.66%	2.2%	19.08%	无，营收增长来自产能利用率提高

资料来源：公司公告，财富证券

注：公司显示新投产 20 万吨为高档特种纸，在 2018 年半年报中体现为文化纸和铜版纸合计产能增加 20 万吨。

图 1：太阳纸业产品毛利率



资料来源：wind，财富证券

图 2：国废黄板纸价格

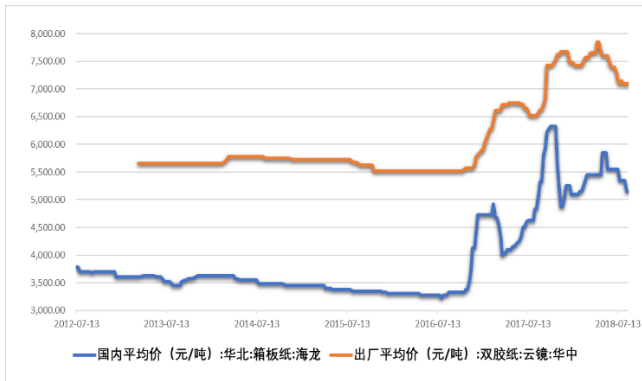


资料来源：wind，财富证券

从产品毛利率来看，上半年纸价基本上都处于上涨的趋势，抵消了原材料纸浆的涨幅，所以产品毛利率都有所提升。而牛皮箱板纸的毛利率出现大幅下滑，主要系原材料废纸的价格大幅上涨，2018Q2 废纸价格环比 2018Q1 依旧涨幅达到 20%，2018H1 价格同比涨幅达到月 80%，并且箱板纸行业企业众多，公司箱板纸的价格涨幅无法跟上废纸的价格涨幅。公司下半年投放 80 万吨的高档箱板纸，其盈利情况承压。

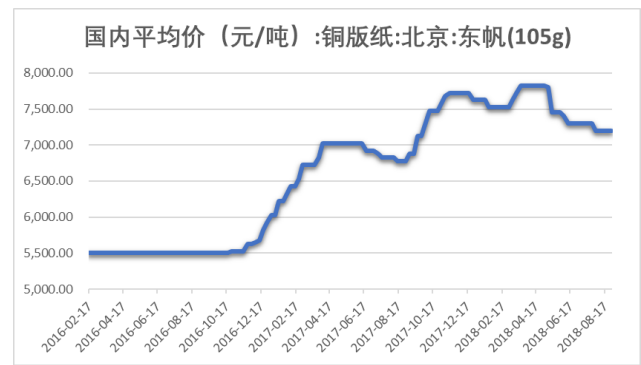
**2018H1 纸品价格同比大幅上涨，主要是上期基数较低。**双胶纸和铜版纸的价格从 2017 年年初开始启动第一波，于 2017 年七月开始启动第二波，一直维持到 2018Q1，2018Q2 后价格开始走低。2018H1 的平均纸价同比 2017H1 上涨幅度较大，粗略估算，双胶纸均价同比上涨 15-20%，铜版纸同比上涨 10%-15%。箱板纸的价格也是一样的趋势，2018H1 价格同比上涨约 20%。**2018 年下半年纸价如果维持现在的价格，2018H2 的纸价同比将出现下滑，届时公司的营收和业绩增速都会出现小幅下滑。**

图 3：箱板纸和双胶纸价格走势



资料来源: wind, 财富证券

图 4：铜版纸价格走势



资料来源: wind, 财富证券

纸价至今上涨较多，公司后续关注新建产能的释放。(1) 上半年 20 万吨的特种纸投产，根据 2017 年公司 90 万吨铜版纸的产能贡献 44 亿的营收估计，再考虑新设备折旧和利用率低，以及纸价变动，预计营收贡献 4 亿左右。(2) 80 万吨的高档箱板纸，将于下半年完全投产。2017 年公司 80 万吨的牛皮箱板纸产能贡献 24 亿的营收，再考虑公司逐步投产，预计 2018 年下半年可以贡献 6 亿左右，但废纸价格上涨，对公司的盈利能力有很大的影响。(3) 老挝 30 万吨化学浆上半年投产，目前处于试生产状态，未来主要供给公司自己，将降低公司成本，不会直接贡献营收。按吨净利 800 元计算，每年将减少公司 2.4 亿的成本。

**2018 年产能投放带来的盈利预测：**(1) 20 万吨特种纸和 80 万吨箱板纸，分别贡献约 4 亿和 6 亿的营收，下半年营收增量 10 亿。但考虑到箱板纸受废纸价格高企毛利率较低，并且新投产项目的产能利用率低，设备折旧占比相对较大，因此预计新投产项目的净利的贡献 1 个亿左右(对应净利率 10% 小于 2018H1 净利率 12.87%)。(2) 老挝项目目前只有 20 万吨的产能，下半年预计生产 10 万吨，对公司净利的提升可以贡献 8000 万。

**未来公司产能规划。**公司未来将继续在老挝建设 120 万吨造纸项目，主要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(项目年浆、纸产能将达到 120 万吨)，以及相关配套工程；项目建成后，预计年可实现销售收入 6.42 亿美元，净利润 8421 万美元。

**盈利预测：**如果今年下半年文化纸和铜版纸价格不变，2018H2 公司纸品的营收与 2017H2 相比将小幅下滑 5%，达到 97 亿，再加上下半年新产能贡献 10 亿营收，预计 2018 年全年公司营收达到 220 亿。盈利方面，预计 2018H2 同比 2017H2 的净利 11.5 亿略有下滑，达到 10 亿(产品价格下跌对净利影响较大)。上半年净利 12.28 亿，再考虑新投产产

能和老挝化学浆带来的成本减少，预计全年净利将达到 24 亿，对应 EPS 为 0.93 元。因此预计 2018/2019/2020 年营收分别为 220 亿/242 亿/266 亿，对应增速为 16.4%/10%/10%，EPS 为 0.93 元/1.02 元/1.12 元，增速为 19.2%/10%/10%，根据可比公司情况和行业未来发展情况，给予公司 10-12 倍 PE，对应合理估值区间为 9.3 元-11.16 元，给予“推荐”评级。

**风险提示：**文化纸和铜版纸价格下跌；老挝产能投放不及预期。

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财富证券研究发展中心

网址：[www.cfzq.com](http://www.cfzq.com)

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438