

增速有所趋缓，产能投放保障持续成长
买入（维持）

2018年10月30日

证券分析师 史凡可

执业证号：S0600517070002
021-60199793

shifk@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	18,894	21,998	25,377	26,459
同比(%)	30.7%	16.4%	15.4%	4.3%
归母净利润(百万元)	2,024	2,379	2,673	2,868
同比(%)	91.6%	17.5%	12.4%	7.3%
每股收益(元/股)	0.78	0.92	1.03	1.11
P/E(倍)	7.66	6.52	5.80	5.41

投资要点

■ 公司发布18年三季报：Q1-Q3实现营收161.10亿(+17.54%)，归母净利润18.02亿(+31.09%)，扣非净利17.81亿(+30.66%)；其中Q3单季营收56.36亿(+12.51%)，归母净利5.73亿(+14.82%)，扣非净利5.70亿(+15.56%)。18Q3太阳的控股子公司兖州天章、太阳纸业的少数股东百安国际减持各子公司25%股份，两家公司成为上市公司全资子公司，预计三季度转回少数股东损益1.15亿，增厚公司业绩表现。

我们预计三季度公司纸、浆销量合计约100万吨左右，对应吨净利约573元/吨。公司预计2018年利润区间为22.27亿-26.31亿，同比增幅为10%-30%。

■ 纸价环比下滑，收入增速放缓。18Q3公司收入56.36亿，同比增长12.51%，增速较二季度有所放缓，主要是由于三季度需求不振、纸价走势趋弱所致。从细分纸种的价格表现来看，三季度双胶/铜版/箱板纸的均价分别为7001.6/6783.85/5198.5元/吨，较去年同期增长9.0%/1.5%/4.9%。环比二季度文化纸价格以稳为主、箱板纸价格持续走低，截至目前双胶/铜版/箱板纸价格6942/6800/4510元/吨，较6月底分别下滑4.25%/0.98%/17.40%。

■ 毛利率环比下降，净利率同比提升：前三季度公司毛利率25.60%，较同期增0.67pct；分季度来看，Q1/Q2/Q3毛利率分别为27.53%/26.37%/23.14%，其中Q3单季度环比下降明显，预计主要系双胶、铜版、箱板纸等价格环比下滑，人民币持续贬值成本上涨所致。Q1-Q3公司期间费用率10.12%，较同期+0.40pct；其中销售费用率3.30%，较同期-0.26pct；管理+研发费用率3.37%，较同期+0.41pct，其中研发费用率0.87% (+0.12pct)；财务费用率3.45%，较同期+0.25pct。综合来看，前三季度公司归母净利率11.18%，较同期+1.16pct。值得注意的是，单三季度公司财务费用2.05亿，较同期增长4965万，预计系人民币持续贬值导致汇兑损失增加所致。

■ 存货有所增长，现金流持续向好。截至报告期末，公司应收款项66.86亿，较18H1增817.92万元，应收账款周转天数同减1.66天至31.60天；存货21.59亿，较18H1增3.29亿，周转天数增加8.16天至41.49天；期末公司固定资产166.15亿，较18H1增加25.51亿，主要系老挝化学浆生产线，高档纸及改建配套等工程完工结入固定资产，公司产能投放符合预期。Q3单季公司经营性现金流净额11.95亿，较同期增长11.54%，现金流持续向好。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.98
一年最低/最高价	5.70/12.75
市净率(倍)	1.28
流通A股市值(百万元)	15137.15

基础数据

每股净资产(元)	4.67
资产负债率(%)	59.51
总股本(百万股)	2592.60
流通A股(百万股)	2531.30

相关研究

- 1、《太阳纸业(002078)：多纸种平衡穿越周期，前瞻布局助力长期成长》2018-08-28
- 2、《太阳纸业(002078)：增资老挝新项目，海外布局优势凸显》2018-07-18
- 3、《【东吴轻工】太阳纸业：业绩持续靓丽，利润略超预期》2018-04-26

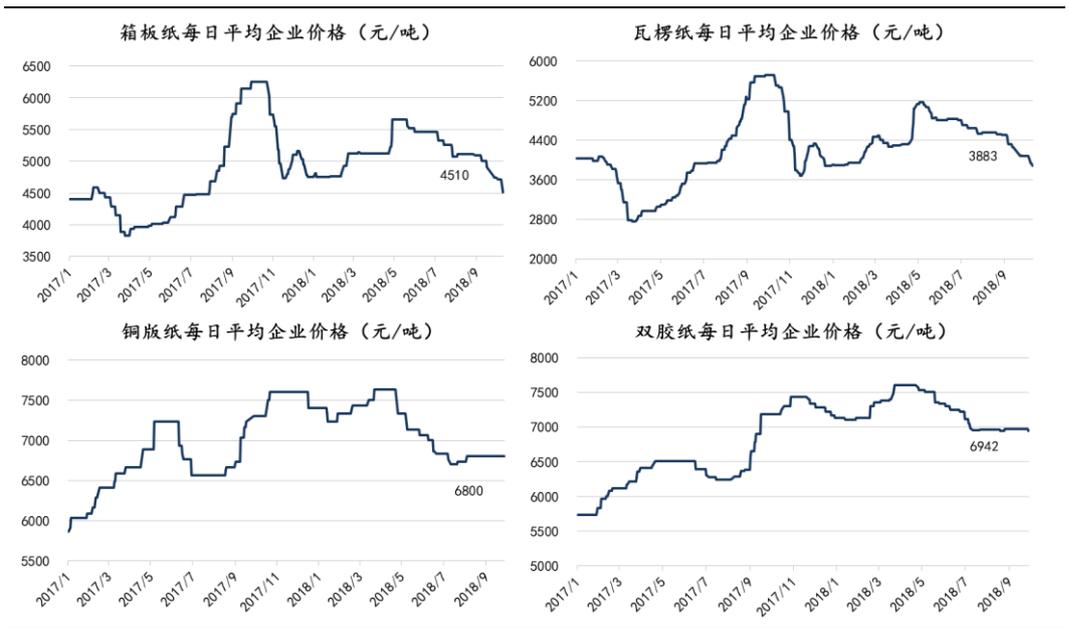
- **文化纸需求相对刚性，龙头资源属性凸显。**由于文化纸需求相对较为刚性，而公司18年文化纸产能预计能达到纸品产能的近一半，长期来看具备稳健的收入增长基础。另一方面，根据卓创资讯的毛利率模型，行业毛利率水平较低，多数中小纸企在本轮供给侧改革中盈利承压。太阳纸业受益于成本端的优势，看好公司长期成长。
- **产能持续投放，保障成长动力。**公司20万吨高档特种纸（铜版纸）项目于3月投产，老挝30万吨化学浆于6月投产，纸浆自给率持续提升。三季度公司邹城80万吨高档板纸投产，配套木屑半化学浆于4月投产，木片半化学浆于8月底投产，保障废纸浆原料供应。随着外废进口趋于紧张，公司计划将于老挝建设40万吨再生浆板（预计19Q3投产）+80万吨高档包装纸项目（预计20Q3投产），预计建成后可实现年收入6.42亿美元、净利润0.84亿美元。
- **多纸种平衡穿越周期，海外前瞻布局成长可期。**公司具有双胶纸、铜版纸、箱板、生活用纸等多纸种布局，同时纸浆自给率较高（预计可达30%左右）。预计18年公司浆、纸总产能可达602万吨（文化纸210万吨、牛皮箱板纸160万吨、生活用纸12万吨、淋膜原纸30万吨、静电复印纸10万吨、工业原纸10万吨、溶解浆50万吨、化机浆70万吨、化学浆50万吨）。同时公司前瞻性布局海外，借助老挝地区林木资源丰富、人工成本较低以及政策优惠，获得超越行业的成本红利。随着19-20年公司老挝项目40万吨再生浆板及80万吨包装纸项目陆续投产，进一步提升公司原料自给优势，长期成长可期。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计18-20年公司营收220.0/253.8/264.6亿（+16.4%/15.4%/4.3%），归母净利润23.8/26.7/28.7亿（+17.5%/12.4%/7.3%），对应PE为6.5X/5.8X/5.4X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格上涨，项目建设进度不达预期

表1：太阳纸业季度数据一览

单位：百万元	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业总收入	2,892.92	3,666.67	3,641.13	4,254.77	4,410.95	4,285.63	5,009.34	5,188.37	5,041.29	5,432.36	5,636.21
YOY	14.78%	37.15%	33.07%	46.97%	52.47%	16.88%	37.58%	21.94%	14.29%	26.76%	12.51%
归母净利润	141.86	210.71	304.66	399.54	440.07	434.82	499.37	649.97	616.72	611.48	573.38
YOY	24.49%	52.89%	85.86%	59.20%	210.22%	106.36%	63.91%	62.68%	40.14%	40.63%	14.82%
毛利率	19.83%	19.79%	23.97%	23.41%	23.47%	26.51%	24.85%	28.95%	27.53%	26.37%	23.14%
期间费用率	11.99%	11.18%	11.31%	9.46%	9.49%	10.55%	9.22%	9.28%	8.75%	10.00%	11.46%
其中：销售费用率	4.07%	4.05%	3.97%	3.79%	3.38%	4.09%	3.27%	3.36%	2.93%	3.15%	3.79%
管理+研发费用率	3.29%	2.93%	3.60%	2.70%	3.03%	3.02%	2.85%	3.36%	3.01%	3.02%	4.02%
财务费用率	4.63%	4.19%	3.74%	2.97%	3.08%	3.44%	3.11%	2.55%	2.82%	3.84%	3.64%
归母净利率	4.90%	5.75%	8.37%	9.39%	9.98%	10.15%	9.97%	12.53%	12.23%	11.26%	10.17%
ROE	2.01%	2.91%	4.09%	5.15%	5.38%	5.09%	5.60%	6.67%	5.81%	5.49%	4.88%
YOY (±)	0.10%	0.82%	1.64%	1.49%	3.37%	2.18%	1.50%	1.52%	0.44%	0.40%	-0.72%
资产负债率	63.71%	61.91%	61.00%	58.70%	58.96%	60.93%	59.10%	58.46%	56.79%	59.34%	59.51%
YOY (±)	1.26%	-0.34%	-2.18%	-3.80%	-4.75%	-0.98%	-1.90%	-0.24%	-2.17%	-1.59%	0.41%
存货	1,706.84	1,251.13	1,120.34	1,138.81	1,435.31	1,698.39	1,401.55	1,524.90	1,656.74	1,830.05	2,158.90
较上年同期增减	349.02	-22.31	-229.73	-261.28	-271.54	447.26	281.21	386.09	221.44	131.67	757.35
存货周转天数	60.28	45.36	42.38	40.49	34.32	39.13	33.33	34.31	39.19	39.45	41.49
较上年同期增减	2.28	-8.05	-12.31	-14.31	-25.96	-6.23	-9.05	-6.18	4.87	0.32	8.16
应收票据	2,145.70	2,024.13	2,361.94	2,691.80	3,196.17	3,237.86	3,502.86	3,878.13	4,247.16	4,886.34	4,559.07
较上年同期增减	1036.73	953.12	1003.78	374.64	1050.47	1213.73	1140.92	1186.33	1050.98	1648.49	1056.22
应收账款	1,163.13	1,195.45	1,237.00	1,362.24	1,126.00	1,813.37	2,015.32	1,644.66	1,832.98	1,791.32	2,126.77
较上年同期增减	177.67	157.47	140.46	418.99	-37.14	617.92	778.31	282.42	706.98	-22.05	111.45
应收账款周转天数	32.77	29.34	28.85	28.71	25.39	32.86	33.27	28.65	31.04	29.53	31.60
较上年同期增减	2.85	-0.60	-1.56	1.55	-7.38	3.52	4.41	-0.06	5.66	-3.34	-1.66
应付账款及应付票据	2,664.47	2,566.22	2,749.92	2,255.81	2,670.62	2,407.12	2,474.82	3,218.22	4,183.18	5,534.57	6,432.15
较上年同期增减	47.00	-124.46	258.30	82.12	6.15	-159.10	-275.10	962.41	1512.56	3127.44	3957.33
预收账款	180.44	224.38	305.40	679.45	225.59	1128.40	1033.05	961.72	564.26	713.47	709.07
较上年同期增减	90.39	79.52	184.72	514.34	45.15	904.02	727.66	282.27	338.67	-414.93	-323.98
经营性现金流净额	428.42	1112.51	674.32	600.55	239.06	435.30	1071.23	2021.18	631.79	1448.08	1194.86
较上年同期增减	48.25	316.29	1087.27	678.57	-189.36	-677.22	396.91	1420.63	392.73	1012.78	123.63
筹资性现金流净额	233.78	-911.11	-891.93	-151.25	513.16	714.89	-485.64	506.07	-815.36	107.68	-1392.78
较上年同期增减	-811.02	-947.84	-1160.39	-840.69	279.38	1626.00	406.29	657.31	-1328.52	-607.22	-907.15
资本开支	520.97	348.70	210.63	593.08	561.61	915.80	901.40	1,600.78	992.10	943.16	499.79
较上年同期增减	118.11	-514.30	104.50	-661.92	40.64	567.10	690.77	1007.70	430.49	27.36	-401.61

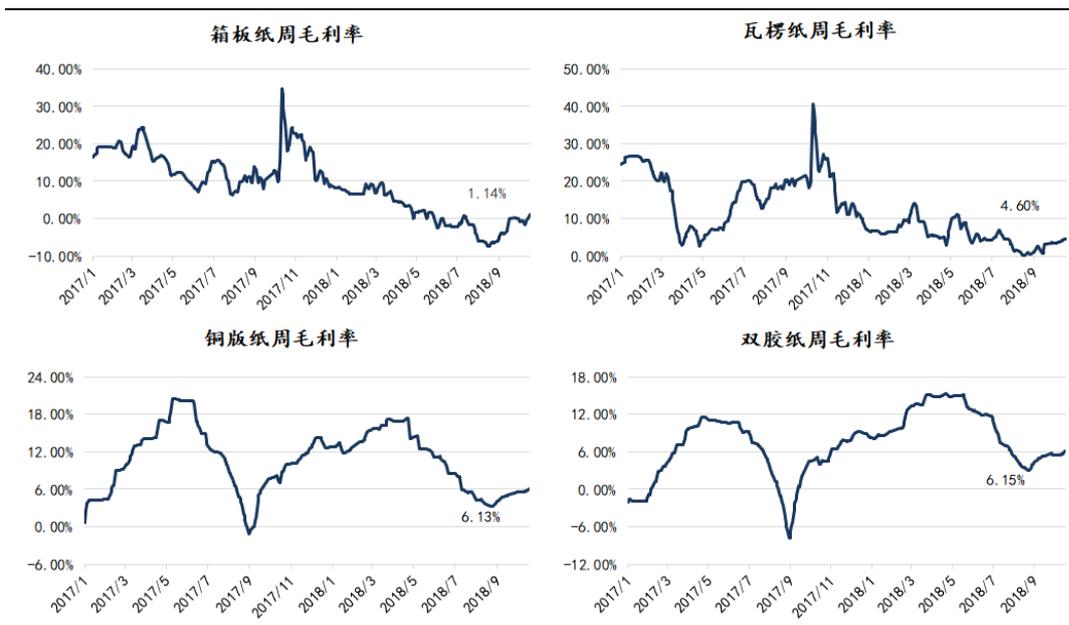
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 1：箱板/瓦楞/铜板/双胶纸价格走势（元/吨）



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 2：箱板/瓦楞/铜板/双胶纸毛利率走势



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

表 2：太阳纸业产能投放一览（万吨）

年份	箱板	瓦楞	铜板	双胶
2017	100	100	100	100
2018	100	100	100	100
2019	100	100	100	100

	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
双胶纸	95	90	90	120	120	130	130	130
铜版纸	80	80	80	80	80	100	100	100
生活用纸	-	6	12	12	12	12	12	12
淋膜原纸	-	20	20	20	20	30	30	30
牛皮箱板纸	-	-	-	80	80	160	160	240
化机浆	60	60	70	70	70	70	70	70
化学浆	-	-	-	-	10	50	50	50
溶解浆	30	30	30	50	50	50	50	50
半化学浆	-	-	-	-	-	45	45	45
再生浆板	-	-	-	-	-	-	40	40

数据来源：债券评级报告，东吴证券研究所

太阳纸业三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	10429	11144	14609	14251	营业收入	18894	21998	25377	26459
现金	2437	2640	3553	3969	减:营业成本	13976	16413	19162	19988
应收账款	1645	1637	2313	2078	营业税金及附加	141	164	190	198
存货	1525	1758	2501	2496	营业费用	663	770	908	966
其他流动资产	4822	5110	6242	5708	管理费用	580	729	755	763
非流动资产	15628	16354	17236	18018	财务费用	571	465	483	388
长期股权投资	116	111	105	100	资产减值损失	25	25	25	25
固定资产	10882	11961	12893	13639	加:投资净收益	2	3	3	4
在建工程	3454	3227	3114	3057	其他收益	-13	-13	-13	-13
无形资产	664	718	779	850	营业利润	2950	3436	3857	4134
其他非流动资产	511	338	346	372	加:营业外净收支	-18	9	14	20
资产总计	26056	27499	31845	32268	利润总额	2931	3445	3871	4154
流动负债	11646	11389	13317	11530	减:所得税费用	681	801	900	965
短期借款	5388	3673	3975	2884	少数股东损益	226	265	298	320
应付账款	2043	3094	3874	3140	归属母公司净利润	2024	2379	2673	2868
其他流动负债	4215	4622	5468	5506	EBIT	3676	4087	4551	4741
非流动负债	3587	3723	3741	3359	EBITDA	4664	5250	5846	6164
长期借款	1474	1539	1478	1497					
其他非流动负债	2113	2185	2263	1862	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	15232	15112	17058	14889	每股收益(元)	0.78	0.92	1.03	1.11
少数股东权益	499	428	435	454	每股净资产(元)	3.98	4.61	5.54	6.53
归属母公司股东权益	10325	11958	14352	16925	发行在外股份(百万股)	2593	2593	2593	2593
负债和股东权益	26056	27499	31845	32268	ROIC(%)	14.4%	16.0%	15.7%	15.5%
					ROE(%)	21.1%	20.5%	19.7%	17.8%
现金流量表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	毛利率(%)	26.0%	25.4%	24.5%	24.5%
经营活动现金流	3767	5097	3663	4880	销售净利率(%)	11.9%	12.0%	11.7%	12.1%
投资活动现金流	-3969	-2036	-2143	-2153	资产负债率(%)	58.5%	55.0%	53.6%	46.1%
筹资活动现金流	1248	-2858	-607	-2311	收入增长率(%)	30.7%	16.4%	15.4%	4.3%
现金净增加额	1045	203	913	416	净利润增长率(%)	91.6%	17.5%	12.4%	7.3%
折旧和摊销	988	1162	1294	1423	P/E	7.66	6.52	5.80	5.41
资本开支	3980	2054	2161	2171	P/B	1.50	1.30	1.08	0.92
营运资本变动	-36	972	1537	1428	EV/EBITDA	4.87	4.39	3.69	2.52

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

