



2019-07-18

公司点评报告

买入/维持

太阳纸业(002078)

目标价: 9.20

收盘价: 6.74

轻工造纸

定增募资支持老挝项目，纸+浆持续扩产巩固核心竞争力

■ 走势比较

■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	2,592/2,551
总市值/流通(百万元)	18,530/18,239
12个月最高/最低(元)	9.64/5.50

太阳纸业(002078)《太阳纸业:拟新建45万吨文化纸项目,纸+浆持续扩产巩固核心优势》-- 2019/07/11

太阳纸业(002078)《太阳纸业:新设广西子公司推行林浆纸一体化,原材料优势持续巩固》-- 2019/06/25

证券分析师: 陈天蛟

电话: 021-61376584

E-MAIL: chentj@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110002

分析师助理: 庞盈盈

电话: 021-61376584

E-MAIL: pangyy@tpyzq.com

事件:

公司发布公告: 拟非公开发行A股,发行数量不超本次发行前上市公司总股本的20%,即5.2亿股(含本数),其中控股股东认购不低于此次定增数量的10%,且自发行结束之日起36个月内不得转让。本次非公开发行拟募集资金不超20亿元,18亿用于老挝120万吨造纸项目、2亿用于补充流动资金。

点评:

定增募资支持老挝项目,优化资本结构降低财务风险。老挝120万吨造纸项目总投资额6.4亿美元,拟使用此次募集资金18亿元,老挝二期项目包括40万吨再生纤维浆和80万吨高档包装纸,其中废纸浆项目已于2019年5月份投产并已经运回国内投入使用,80万吨包装纸项目预计于2021年投产。老挝项目是公司推行“林浆纸一体化”、打破原材料限制的重要布局,老挝林地资源丰富、并且享有区位优势 and 税收优惠。此前老挝一期项目还包括30万吨化学浆项目(已转产溶解浆)。

持续扩建纸、浆产能,巩固行业龙头地位。公司近期相继发布新设广西子公司推行林浆纸一体化和新建45万吨文化纸项目公告,公司持续巩固原材料优势,扩建文化纸产能,在行业集中度提升之际巩固龙头地位,提升话语权。目前公司文化纸产能130万吨(2021年预计新增45万吨),铜版纸产能100万吨,箱板纸160万吨(2021年预计新增80万吨),淋膜原纸30万吨,生活用纸12万吨,文化纸产能扩张贡献业绩增量,多元化纸种布局驱动稳健发展。

纸价提升、浆价回落,盈利得到修复。节后木浆系纸陆续发布多轮涨价函,5月前涨价已基本落实,6月走势平稳,在文化纸需求淡季纸企依然发布7月涨价函进行挺价,以防止淡季价格回落,8、9月份需求旺季价格仍有提升空间。全球经济不景气影响木浆终端需求,成本端浆价下滑,公司二季度盈利大幅改善。海外浆厂7月停机减产,但由于下游需求疲软及库存高位,浆价大幅上涨动力不足。

推行林浆纸一体化,原材料优势持续巩固。老挝二期项目40万吨废纸浆已经试生产运回国内,用于本部箱板瓦楞纸生产,此外公司还拥有40万吨半化学浆,10万吨木屑浆,70万吨化机浆(老挝化学浆当前转产30万吨溶解浆),同时拟在广西新建子公司储备林地资源推行“林浆纸一体化”,公司逐渐打破原材料限制。

预计公司2019-2020年EPS分别为0.84、0.85元,对应2019-

2020年PE分别为8.03、7.9倍，考虑纸价提升、浆价下滑带动盈利修复，造纸业务扩张贡献业绩增量，制浆比例提升带来成本优势，维持“买入”评级。

风险提示：纸价大幅波动，原材料价格大幅波动。

■ **盈利预测和财务指标：**

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	21768	24899	27264	31372
(+/-%)	15.21	14.38	9.50	15.07
净利润(百万元)	2238	2176	2211	2452
(+/-%)	10.54	-2.76	1.61	10.92
摊薄每股收益(元)	0.86	0.84	0.85	0.95
市盈率(PE)	6.63	8.03	7.90	7.12

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2437	1971	1579	3343	5688
应收和预付款项	2132	2195	2828	3150	3601
存货	1525	2168	2020	2219	2566
其他流动资产	4334	4449	5425	5668	6566
流动资产合计	10429	10783	11852	14379	18421
长期股权投资	116	137	132	127	122
投资性房地产	0	28	23	18	13
固定资产	10882	16618	17748	20152	21452
在建工程	3454	637	804	-521	-1100
无形资产开发支出	664	860	990	1137	1271
长期待摊费用	0	0			
其他非流动资产	15628	18740	20122	21335	22159
资产总计	26056	29523	31974	35714	40580
短期借款	5388	5216	0	0	0
应付和预收款项	3005	3133	3580	3845	4491
长期借款	1474	1794	1794	1794	1794
其他负债	5366	6752	12026	13516	15507
负债合计	15232	16895	17400	19155	21792
股本	2593	2592	2592	2592	2592
资本公积	1446	1540	1540	1541	1541
留存收益	6072	8050	9967	11919	14112
归母公司股东权益	10325	12573	14490	16441	18634
少数股东权益	499	56	84	117	154
股东权益合计	10824	12628	14574	16559	18788
负债和股东权益	26056	29523	31974	35714	40580

现金流量表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营性现金流	3767	4478	7033	4428	5182
投资性现金流	-3969	-3038	-2938	-3034	-2986
融资性现金流	1248	-2531	-4488	370	149
现金增加额	-1	-55	0	0	0

利润表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	18894	21768	24899	27264	31372
营业成本	13976	16663	19844	21838	25255
营业税金及附加	141	138	249	273	314
销售费用	663	750	859	941	1082
管理费用	580	824	941	1031	1186
财务费用	571	720	272	171	192
资产减值损失	25	10	151	60	67
投资收益	2	6	8	7	8
公允价值变动	-13	12	5	5	5
营业利润	2950	2692	2596	2963	3289
其他非经营损益	-18	28	29	29	29
利润总额	2931	2720	2625	2992	3318
所得税	681	477	420	748	830
净利润	2250	2242	2205	2244	2489
少数股东损益	226	5	29	33	37
归母股东净利润	2024	2238	2176	2211	2452

预测指标					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	26.03%	23.45%	20.30%	19.90%	19.50%
销售净利率	10.71%	10.28%	8.74%	8.11%	7.82%
销售收入增长率	30.71%	15.21%	14.38%	9.50%	15.07%
EBIT 增长率	73.56%	-1.81%	-	9.21%	10.97%
净利润增长率	91.55%	10.54%	15.70% -2.76%	1.61%	10.92%
ROE	19.61%	17.80%	15.02%	13.45%	13.16%
ROA	7.77%	7.58%	6.81%	6.19%	6.04%
ROIC	14.90%	14.17%	13.39%	12.35%	13.35%
EPS (X)	0.80	0.86	0.84	0.85	0.95
PE (X)	11.60	6.63	8.03	7.90	7.12
PB (X)	2.33	1.17	1.21	1.06	0.94
PS (X)	1.27	0.68	0.70	0.64	0.56
EV/EBITDA (X)	7.03	4.90	4.81	4.10	3.30

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。