

定增扩建老挝基地，逆势布局彰显龙头本色 买入（维持）

2019年07月19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

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	21,768	23,295	25,602	27,336
同比(%)	15.2%	7.0%	9.9%	6.8%
归母净利润(百万元)	2,238	1,807	2,099	2,410
同比(%)	10.5%	-19.3%	16.2%	14.8%
每股收益(元/股)	0.86	0.70	0.81	0.93
P/E(倍)	8.18	10.13	8.72	7.59

投资要点

■ **事件：**(1) 7月18日太阳纸业披露定增预案，拟向包括控股股东太阳控股在内的不超10名特定投资者，发行不超5.18亿股，募资总额不超20亿元，用于老挝120万吨造纸项目(18亿)及补充流动资金(2亿)。其中，控股股东太阳控股拟现金认购不低于新发行股票数量的10%。(2) 7月12日公司公告拟在公司本部投资约20.16亿元建设年产45万吨特色文化用纸项目，建设期为1年半，投产后预计可实现年销售收入27.45亿元，利润总额3.02亿元。

■ **老挝基地优势凸显，加码建设林浆纸一体化：**老挝在林地资源、区位、人力成本、税收优惠上具有多重优势，成本端优势凸显。120万吨造纸项目为公司在老挝实施“林浆纸一体化”项目的一部分，项目包括40万吨再生浆板及80万吨箱板纸，其中40万吨再生浆板项目已于5月下旬试生产，并在7月份开始批量供应公司国内相关纸机的生产；80万吨箱板纸预计在2021年上半年陆续投产。公司前期公告拟实施的广西林浆纸一体化项目处于项目前期论证可研阶段。我们认为公司扩建老挝项目将持续强化海外原料供给能力及优化成本结构，增强长期竞争力。

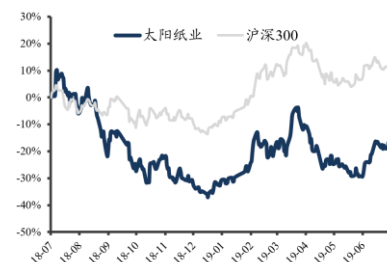
■ **文化纸价格淡季维稳，看好Q3旺季提价：**在经历4-6月文化纸顺利提价后，7月18日双胶纸6200元/吨(较4月1日+117元/吨；较年内低点+183元/吨)、铜版纸5833元/吨(较4月1日+250元/吨；较年内低点+300元/吨)，进入7月淡季以来纸价持续维稳。文化纸下游需求以教辅印刷为主相对刚性、纸厂库存持续下降(最低仅5天)、渠道库存健康，预计随着8月逐渐进入旺季，文化纸价格有望稳中向上。纸浆方面，目前浆价已跌至中小浆厂的盈亏线，预计下行空间不大。

■ **产能有序投放，巩固长期成长：**根据公司可转债跟踪评级报告，截止19年3月，公司合计年产能为纸412万吨(文化纸220万吨、箱板纸160万吨、生活用纸12万吨、淋膜原纸20万吨)，浆170万吨(化机浆80万吨、化学浆10万吨、溶解浆80万吨)。公司20万吨本色高得率生物质纤维项目将于19年四季度初投产，木浆自给率有望进一步提升(18年为50%左右)，巩固成本优势，看好公司长期稳定的业绩增长！

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司19-21年营收分别为232.95/256.02/273.36亿元(+7.0%/+9.9%/+6.8%)，归母净利润18.07/20.99/24.10亿元(-19.3%/+16.2%/+14.8%)，对应当前股价PE为10.13X/8.72X/7.59X，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**人民币大幅贬值，原材料价格波动，产能投放不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.06
一年最低/最高价	5.33/9.54
市净率(倍)	1.45
流通A股市值(百万元)	18296.37

基础数据

每股净资产(元)	4.88
资产负债率(%)	56.70
总股本(百万股)	2591.55
流通A股(百万股)	2550.91

相关研究

- 1、《太阳纸业(002078)：投建广西“林浆纸一体化”项目，巩固长期成长》2019-06-25
- 2、《太阳纸业：海外布局、产能投放强化竞争力，业绩有望修复》2019-04-28
- 3、《太阳纸业(002078)：海外布局凸显眼界，具备长线成长动力》2019-04-16

表 1：太阳纸业季度财务数据一览

单位：百万元	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
营业总收入	4,410.95	4,285.63	5,009.34	5,188.37	5,041.29	5,432.36	5,636.21	5,658.54	5,451.08
YOY	52.47%	16.88%	37.58%	21.94%	14.29%	26.76%	12.51%	9.06%	8.13%
归母净利润	440.07	434.82	499.37	649.97	616.72	611.48	573.38	436.03	380.24
YOY	210.22%	106.36%	63.91%	62.68%	40.14%	40.63%	14.82%	-32.92%	-38.34%
毛利率	23.47%	26.51%	24.85%	28.95%	27.53%	26.37%	23.14%	17.33%	17.70%
期间费用率	9.49%	10.55%	9.34%	8.98%	8.75%	9.99%	10.80%	10.53%	9.49%
其中：销售费用率	3.38%	4.09%	3.27%	3.36%	2.93%	3.15%	3.79%	3.85%	3.25%
管理+研发费用率	3.03%	3.02%	2.96%	3.07%	3.01%	3.01%	3.37%	3.78%	3.59%
财务费用率	3.08%	3.44%	3.11%	2.55%	2.82%	3.84%	3.64%	2.90%	2.66%
归母净利率	9.98%	10.15%	9.97%	12.53%	12.23%	11.26%	10.17%	7.71%	6.98%
存货	1,435.31	1,698.39	1,401.55	1,524.90	1,656.74	1,830.05	2,158.90	2,167.86	2,439.14
较上年同期增减	-271.54	447.26	281.21	386.09	221.44	131.67	757.35	642.96	782.39
应收账款	1,126.00	1,813.37	2,015.32	1,644.66	1,832.98	1,791.32	2,126.77	1,463.73	1,976.84
较上年同期增减	-37.14	617.92	778.31	282.42	706.98	-22.05	111.45	-180.93	143.86
应付账款及应付票据	2,670.62	2,407.12	2,474.82	3,218.22	4,183.18	5,534.57	6,432.15	5,520.23	6,004.57
较上年同期增减	6.15	-159.10	-275.10	962.41	1,512.56	3,127.44	3,957.33	2,302.01	1,821.39
预收账款	225.59	1,128.40	1,033.05	961.72	564.26	713.47	709.07	826.10	716.03
较上年同期增减	45.15	904.02	727.66	282.27	338.67	-414.93	-323.98	-135.62	151.77
经营性现金流净额	239.06	435.30	1,071.23	2,021.18	631.79	1,448.08	1,194.86	1,203.12	2,670.16
较上年同期增减	-189.36	-677.22	396.91	1,420.63	392.73	1,012.78	123.63	-818.06	2,038.37
筹资性现金流净额	513.16	714.89	-485.64	506.07	-815.36	107.68	-1,392.78	-430.32	-907.46
较上年同期增减	279.38	1,626.00	406.29	657.31	-1,328.52	-607.22	-907.15	-936.39	-92.10
资本开支	561.61	915.80	901.40	1,600.78	992.10	943.16	499.79	600.03	1,003.26
较上年同期增减	40.64	567.10	690.77	1,007.70	430.49	27.36	-401.61	-1,000.75	11.16
ROE	5.38%	5.09%	5.60%	6.67%	5.81%	5.49%	4.88%	3.53%	2.99%
YOY (±)	3.37%	2.18%	1.50%	1.52%	0.44%	0.40%	-0.72%	-3.14%	-2.83%
资产负债率	58.96%	60.93%	59.10%	58.46%	56.79%	59.34%	59.51%	57.23%	56.70%
YOY (±)	-4.75%	-0.98%	-1.90%	-0.24%	-2.17%	-1.59%	0.41%	-1.23%	-0.09%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

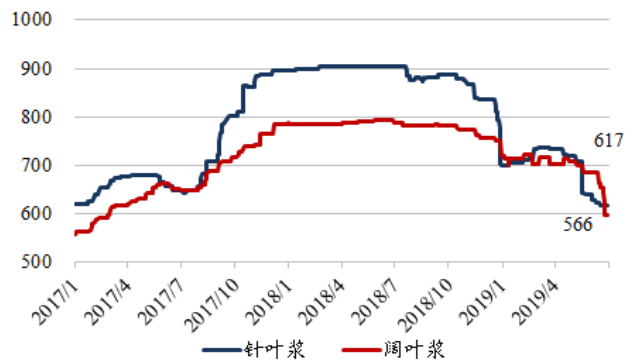
表 2：太阳纸业吨净利拆分一览

	2015	2016	2017	2018	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
纸									
收入(百万)	8189	10119	14159	15880	3936	3902	-	-	4278
YOY	3.49%	23.57%	39.92%	12.15%	24.79%	20.80%	-	-	8.69%
销量(万吨)	173	230	279	297	71	78	70	78	83
浆									
收入(百万)	1706	3565	3883	4734	883	1310	-	-	1150
YOY	5.86%	108.94%	8.92%	21.93%	-14.35%	45.00%	-	-	30.24%
销量(万吨)	41	77	81	103	19	22	31	31	21
归母净利润(百万)	667	1057	2024	2238	617	611	573	436	380
YOY	42.20%	58.52%	91.55%	10.54%	40.14%	40.63%	14.82%	-32.92%	-38.34%
吨净利(元/吨)	312	344	562	559	686	612	568	400	368

注：18Q3、Q4季度销量为估计数。

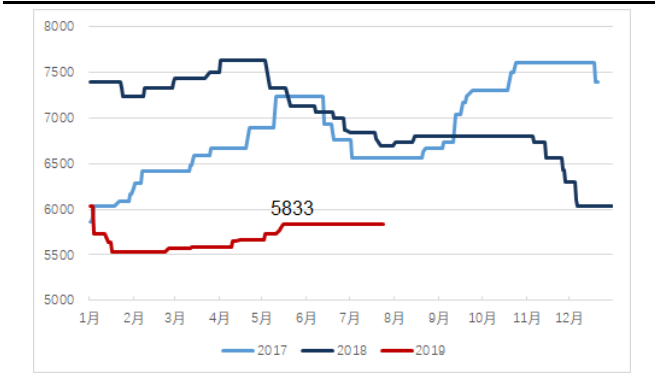
数据来源：Wind，太阳纸业可转债跟踪评级报告，东吴证券研究所

图 1：纸浆价格走势（截止 19 年 7 月 18 日）



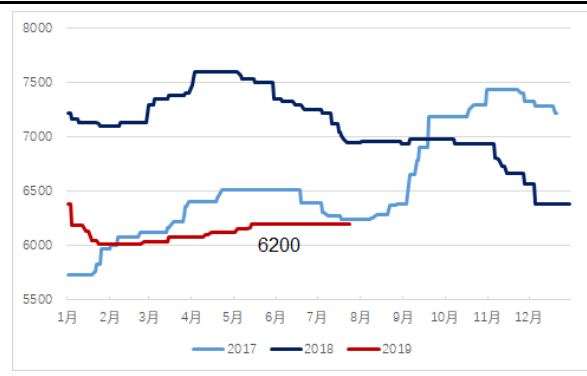
数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 2：铜版纸价格走势（截止 19 年 7 月 18 日）



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 3：双胶纸价格走势（截止 19 年 7 月 18 日）



数据来源：卓创资讯，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)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	10783	12393	14058	15371	营业收入	21768	23295	25602	27336
现金	1971	2330	2560	2734	减:营业成本	16663	18765	20478	21750
应收账款	1464	2163	2086	2750	营业税金及附加	138	148	163	174
存货	2168	2002	3117	3097	营业费用	750	862	909	957
其他流动资产	5180	5899	6295	6791	管理费用	824	702	774	829
非流动资产	18740	20021	21385	22666	财务费用	720	655	769	752
长期股权投资	137	130	124	118	资产减值损失	10	10	10	10
固定资产	16618	16837	17464	18295	加:投资净收益	6	8	9	11
在建工程	637	1818	2409	2705	其他收益	12	12	12	12
无形资产	860	876	1006	1143	营业利润	2692	2161	2507	2875
其他非流动资产	489	359	381	406	加:营业外净收支	28	35	44	55
资产总计	29523	32414	35443	38038	利润总额	2720	2196	2552	2930
流动负债	13963	15872	17415	17833	减:所得税费用	477	385	448	514
短期借款	5216	5002	6077	5867	少数股东损益	5	4	4	5
应付账款	2307	3862	4329	4371	归属母公司净利润	2238	1807	2099	2410
其他流动负债	6440	7007	7010	7595	EBIT	3531	2966	3440	3799
非流动负债	2931	2779	2442	2567	EBITDA	4680	3091	3755	3799
长期借款	1794	1563	1610	1656					
其他非流动负债	1138	1215	832	911	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	16895	18650	19857	20399	每股收益(元)	0.86	0.70	0.81	0.93
少数股东权益	56	311	289	218	每股净资产(元)	4.85	5.19	5.90	6.72
归属母公司股东权益	12573	13453	15297	17420	发行在外股份(百万股)	2593	2592	2592	2592
负债和股东权益	29523	32414	35443	38038	ROIC(%)	14.1%	11.4%	11.9%	12.1%
					ROE(%)	19.1%	13.7%	14.3%	14.5%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	毛利率(%)	23.5%	19.4%	20.0%	20.4%
经营活动现金流	4478	3632	2376	3199	销售净利率(%)	10.3%	7.8%	8.2%	8.8%
投资活动现金流	-3038	-1516	-1630	-1637	资产负债率(%)	57.2%	57.5%	56.0%	53.6%
筹资活动现金流	-2531	-1757	-516	-1389	收入增长率(%)	15.2%	7.0%	9.9%	6.8%
现金净增加额	-1146	359	231	173	净利润增长率(%)	10.5%	-19.3%	16.2%	14.8%
折旧和摊销	1148	125	315	413	P/E	8.18	10.13	8.72	7.59
资本开支	3035	1516	1630	1637	P/B	1.46	1.36	1.20	1.05
营运资本变动	-1964	-298	121	896	EV/EBITDA	5.54	8.62	7.07	4.82

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>

