

# 太阳纸业 (002078.SZ)

## 老挝基地再扩产，产业链延伸构筑核心优势

### ● 定增加码老挝基地包装纸产能，推动全球林浆纸一体化布局

公司发布公告拟定增募集不超过 20 亿元，扣除发行费用后用于老挝 120 万吨包装纸项目和补充流动资金。作为公司在老挝实施“林浆纸一体化”项目的一部分，公司依托老挝当地丰富的林地资源、区位优势、人力资源优势及税收优惠打造产业链一体化优势，提升公司可持续发展能力。

### ● 布局高端特色胶版印刷纸产能，完善丰富公司产品结构

公司拟在山东本部投资实施 45 万吨文化纸项目，高端特色胶版印刷纸产品进一步丰富和优化公司产品结构，提升企业在文化纸领域的竞争力。项目建设周期 18 个月，投产后预计可实现年销售收入人民币 27.45 亿元，利润总额人民币 3.02 亿元，目前项目已经获得山东省建设项目备案证明。

### ● 19Q2 纸品盈利持续改善，业绩低点已过

价格层面，春节后纸企提价函落地，文化纸价格上涨，木浆内盘价格持续回落，7 月 17 日木浆价格较年初下降 18.98%，2019 年内季度盈利预计环比持续改善。产能层面，新产能投放贡献 2019 年增量业绩，老挝基地 40 万吨再生纤维浆板生产线预计 7 月份开始批量供应，国内 20 万吨本色高得率生物质纤维项目将于 2019 年四季度初投产。

### ● 海外产能渐次落地打开中长期成长空间，看好公司产业链整合优势

老挝基地发挥海外资源优势，公司产业链整合再下一城，原材料木浆自给率提升增强盈利能力稳定性。不考虑增发影响，预计 19-21 年营业收入分别为 232.5、246.1、272.8 亿元，归母净利润分别为 19.6、22.8、25.5 亿元，当前股价对应 19 年 1.21xPB，剔除行业内特种纸、生活用纸等纸种上市公司，参照过去 8 年公司平均 2.00xPB，考虑下半年溶解浆价格仍然具有一定不确定性，审慎给予公司 2019 年 1.8xPB 合理估值，对应 A 股合理价值 10.01 元，维持公司买入评级。

### ● 风险提示

经济增速下滑导致下游需求低于预期；行业价格战激烈，主要纸种价格大幅回落；溶解浆涨幅低于预期；新产能投放进度不及预期。

### 盈利预测：

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	18,894	21,768	23,249	24,609	27,280
增长率(%)	30.7	15.2	6.8	5.8	10.9
EBITDA(百万元)	4,528	4,544	4,468	4,982	5,446
净利润(百万元)	2,024	2,238	1,959	2,275	2,551
增长率(%)	91.6	10.5	-12.5	16.1	12.1
EPS(元/股)	0.78	0.86	0.76	0.88	0.98
市盈率(P/E)	11.89	6.60	8.92	7.68	6.85
市净率(P/B)	2.33	1.39	1.21	1.05	0.91
EV/EBITDA	6.98	4.95	6.24	4.99	4.22

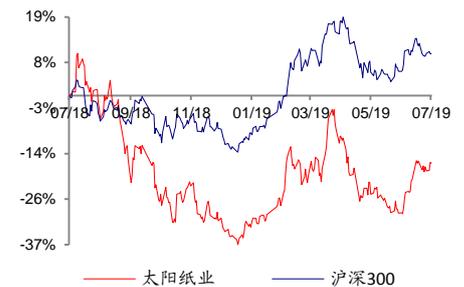
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

### 公司评级

公司评级	买入
当前价格	6.74 元
合理价值	10.01 元
前次评级	买入
报告日期	2019-07-18

### 相对市场表现



### 分析师：

赵中平



SAC 执证号：S0260516070005

SFC CE No. BND271



0755-23953620



zhaozhongping@gf.com.cn

### 分析师：

汪达



SAC 执证号：S0260517120005



010-59136610



wangda@gf.com.cn

请注意，汪达并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

太阳纸业(002078.SZ):提价 2019-04-29

函逐步落实，19Q1 盈利环比改善

太阳纸业(002078.SZ):18H2 2019-04-16

增速放缓，19Q1 产品提价盈利改善

太阳纸业(002078.SZ):18Q4 2019-02-27

盈利承压，关注新增产能 19 年投放进程

## 包装纸、文化纸齐发力，推动全球林浆纸一体化布局

定增募资发挥老挝基地海外资源优势。公司发布公告拟定增募集不超过20亿元，扣除发行费用后用于老挝120万吨包装纸造纸项目和补充流动资金，控股股东太阳控股拟现金认购不低于本次发行股份数量的10%。作为公司在老挝实施“林浆纸一体化”项目的一部分，公司依托老挝当地丰富的林地资源、区位优势、人力资源优势及税收优惠打造产业链一体化优势，提升公司可持续发展能力。项目开始实施后公司预计年均新增销售收入（含增值税）64,150万美元，年均新增利润总额10,527.7万美元，包含2年建设期在内，所得税前的静态投资回收期为6.57年。

表1：定增募集拟用于老挝120万吨造纸项目（单位：万元）

序号	项目名称	总投资额	拟使用本次募集资金量
1	老挝 120 万吨造纸项目	63,664.40 万美元	180,000.00
2	补充流动资金	20,000.00	20,000.00
合计			200,000.00

数据来源：公司定增公告、广发证券发展研究中心

布局高端特色胶版印刷纸产能，完善丰富公司产品结构。公司拟在山东本部投资实施45万吨文化纸项目，高端特色胶版印刷纸更加符合生态、环保、人性化理念，广泛应用于教育、文化出版等行业，进一步丰富和优化公司产品结构，提升企业在文化纸领域的竞争力。项目建设周期18个月，投产后预计可实现年销售收入人民币27.45亿元，利润总额人民币3.02亿元，目前项目已经获得山东省建设项目备案证明。

## 19Q2 纸品盈利持续改善，业绩低点已过

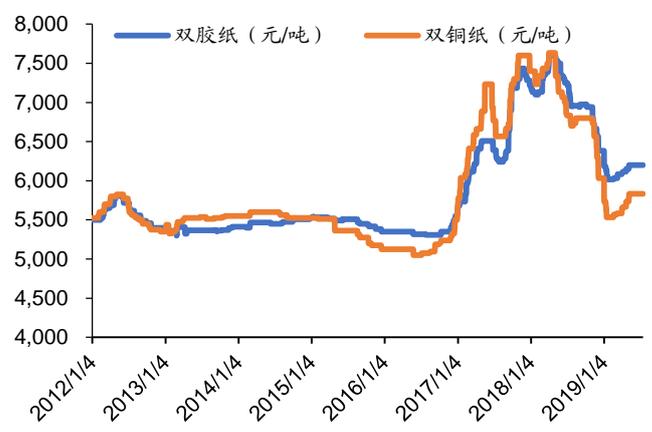
价格层面，2019年内季度盈利预计环比持续改善，公司业绩低点已过。春节后补库存旺季，龙头纸企相继发布提价函，根据卓创资讯数据，7月17日双胶纸出厂价格较年初1月份低点上涨3.05%，铜版纸出厂价格较年初低点上涨5.42%，原材料木浆内盘价格较年初下降18.98%，考虑2018年木浆高价库存消化，预计企业盈利2019年将呈现逐级改善特征。

图1：木浆内盘价格下行至2010年以来历史低位



数据来源：卓创资讯、广发证券发展研究中心

图2：双胶纸铜版纸价格反弹后企稳



数据来源：卓创资讯、广发证券发展研究中心

**产能层面，新产能投放贡献2019年增量业绩。**除2018年投产的本部20万吨高档特种纸项目、老挝30万吨化学浆项目、邹城80万吨高档板纸改扩建项目产能逐步释放外，公司本部及老挝基地均有新产能竣工。老挝120万吨造纸项目中的40万吨再生纤维浆板生产线预计7月份开始批量供应公司国内相关纸机生产，另外2条年产40万吨高档包装纸生产线项目，预计将于2021年上半年进入试生产阶段。国内邹城基地实施20万吨本色高得率生物质纤维项目将于2019年四季度初投产。

**布局包装纸上游产业链资源。**公司包装纸已投产产能160万吨，外废管控环境下，原材料废纸资源存在不确定性，公司邹城10万吨木屑浆生产线和40万吨半化学浆生产线已于2018年投产，老挝40万吨再生纤维浆板生产线和邹城20万吨本色高得率生物质纤维项目有望分别于2019年7月和四季度初投产，有效保障包装纸产线稳定运行，降低外部原材料废纸采购需求。

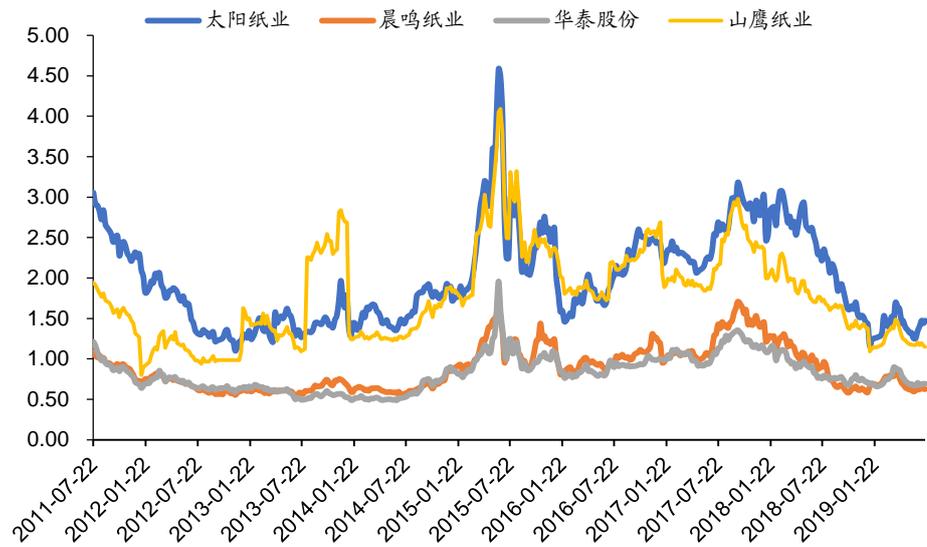
## 盈利预测与估值：

**海外产能渐次落地打开中长期成长空间，看好公司产业链整合优势。**老挝基地发挥海外资源优势，公司产业链整合再下一城，原材料木浆自给率提升增强盈利能力稳定性。不考虑增发影响，预计19-21年营业收入分别为232.5、246.1、272.8亿元，归母净利润分别为19.6、22.8、25.5亿元，当前股价对应19年1.21xPB。

**估值方法由PE法调整为PB法。**2018年下半年文化纸产品价格下跌，工厂原料库存因素使得高原料价格与低产品价格并存，纸企盈利受到影响。与景气上行周期企业盈利释放量价齐升趋势不同，行业下行周期中，PE估值方法不能完全反映公司合理价值，考虑造纸行业重资产属性，原材料及产品价格波动影响行业整体盈利，故将估值方法调整为PB法。

剔除行业内特种纸、生活用纸等纸种上市公司，参考以包装纸、文化纸为主要产品可比造纸公司PB，因太阳纸业生产运营效率及上游原材料产业链拓展增强企业盈利稳定性，公司盈利能力及资产周转率高于行业平均水平，历史PB数据高于同行可比上市公司。太阳纸业过去8年平均2.00xPB，考虑下半年溶解浆价格仍然具有一定不确定性，审慎给予公司2019年1.8xPB合理估值，对应A股合理价值10.01元，维持公司买入评级。

图3: 2011年以来太阳纸业PB整体高于同行业可比公司



数据来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

表2: 可比公司估值表

股票代码	公司简称	当前股价(元)	BPS (元)			PB (x)		
		(2019/07/18)	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
000488.SZ	晨鸣纸业	5.31	6.05	7.03	7.88	0.88	0.76	0.67
600567.SH	山鹰纸业	3.30	2.81	3.53	4.28	1.17	0.93	0.77
600308.SH	华泰股份	4.45	6.58	7.26	8.15	0.68	0.61	0.55
	平均值					0.91	0.77	0.66
002078.SZ	太阳纸业	6.74	4.85	5.56	6.44	1.39	1.21	1.05

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 华泰股份预测数据为 wind 一致预期

### 风险提示:

经济增速下滑导致下游需求低于预期; 行业价格战激烈, 主要纸种价格大幅回落; 溶解浆涨幅低于预期; 新产能投放进度不及预期。

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>10,429</b>	<b>10,783</b>	<b>11,402</b>	<b>12,250</b>	<b>13,523</b>
货币资金	2,437	1,971	2,364	2,671	2,984
应收及预付	6,010	5,984	6,493	6,849	7,626
存货	1,525	2,168	1,867	2,035	2,209
其他流动资产	456	659	677	695	704
<b>非流动资产</b>	<b>15,628</b>	<b>18,740</b>	<b>22,669</b>	<b>21,743</b>	<b>22,085</b>
长期股权投资	116	137	137	137	137
固定资产	10,882	16,618	17,846	18,921	18,262
在建工程	3,454	637	3,337	1,337	2,337
无形资产	664	860	860	860	860
其他长期资产	511	489	489	489	489
<b>资产总计</b>	<b>26,056</b>	<b>29,523</b>	<b>34,071</b>	<b>33,994</b>	<b>35,608</b>
<b>流动负债</b>	<b>11,646</b>	<b>13,963</b>	<b>16,674</b>	<b>14,317</b>	<b>13,375</b>
短期借款	5,388	5,216	8,287	5,552	3,999
应付及预收	4,180	6,346	5,803	6,090	6,681
其他流动负债	2,078	2,401	2,583	2,674	2,694
<b>非流动负债</b>	<b>3,587</b>	<b>2,931</b>	<b>2,931</b>	<b>2,931</b>	<b>2,931</b>
长期借款	1,474	1,794	1,794	1,794	1,794
应付债券	1,929	985	985	985	985
其他非流动负债	184	153	153	153	153
<b>负债合计</b>	<b>15,232</b>	<b>16,895</b>	<b>19,605</b>	<b>17,248</b>	<b>16,306</b>
股本	2,593	2,592	2,592	2,592	2,592
资本公积	1,446	1,540	1,540	1,540	1,540
留存收益	6,072	8,050	10,009	12,285	14,836
归属母公司股东权益	10,325	12,573	14,406	16,681	19,233
少数股东权益	499	56	60	64	70
<b>负债和股东权益</b>	<b>26,056</b>	<b>29,523</b>	<b>34,071</b>	<b>33,994</b>	<b>35,608</b>

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>18,894</b>	<b>21,768</b>	<b>23,249</b>	<b>24,609</b>	<b>27,280</b>
营业成本	13,976	16,663	18,117	19,030	21,043
营业税金及附加	141	138	161	170	184
销售费用	663	750	846	869	965
管理费用	430	556	615	613	699
研发费用	149.77	267.40	285.58	302.29	335.10
财务费用	571.48	719.77	769.00	773.79	889.41
资产减值损失	24.97	10.39	11.51	12.86	16.15
公允价值变动收益	-12.86	12.26	10.00	10.00	10.00
投资净收益	2.13	6.34	9.85	9.85	9.85
<b>营业利润</b>	<b>2949.86</b>	<b>2691.70</b>	<b>2463.07</b>	<b>2856.63</b>	<b>3167.78</b>
营业外收支	-18.46	27.87	10.26	10.26	10.26
<b>利润总额</b>	<b>2,931</b>	<b>2,720</b>	<b>2,473</b>	<b>2,867</b>	<b>3,178</b>
所得税	681	477	510	587	621
<b>净利润</b>	<b>2,250</b>	<b>2,242</b>	<b>1,963</b>	<b>2,280</b>	<b>2,557</b>
少数股东损益	226	5	4	5	5
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,024</b>	<b>2,238</b>	<b>1,959</b>	<b>2,275</b>	<b>2,551</b>
EBITDA	4527.65	4544.13	4467.89	4981.50	5445.96
EPS (元)	0.78	0.86	0.76	0.88	0.98

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,853</b>	<b>4,478</b>	<b>3,152</b>	<b>4,016</b>	<b>4,014</b>
净利润	2,250	2,242	1,963	2,280	2,557
折旧摊销	993	1,151	1,244	1,358	1,392
营运资金变动	172	591	-598	-177	-365
其它	438	493	543	555	429
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3,969</b>	<b>-3,038</b>	<b>-5,143</b>	<b>-402</b>	<b>-1,704</b>
资本支出	-3,956	-3,026	-5,163	-422	-1,724
投资变动	-42	0	0	0	0
其他	29	-12	20	20	20
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,162</b>	<b>-2,531</b>	<b>2,384</b>	<b>-3,307</b>	<b>-1,996</b>
银行借款	975	-311	3,071	-2,735	-1,553
股权融资	264	0	0	0	0
其他	-77	-2,220	-687	-572	-443
<b>现金净增加额</b>	<b>1,046</b>	<b>-1,091</b>	<b>393</b>	<b>307</b>	<b>313</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>736</b>	<b>1,782</b>	<b>1,971</b>	<b>2,364</b>	<b>2,671</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>1,782</b>	<b>636</b>	<b>2,364</b>	<b>2,671</b>	<b>2,984</b>

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	30.7	15.2	6.8	5.8	10.9
营业利润增长	103.9	-8.8	-8.5	16.0	10.9
归母净利润增长	91.6	10.5	-12.5	16.1	12.1
<b>获利能力</b>					
毛利率	26.0	23.5	22.1	22.7	22.9
净利率	11.9	10.3	8.4	9.3	9.4
ROE	19.6	17.8	13.6	13.6	13.3
ROIC	14.9	13.9	10.4	12.0	13.2
<b>偿债能力(%)</b>					
资产负债率	58.5	57.2	57.5	50.7	45.8
净负债比率	38.3	32.9	37.5	29.6	23.9
流动比率	0.90	0.77	0.68	0.86	1.01
速动比率	0.72	0.56	0.53	0.66	0.78
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.82	0.78	0.73	0.72	0.78
应收账款周转率	3.95	4.04	4.04	4.04	4.04
存货周转率	10.49	9.02	9.70	9.35	9.52
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.78	0.86	0.76	0.88	0.98
每股经营现金流	1.49	1.73	1.22	1.55	1.55
每股净资产	3.98	4.85	5.56	6.44	7.42
<b>估值比率</b>					
P/E	11.89	6.60	8.92	7.68	6.85
P/B	2.33	1.39s	1.21	1.05	0.91
EV/EBITDA	6.98	4.95	6.24	4.99	4.22

## 广发造纸轻工行业研究小组

- 赵中平：首席分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。2017年度新财富最佳分析师入围、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师上榜。
- 汪达：分析师，吉林大学金融学硕士、管理学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。2017年度新财富最佳分析师入围、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师上榜。
- 陆逸：联系人，亚利桑那州立大学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于天风证券。
- 徐成：联系人，南京大学管理学学士，北京大学管理学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。