

轻工制造

2019年06月26日

太阳纸业 (002078)

——拟设立广西子公司，林浆纸一体化有望再下一城

报告原因：有信息公布需要点评

增持（维持）

市场数据：2019年06月25日

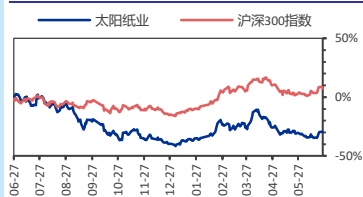
收盘价(元)	6.53
一年内最高/最低(元)	10.05/5.41
市净率	1.3
息率(分红/股价)	1.53
流通A股市值(百万元)	16657
上证指数/深证成指	2982.07/9118.10

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2019年03月31日

每股净资产(元)	4.98
资产负债率%	56.70
总股本/流通A股(百万)	2592/2551
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《太阳纸业(002078)点评：2019年一季度报点评：盈利能力环比改善，新项目顺利推进，2019年盈利预期逐季改善》2019/04/29

《太阳纸业(002078)点评：2018年年报点评：18Q4业绩短期承压，新项目逐步达产，2019年确定性逐季改善》2019/04/16

证券分析师

周海晨 A0230511040036
zhouhc@swsresearch.com
屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com

研究支持

柴程森 A0230118070016
chaics@swsresearch.com

联系人

丁智艳
(8621)23297818×7580
dingzy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司拟出资5亿元在广西设立子公司。**公司公告拟在广西壮族自治区北海市铁山港区出资5亿元全资设立广西太阳纸业有限公司，打造林浆纸一体化项目。
- **广西林木资源丰富，公司林浆纸一体化布局再下一城。**1) **广西林木资源丰富，项目地理位置优越：**广西是我国人工林、速丰林种植面积最大的省份，森林年生长量、年木材产量、森林蓄积年净增量都居全国第一，全区森林覆盖率为62.28%。项目毗邻铁山港，物流优势明显。2) **林浆纸一体化布局再下一城：**公司在广西新项目将和老挝“林浆纸一体化”项目相互融合、相互补充，有助于公司打造完备的原料供应体系和实现企业转型升级，提高公司市场竞争力，提升公司的可持续发展能力。
- **节后纸价经历多轮上涨，浆纸系盈利能力将进一步修复。**春节后经销商及下游印厂补库存，并且每年3月出版社为秋季教材招标，文化纸迎来春季小旺季，2019年春节后逐次发布六轮提价函，根据纸业联讯数据，公司双胶纸、铜版纸（金太阳、华夏太阳）年后分别累计提价终端落地450~500元/吨、300~400元/吨。**伴随纸价提涨、纸浆成本回落，公司浆纸系造纸盈利能力有望逐季回升。**
- **新产能逐步推进，已投产新产能2019年全年贡献业绩，原材料结构进一步优化。**2019年Q1末公司在建工程较年初增加3.59亿至9.96亿元，各基地项目积极推进。1) **箱板瓦楞纸新增产能贡献增量，配套浆线逐步投产优化原材料结构，拓展高端箱板纸市场。**2018年新建年产80万吨箱板瓦楞纸项目中投产，新建生产线2019年将贡献全年产量，箱板瓦楞纸产能提升至160万吨。10万吨木屑浆生产线和40万吨半化学浆生产线已分别在2018年4月和8月竣工投产，20万吨本色浆生产线和老挝40万吨废纸浆生产线，所产纸浆有望在2019年7月投入使用，公司箱板瓦楞纸原材料结构将进一步优化，对冲废价格波动风险；添加外废浆的箱板瓦楞纸，纸品质量增加，拓展高端箱板纸市场。2) **老挝溶解浆2019年进入稳定生产期，成本优势贡献业绩增量。**公司老挝30万吨化学浆/溶解浆项目2018年Q4转产溶解浆，2019年进入稳定生产期，该项目拥有自有林地+7年免税期+运费节省+人工成本低等多项成本优势，溶解浆盈利能力将进一步提升。
- **公司管理能力和激励水平为行业标杆，具有成长属性的造纸龙头，维持增持。**公司是具有成长股属性的周期造纸龙头企业，同时也是造纸企业管理和激励标杆。由于流动性边际改善、人民币持续升值，公司PB估值处历史底部，随整体市场情绪回暖，估值逐步修复。我们维持2019-2021年归母净利润的盈利预测至21.03亿元、24.24亿元和26.48亿元，对应2019-2021年EPS分别为0.81元、0.94元和1.02元，目前股价（6.53元/股）对应2019-2021年PE分别为8.0倍、7.0倍和6.4倍，当前PB为1.3倍，维持增持。

财务数据及盈利预测

	2018	2019Q1	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	21,768	5,451	23,972	24,437	27,196
同比增长率(%)	15.2	8.1	10.1	1.9	11.3
净利润(百万元)	2,238	380	2,103	2,424	2,648
同比增长率(%)	10.5	-38.3	-6.0	15.2	9.3
每股收益(元/股)	0.86	0.15	0.81	0.94	1.02
毛利率(%)	23.5	17.7	20.5	22.2	22.1
ROE(%)	17.8	2.9	14.7	14.5	13.7
市盈率	8		8	7	6

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	14,455	18,894	21,768	23,972	24,437	27,196
营业收入同比增长率 (yoy)	33.54%	30.71%	15.21%	10.10%	1.90%	11.30%
减: 营业成本	11,287	13,976	16,663	19,057	19,004	21,194
毛利率 (%)	21.92%	26.03%	23.45%	20.50%	22.20%	22.10%
减: 税金及附加	101	141	138	144	147	163
主营业务利润	3,067	4,777	4,967	4,771	5,286	5,839
主营业务利润率 (%)	21.22%	25.28%	22.82%	19.90%	21.63%	21.47%
减: 销售费用	572	663	750	767	782	870
减: 管理费用	449	580	556	839	855	952
减: 财务费用	550	571	720	682	781	846
经营性利润	1,496	2,963	2,941	2,483	2,868	3,171
经营性利润同比增长率 (yoy)	45.29%	98.07%	-0.77%	-15.56%	15.51%	10.56%
经营性利润率 (%)	10.35%	15.68%	13.51%	10.36%	11.74%	11.66%
减: 资产减值损失	64	25	10	6	8	6
加: 投资收益及其他	21	2	6	6	6	8
营业利润	1,453	2,950	2,692	2,483	2,867	3,173
加: 营业外净收入	15	-18	28	21	21	21
利润总额	1,468	2,931	2,720	2,504	2,888	3,194
减: 所得税	310	681	477	400	461	542
净利润	1,158	2,250	2,242	2,104	2,427	2,652
少数股东损益	101	226	5	1	3	4
归属于母公司所有者的净利润	1,057	2,024	2,238	2,103	2,424	2,648
净利润同比增长率 (yoy)	58.52%	91.55%	10.54%	-6.00%	15.20%	9.30%
全面摊薄总股本	2,536	2,593	2,592	2,592	2,592	2,592
每股收益 (元)	0.42	0.80	0.86	0.81	0.94	1.02
归属母公司所有者净利润率 (%)	7.31%	10.71%	10.28%	8.77%	9.92%	9.74%
ROE	13.27%	19.61%	17.80%	14.70%	14.50%	13.70%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】= 主营业务利润 - (销售费用 + 管理费用 + 财务费用)

【ROE】(摊薄后) = 净利润 ÷ 所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。