



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

2019-08-28

公司点评报告

买入/维持

太阳纸业(002078)

目标价: 9.20

昨收盘: 7.55

轻工造纸

下半年盈利有望持续好转，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)	19,696/19,387
12 个月最高/最低(元)	9.06/5.50

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

联系人：庞盈盈

电话：021-61376584

E-MAIL: pangyy@tpyzq.com

事件：

公司发布 2019 年中报：2019H1 公司实现营收 107.76 亿元，同比增长 2.89%，归母净利润 8.87 亿元，同比下滑 27.81%，扣非净利润 8.64 亿元，同比下滑 28.7%。Q2 单季，公司营收 53.25 亿元，同比下滑 1.97%，归母净利润 5.06 亿元，同比下滑 17.18%，扣非净利润 5.3 亿元，同比下滑 12.77%，利润端相比于 Q1 降幅收窄

点评：

纸价上涨、浆价下行，Q2 盈利环比好转。2019H1 公司毛利率 19.71%，同比减少 7.21pct，净利率 8.32%，同比减少 4.55pct，期间费用率 10.21%，同比增加 0.81pct，销售、管理、研发、财务费用率分别为 3.52%、2.39%、1.49%、2.81%，分别同比变动+0.48、+0.04、+0.83、-0.54pct。Q2 单季公司毛利率 21.77%，同比减少 4.6pct，环比增加 4.07pct，净利率 9.67%，同比减少 2.5pct，环比增加 2.68pct。Q2 盈利环比好转主要系纸价上涨、用浆成本低位。

纸端，文化纸下半年盈利有望好转，箱板纸凭借原材料禀赋享有成本优势。1) 2019H1 非涂布文化用纸收入 35.12 亿元，yoy-4.64%，毛利率 21.52%，同比-10.07pct；铜版纸收入 15.11 亿元，yoy-29.83%，毛利率 20.06%，同比-13.66pct，文化纸、铜版纸收入同比下滑主要系纸价同比下跌所致，Q2 涨价会体现在下半年业绩上，同时浆价下行会给公司下半年贡献利润弹性。2) 牛皮箱板纸收入 14.32 亿元，yoy+20.71%，毛利率 14.04%，同比+1.2pct，公司调整箱板纸产品结构，木屑浆、半化学浆等投入使用提升盈利性；瓦楞原纸收入 4.55 亿元（去年三季度投产），毛利率 14.96%。3) 生活用纸收入 3.96 亿元，yoy+3.23%，毛利率 10.32%，同比-5.83pct，主要受市场竞争影响。4) 淋膜原纸收入 4.16 亿元，yoy-3.68%，毛利率 19.19%，同比-8.47pct。

浆端，老挝化学浆转产溶解浆，溶解浆贡献业绩增量。2019H1 溶解浆收入 18.26 亿元，yoy+26.38%，毛利率 21.7%，同比+1.2pct，老挝化学浆去年四季度转产 30 万吨溶解浆，公司溶解浆产能合计 80 万吨，有望贡献业绩增量；化机浆 7.7 亿元，yoy+2.93%，毛利率 23.3%，同比-2.57pct。

造纸产能扩张巩固龙头地位，多元化纸种布局稳健发展。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，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 120 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。

推行林浆纸一体化，原材料优势持续巩固。老挝二期项目40万吨废纸浆已于今年6月试生产运回国内，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，90万吨化机浆(老挝化学浆当前转产30万吨溶解浆)，20万吨本色浆预计2019年四季度投产，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0.80、0.87元，对应2019-2020年PE分别为9.46、8.68倍，考虑纸价提升、浆价下行带来盈利修复，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	23383	24552	28235
(+/-%)	15.21	7.42	5.00	15.00
净利润(百万元)	2238	2068	2254	2820
(+/-%)	10.54	-7.57	8.98	25.11
摊薄每股收益(元)	0.86	0.80	0.87	1.09
市盈率(PE)	6.63	9.46	8.68	6.94

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	1348	2958	5474
应收和预付款项	2132	2195	2654	2821	3207
存货	1525	2168	1893	1962	2224
其他流动资产	4334	4449	5128	5158	5964
流动资产合计	10429	10783	11023	12900	16869
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	31145	34234	39028
短期借款	5388	5216	0	0	0
应付和预收款项	3005	3133	3356	3417	3936
长期借款	1474	1794	1794	1794	1794
其他负债	5366	6752	11530	12530	14202
负债合计	15232	16895	16680	17741	19932
股本	2593	2592	2592	2592	2592
资本公积	1446	1540	1540	1541	1541
留存收益	6072	8050	9860	11854	14415
归母公司股东权益	10325	12573	14382	16377	18938
少数股东权益	499	56	83	117	159
股东权益合计	10824	12628	14465	16493	19096
负债和股东权益	26056	29523	31145	34234	39028

现金流量表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营性现金流	3767	4478	6803	4274	5352
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	23383	24552	28235
营业成本	13976	16663	18590	19298	21882
营业税金及附加	141	138	234	246	282
销售费用	663	750	807	847	974
管理费用	580	824	884	928	1067
财务费用	571	720	272	171	192
资产减值损失	25	10	145	53	63
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	2466	3021	3787
其他非经营损益	-18	28	29	29	29
利润总额	2931	2720	2495	3050	3816
所得税	681	477	399	763	954
净利润	2250	2242	2096	2288	2862
少数股东损益	226	5	27	34	42
归母股东净利润	2024	2238	2068	2254	2820

预测指标					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	26.03%	23.45%	20.50%	21.40%	22.50%
销售净利率	10.71%	10.28%	8.85%	9.18%	9.99%
销售收入增长率	30.71%	15.21%	7.42%	5.00%	15.00%
EBIT 增长率	73.56%	-1.81%	-19.56%	16.44%	24.41%
净利润增长率	91.55%	10.54%	-7.57%	8.98%	25.11%
ROE	19.61%	17.80%	14.38%	13.76%	14.89%
ROA	7.77%	7.58%	6.64%	6.58%	7.23%
ROIC	14.90%	14.17%	12.71%	12.37%	14.85%
EPS (X)	0.80	0.86	0.80	0.87	1.09
PE (X)	11.60	6.63	9.46	8.68	6.94
PB (X)	2.33	1.17	1.36	1.19	1.03
PS (X)	1.27	0.68	0.84	0.80	0.69
EV/EBITDA (X)	7.03	4.90	5.50	4.55	3.41

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
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@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	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@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。