

中报业绩超预期，盈利有望持续提升

公司公告 2019 年中报，2019 年上半年实现营业收入 107.76 亿元，同比增长 2.89%；实现归母净利润 8.87 亿元，同比下降 27.81%；2019Q2 单季度实现营业收入 53.25 亿元，同比下滑 1.97%，环比下降 2.31%；实现归母净利润 5.06 亿元，同比下滑 17.18%，环比增长 33.19%。

核心观点

- 中报业绩超出市场预期，Q2 单季度同比下滑幅度明显收窄。公司 2019 年上半年实现归母净利润 8.87 亿元，超出市场预期，原因主要在于公司原材料与成品纸价格的剪刀差扩大，造纸业务盈利明显改善，Q2 单季度盈利降幅显著收窄。
- 文化纸盈利显著提升，原材料布局有望推动其盈利水平突破历史区间。公司 2019Q2 毛利率环比大幅提升 4.07pct，浆纸产品盈利均有明显改善，文化纸表现尤为突出，双胶纸、铜版纸毛利率环比分别提升 8.78pct、7.06pct。伴随着公司在上游原材料方面的布局，自身 alpha 或将推动未来盈利能力创出新高。
- 短期内盈利有望逐季改善，中长期成长路径清晰、未来持续增长可期。①我们于年初提出的“盈利逐季改善”逻辑兑现，由于三季度木浆价格仍呈下跌走势，且文化纸淡季已过、渠道库存仍处低位，伴随旺季到来，预计纸价年内下跌概率不大，公司业绩有望逐季改善。②公司制浆、造纸规模稳步扩张，未来五年浆纸产能年均复合增长率 17%，成长性可期。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.81、0.88、1.09 元。考虑到公司在管理水平、成本控制等方面处于行业领军水平，且通过前瞻性布局老挝基地率先走向上游，是行业内原材料布局方面最具优势的龙头纸企，我们维持公司 2020 年 10 倍市盈率估值，对应目标价 8.82 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济增速放缓、终端需求下滑幅度超预期的风险；公司海外项目推进不达预期的风险

公司主要财务信息

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	18,894	21,768	23,497	24,431	28,721
同比增长(%)	30.7%	15.2%	7.9%	4.0%	17.6%
营业利润(百万元)	2,950	2,692	2,440	2,687	3,410
同比增长(%)	103.0%	-8.8%	-9.4%	10.1%	26.9%
归属母公司净利润(百万元)	2,024	2,238	2,089	2,286	2,814
同比增长(%)	91.6%	10.5%	-6.7%	9.4%	23.1%
每股收益(元)	0.78	0.86	0.81	0.88	1.09
毛利率(%)	26.0%	23.5%	20.4%	20.8%	21.3%
净利率(%)	10.7%	10.3%	8.9%	9.4%	9.8%
净资产收益率(%)	22.1%	19.5%	15.5%	14.8%	15.8%
市盈率	8.8	8.0	8.6	7.8	6.4
市净率	1.7	1.4	1.2	1.1	0.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

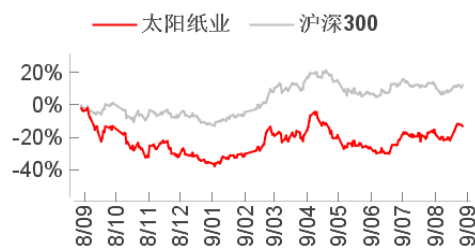


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2019年08月27日)	7.55 元
目标价格	8.82 元
52 周最高价/最低价	9.06/5.5 元
总股本/流通 A 股(万股)	259,155/255,091
A 股市值(百万元)	19,566
国家/地区	中国
行业	造纸轻工
报告发布日期	2019 年 08 月 28 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	2.03	4.86	16.51	-16.67
相对表现	-1.26	-5.94	-11.57	28.72
沪深 300	0.77	-1.08	4.94	12.05



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 李雪君
021-63325888*6069
lixuejun@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517020001

联系人 吴瑾
021-63325888-6088
wujin@orientsec.com.cn

相关报告

原材料布局构筑成本优势护城河，未来高成长可期： 2019-08-19

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

公司中报业绩超预期，二季度归母净利润环比改善明显	4
文化纸盈利显著提升，原材料布局有望推动其盈利水平突破历史区间	5
短期内盈利有望逐季改善，中长期成长路径清晰、未来持续增长可期	7
原材料价格回落、纸价相对稳定，公司盈利有望持续扩张	7
中长期成长路径清晰，浆纸产量稳健扩张	8
盈利预测与投资建议	9
风险提示	9

图表目录

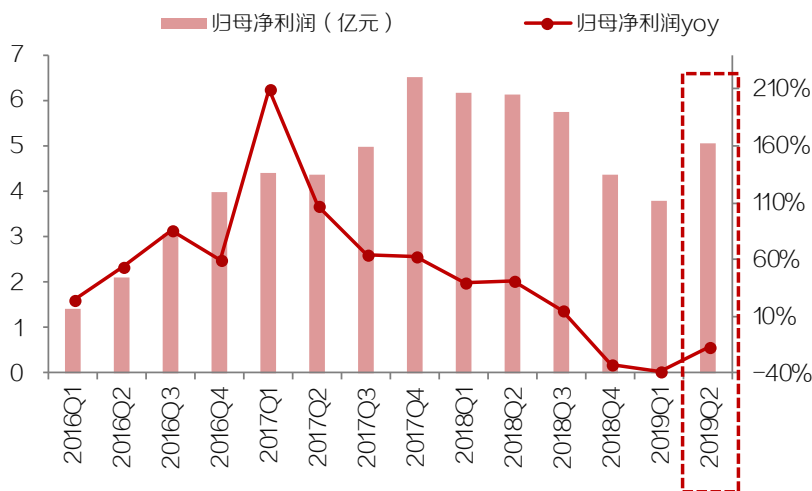
图 1: 2019Q2 公司归母净利润同比下滑幅度收窄，环比改善明显	4
图 2: 2019Q2 以来，木浆与文化纸之间的价格剪刀差逐步扩大	5
图 3: 文化纸仍是公司现阶段利润的重要来源	5
图 4: 公司 2019Q2 毛利率环比大幅提升 4.07pct.....	6
图 5: 2019Q2 公司浆纸产品毛利率均有明显改善	6
图 6: 造纸产品中，2019Q2 文化纸毛利率大幅改善	6
图 7: 可比口径下，公司 2019Q2 盈利水平显著提升	6
图 8: 2019Q2 公司造纸产品价格仍处低位，文化纸盈利迅速提升	7
图 9: 2019 年 2 月以来非涂布文化纸盈利稳步提升	8
图 10: 2019 年 2 月以来铜版纸盈利稳步提升	8
图 11: 预计公司造纸业务盈利未来有望持续改善	8
图 12: 太阳纸业造纸产量规模稳健扩张	9
图 13: 太阳纸业制浆产量规模逐步提升	9

事件：公司公告 2019 年中报，2019H1 实现营业收入 107.76 亿元，同比增长 2.89%；实现归母净利润 8.87 亿元，同比下降 27.81%；2019Q2 单季度实现营业收入 53.25 亿元，同比下滑 1.97%，环比下降 2.31%；实现归母净利润 5.06 亿元，同比下滑 17.18%，环比增长 33.19%。

公司中报业绩超预期，二季度归母净利润环比改善明显

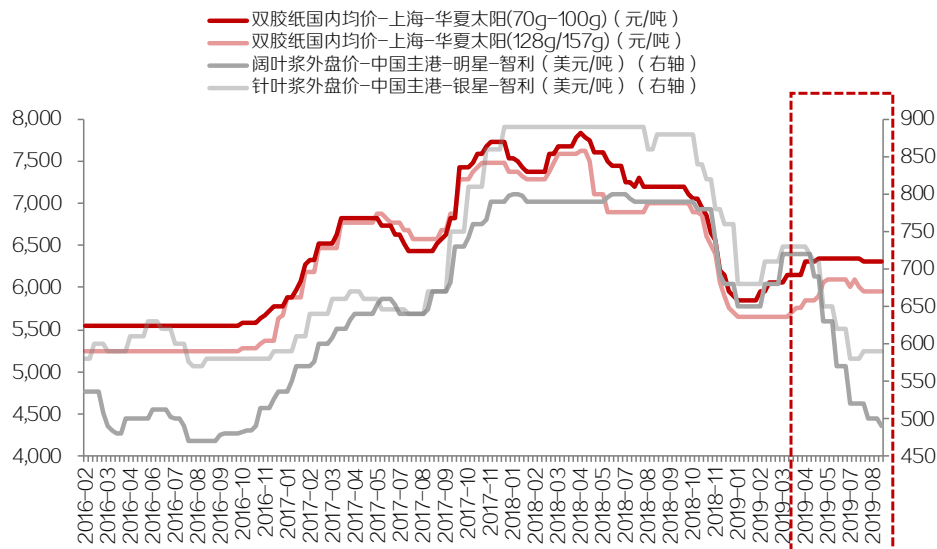
中报业绩超出市场预期，Q2 单季度同比下滑幅度明显收窄。公司 2019 年上半年实现归母净利润 8.87 亿元，超出市场预期，原因主要在于公司原材料成本下降的同时，收入端文化纸价格提涨顺利落地，原材料与成品纸价格的剪刀差扩大，公司造纸业务盈利由此出现显著改善。Q2 实现归母净利润 5.06 亿元，环比增长 33.19%、同比下滑 17.18%，与 2019Q1 相比（同比下降 38.34%），单季度盈利降幅明显收窄。

图 1：2019Q2 公司归母净利润同比下滑幅度收窄，环比改善明显



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 2：2019Q2 以来，木浆与文化纸之间的价格剪刀差逐步扩大

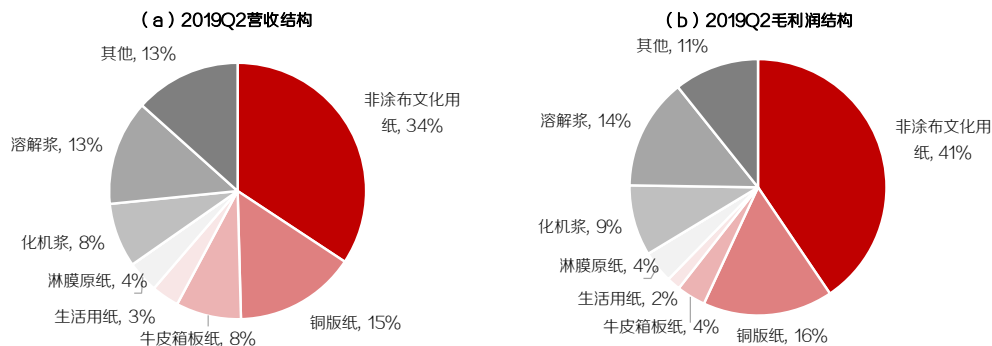


资料来源：卓创资讯，Choice，东方证券研究所

文化纸盈利显著提升，原材料布局有望推动其盈利水平突破历史区间

文化纸是公司现阶段利润的主要来源。拆分 Q2 营收及毛利润结构，文化纸收入占比约 49%，毛利润占比达 57%，其中以双胶纸为主的非涂布文化用纸 Q2 贡献毛利润近 41%，是当前公司利润贡献的重要来源。

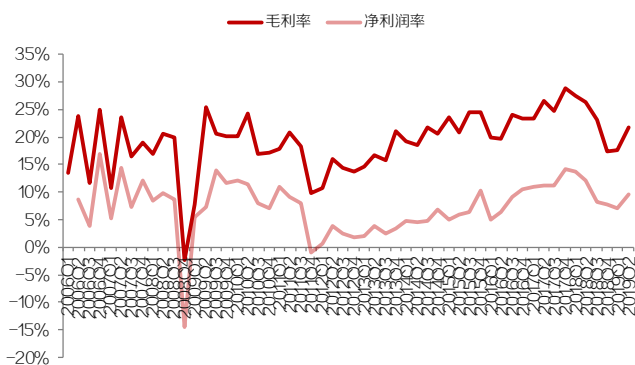
图 3：文化纸仍是公司现阶段利润的重要来源



资料来源：公司公告，东方证券研究所

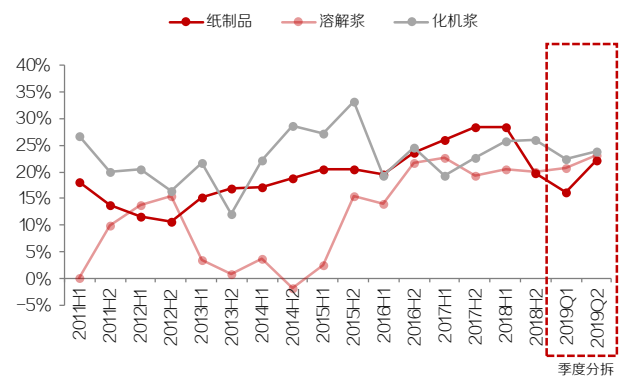
可比口径下，公司 2019Q2 盈利水平显著改善。公司 2019Q2 毛利率约 21.77%，环比大幅提升 4.07pct，浆纸产品盈利均有明显改善，文化纸表现尤为突出：2019Q2 公司非涂布文化用纸、铜版纸毛利率分别为 25.74%、23.32%，环比分别提升 8.78pct、7.06pct，文化纸盈利能力改善明显。参考“利润总额/营业收入”这一可比口径表征盈利水平，可以看出公司 2019Q2 盈利已提升至 2016 年下半年对应的水平。

图 4：公司 2019Q2 毛利率环比大幅提升 4.07pct



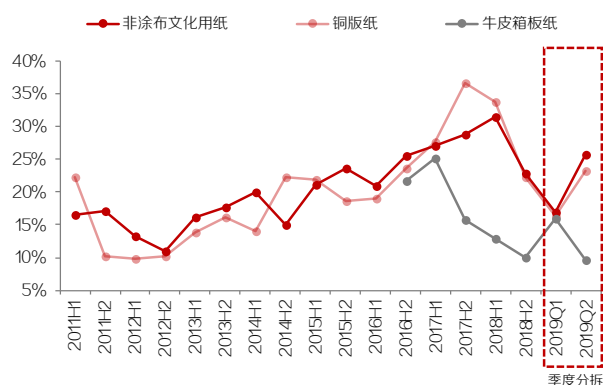
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 5：2019Q2 公司浆纸产品毛利率均有明显改善



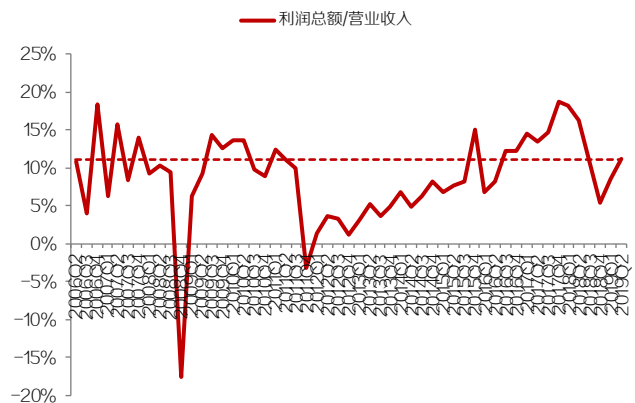
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 6：造纸产品中，2019Q2 文化纸毛利率大幅改善



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 7：可比口径下，公司 2019Q2 盈利水平显著提升

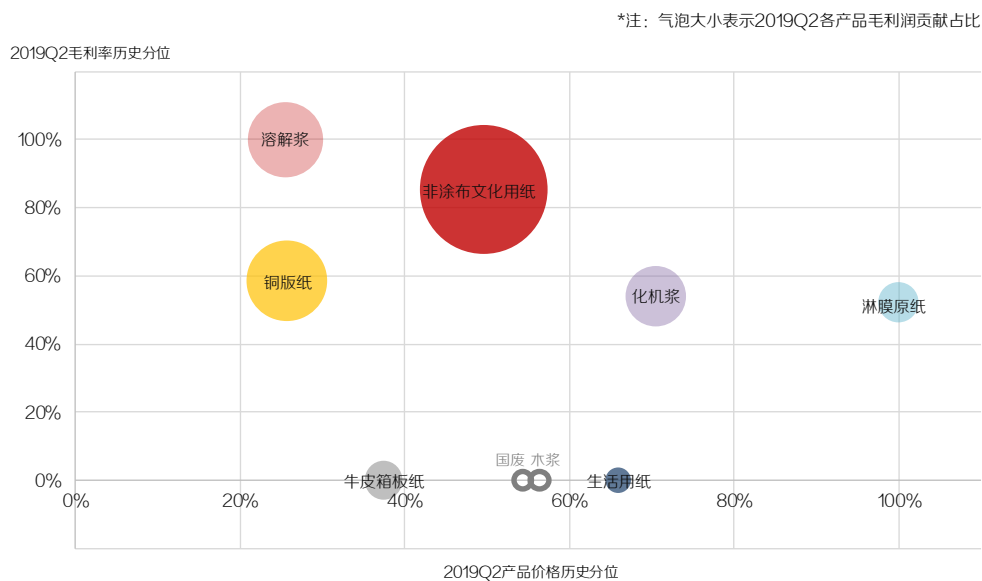


资料来源：公司公告，东方证券研究所

伴随着公司在上游原材料方面的布局，其盈利水平有望突破历史区间。公司 Q2 浆纸产品价格整体处于历史相对低位，双胶纸、铜版纸、牛皮箱板纸、溶解浆 Q2 均价分别对应于 50%、26%、37%、25%的历史分位，然而受益于原材料价格回落，公司 Q2 文化纸盈利改善显著，双胶纸、

铜版纸毛利率已提升至 85%、60%左右的历史分位，且公司依托其上游布局，自身 alpha 或将推动未来盈利能力创出新高。

图 8：2019Q2 公司造纸产品价格仍处低位，文化纸盈利迅速提升



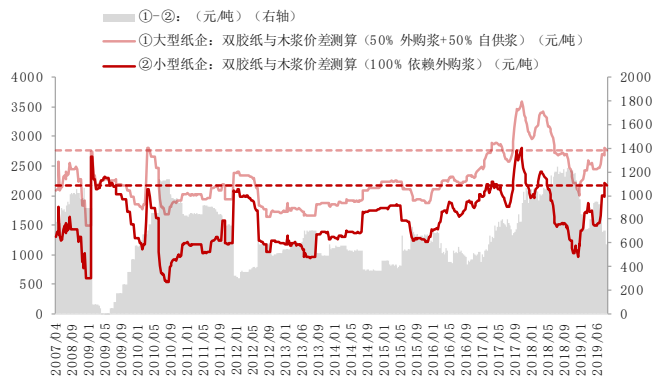
注：以上产品价格中，文化纸、牛皮箱板纸、溶解浆、木浆及国废价格均采用市场价格计算；化机浆、淋膜原纸、生活用纸价格均为根据公司公告得到的推算值

资料来源：公司公告，东方证券研究所

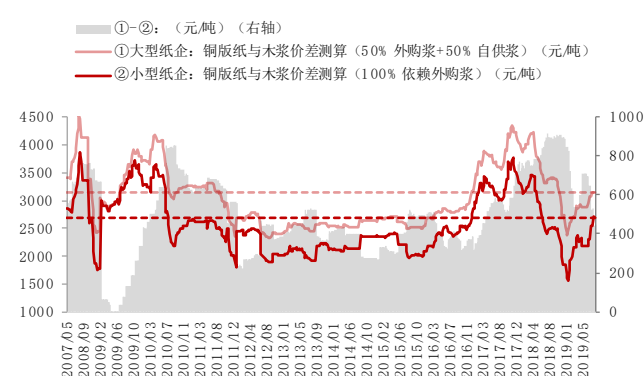
短期内盈利有望逐季改善，中长期成长路径清晰、未来持续增长可期

原材料价格回落、纸价相对稳定，公司盈利有望持续扩张

公司盈利逐季改善逻辑年内仍将持续兑现。2019 年以来，公司单季度盈利逐步改善，我们于年初提出的“业绩拐点已现，盈利有望逐季改善”逻辑兑现。由于三季度木浆价格仍呈下跌走势，且文化纸淡季已过、渠道库存仍处低位，伴随旺季到来，预计纸价年内下跌概率不大，文化纸盈利有望持续扩张，公司业绩有望逐季改善。

图 9：2019 年 2 月以来非涂布文化纸盈利稳步提升


资料来源：卓创资讯，Wind，东方证券研究所

图 10：2019 年 2 月以来铜版纸盈利稳步提升


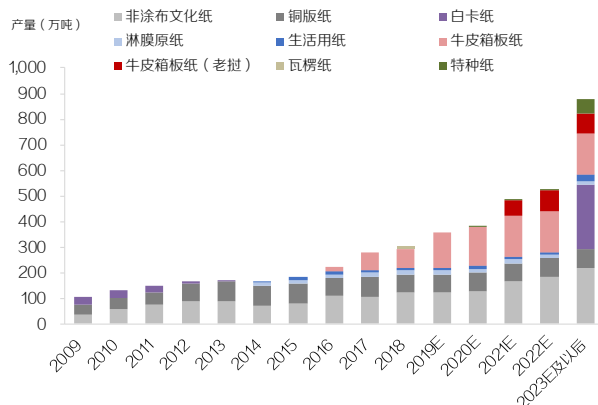
资料来源：卓创资讯，Wind，东方证券研究所

图 11：预计公司造纸业务盈利未来有望持续改善

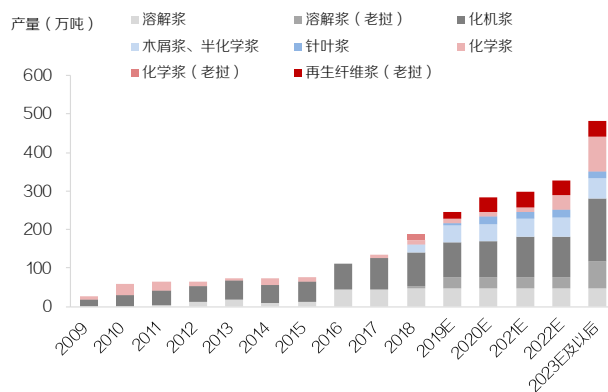

资料来源：公司公告，东方证券研究所

中长期成长路径清晰，浆纸产量稳健扩张

公司制浆、造纸规模稳步扩张，未来成长性可期。公司未来成长路径清晰，兖州本部 45 万吨文化纸、老挝 80 万吨箱板纸、广西北海 350 万吨浆纸项目计划分别于 2020 年末、2021 年上半年、2022 年后投产，预计 2022 年公司制浆造纸总产能将突破 1000 万吨，未来五年浆纸产能年均复合增长率 17%，中长期成长路径清晰。

图 12：太阳纸业造纸产量规模稳健扩张


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 13：太阳纸业制浆产量规模逐步提升


资料来源：公司公告，东方证券研究所

盈利预测与投资建议

我们预测公司 2019-2021 年归母净利润分别为 20.89、22.86、28.14 亿元，对应的 EPS 分别为 0.81、0.88、1.09 元。可比公司 2020 年调整后平均 PE 为 8 倍，考虑到公司在管理水平、成本控制等方面处于行业领军水平，且通过前瞻性布局老挝基地率先打开了原材料方面的成长空间，作为行业里原材料布局方面最具优势的企业，我们维持公司 2020 年 10 倍市盈率估值，较可比公司溢价 25%，对应目标价 8.82 元，维持“买入”评级。

风险提示

- **宏观经济增速放缓、终端需求下滑幅度超预期的风险：**若欧美或国内宏观经济增速发生较大波动，则木浆需求将受到较大影响，木浆价格具备下跌风险；若终端需求下滑幅度超预期，则成品纸价也将存在下跌风险，造纸企业盈利存在大幅波动的风险。
- **公司海外项目推进不达预期的风险：**海外投资项目面临的国际环境复杂多变，存在海外政治、文化等方面的不确定性，若公司新建项目推进不达预期，公司盈利提升将受限，或将面临盈利不达预期的风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,437	1,971	1,880	1,954	2,298	营业收入	18,894	21,768	23,497	24,431	28,721
应收账款	1,645	1,464	1,813	1,885	2,216	营业成本	13,976	16,663	18,704	19,359	22,599
预付账款	487	731	698	725	853	营业税金及附加	141	138	149	155	183
存货	1,525	2,168	2,120	2,195	2,562	营业费用	663	750	920	943	1,127
其他	4,334	4,449	5,125	5,307	6,142	管理费用	580	824	818	827	943
流动资产合计	10,429	10,783	11,635	12,066	14,070	财务费用	571	720	461	471	440
长期股权投资	116	137	158	179	199	资产减值损失	25	10	26	9	41
固定资产	10,882	16,618	16,976	16,855	21,065	公允价值变动收益	(13)	12	0	0	0
在建工程	3,454	637	2,554	4,062	456	投资净收益	2	6	6	6	6
无形资产	664	860	922	991	1,067	其他	22	10	14	14	14
其他	511	489	265	261	260	营业利润	2,950	2,692	2,440	2,687	3,410
非流动资产合计	15,628	18,740	20,875	22,348	23,047	营业外收入	23	37	37	37	37
资产总计	26,056	29,523	32,510	34,414	37,118	营业外支出	42	9	9	9	9
短期借款	5,388	5,216	7,062	7,570	6,601	利润总额	2,931	2,720	2,468	2,715	3,438
应付账款	2,043	2,307	2,586	2,677	3,125	所得税	681	477	373	423	618
其他	4,215	6,440	5,408	4,543	5,189	净利润	2,250	2,242	2,095	2,292	2,820
流动负债合计	11,646	13,963	15,056	14,790	14,914	少数股东损益	226	5	6	6	6
长期借款	1,474	1,794	2,033	2,120	2,108	归属于母公司净利润	2,024	2,238	2,089	2,286	2,814
应付债券	1,929	985	958	958	958	每股收益 (元)	0.78	0.86	0.81	0.88	1.09
其他	184	153	0	0	0	主要财务比率					
非流动负债合计	3,587	2,931	2,990	3,077	3,066		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	15,232	16,895	18,046	17,867	17,980	成长能力					
少数股东权益	499	56	62	68	74	营业收入	30.7%	15.2%	7.9%	4.0%	17.6%
股本	2,593	2,592	2,592	2,592	2,592	营业利润	103.0%	-8.8%	-9.4%	10.1%	26.9%
资本公积	1,446	1,540	1,540	1,540	1,540	归属于母公司净利润	91.6%	10.5%	-6.7%	9.4%	23.1%
留存收益	6,072	8,050	9,880	11,957	14,542	获利能力					
其他	214	390	390	390	390	毛利率	26.0%	23.5%	20.4%	20.8%	21.3%
股东权益合计	10,824	12,628	14,464	16,547	19,138	净利率	10.7%	10.3%	8.9%	9.4%	9.8%
负债和股东权益总计	26,056	29,523	32,510	34,414	37,118	ROE	22.1%	19.5%	15.5%	14.8%	15.8%
现金流量表						ROIC	14.5%	13.0%	10.2%	9.9%	11.1%
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	偿债能力					
净利润	2,250	2,242	2,095	2,292	2,820	资产负债率	58.5%	57.2%	55.5%	51.9%	48.4%
折旧摊销	1,034	1,409	1,368	1,487	1,771	净负债率	69.5%	61.3%	66.7%	55.4%	41.0%
财务费用	571	720	461	471	440	流动比率	0.90	0.77	0.77	0.82	0.94
投资损失	(2)	(6)	(6)	(6)	(6)	速动比率	0.76	0.62	0.63	0.67	0.77
营运资金变动	(65)	1,169	(1,474)	(140)	(609)	营运能力					
其它	(21)	(1,056)	94	9	41	应收账款周转率	11.4	12.8	13.1	12.0	12.8
经营活动现金流	3,767	4,478	2,537	4,113	4,456	存货周转率	10.5	9.0	8.7	9.0	9.5
资本支出	(3,873)	(4,502)	(3,703)	(2,940)	(2,449)	总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.7	0.8
长期投资	(46)	(49)	(21)	(21)	(21)	每股指标 (元)					
其他	(50)	1,513	6	6	6	每股收益	0.78	0.86	0.81	0.88	1.09
投资活动现金流	(3,969)	(3,038)	(3,718)	(2,954)	(2,463)	每股经营现金流	1.45	1.73	0.98	1.59	1.72
债权融资	398	(166)	(37)	(912)	(11)	每股净资产	3.98	4.85	5.56	6.36	7.36
股权融资	295	93	0	0	0	估值比率					
其他	556	(2,458)	1,126	(172)	(1,638)	市盈率	8.8	8.0	8.6	7.8	6.4
筹资活动现金流	1,248	(2,531)	1,089	(1,084)	(1,649)	市净率	1.7	1.4	1.2	1.1	0.9
汇率变动影响	(1)	(55)	0	0	0	EV/EBITDA	5.4	5.1	5.8	5.3	4.4
现金净增加额	1,045	(1,146)	(91)	75	343	EV/EBIT	7.0	7.2	8.5	7.8	6.4

资料来源：东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有 太阳纸业(002078)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

