

Q2 净利超预期， 文化纸龙头，价值底部

事件

2019年8月28日，太阳纸业发布2019年中报，公司19H1实现营业收入107.76亿元，同比增长2.9%；归母净利润8.87亿元，同比-27.8%；实现扣非后归母净利润8.64亿元，同比-28.7%。利润下降主因系主要产品价格同比下降，原材料采购成本价格同比上升。

分季度来看，公司19Q1/Q2单季度收入分别为54.51、53.25亿元，同比分别变动+8.1%、-2.0%；归母净利润分别为3.80、5.06亿元，同比分别变动-38.3%、-17.2%，19Q2归母净利润降幅明显收窄，超过市场预期。

我们的分析和判断

收入端浆及纸制品业务快速增长。

分产品看：19H1公司浆及纸制品业务收入稳定增长，同比+2.93%，电及蒸汽业务收入稳中略降，同比-2.19%至3.75亿元。其中：非涂布文化用纸收入同比-4.6%至36.12亿元；溶解浆同比迅速增长26.4%至18.26亿元。

分地区看：中国大陆销售收入同比+2.4%至105.89亿元，占营业总收入98.3%；境外销售收入同比+41.7%至1.87亿元，占总营收1.7%。

毛利率同比下滑，但盈利有望逐步回升。

19H1公司毛利率降低7.21pct至19.71%。其中浆及纸制品业务毛利率同比-7.43pct至19.62%；电及蒸汽业务毛利率同比-4.02pct至21.44%；其他业务毛利率同比+9.35pct至24.72%。毛利率降低主因主要产品价格同比下降，原材料采购成本价格同比上升。

2019年至今，木浆价格从约5500元持续下跌23.6%至约4200元；双胶纸价格稳中略降，从6383下跌3.3%至6175元；双铜纸价从6033下降3.3%至5833元。短期来看，造纸行业淡季已过，伴随着9-12月学生春季教材备货及年前促销宣传所催生的大量文化纸需求以及双十一、双十二等年终大促所催生的包装纸需求，预计浆及纸制品价格上升，从而抬升利润率水平。长期来看，公司产能释放保障收入提升：

太阳纸业 (002078)

维持

买入

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

罗乾生

luoqiansheng@csc.com.cn

执业证书编号：S1440519060003

研究助理：颜慧菁

yanhuijing@csc.com.cn

021-68821600

发布日期：2019年08月29日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1个月	3个月	12个月
股票价格绝对/相对市场表现 (%)	8.89/7.88	20.99/15.83	-12.15/-22.64
12个月最高/最低价 (元)			9.06/5.41
总股本 (万股)			259,155.43
流通A股 (万股)			255,091.26
总市值 (亿元)			203.18
流通市值 (亿元)			199.99
近3月日均成交量 (万)			1,926.55
主要股东			
山东太阳控股集团有限公司			47.66%

股价表现



相关研究报告

19.07.19	太阳纸业(002078)：新建文化纸项目，扩张老挝产能，深化布局林浆纸一体化
18.08.30	太阳纸业(002078)：产能有序落地，国际化前瞻可期
18.04.26	太阳纸业(002078)：Q1以及H1均超预期，周期中的成长股

(1) 公司 10 万吨木屑浆生产线和 40 万吨半化学浆生产线在 2019 年度进入稳定生产期, 20 万吨本色高得率生物质纤维项目预计将于 2019 年四季度投产; (2) 老挝 120 万吨造纸项目按计划稳步推进, 项目中的 40 万吨再生纤维浆板生产线已经在 2019 年 6 月份试产, 后续项目中的两条分别年产 40 万吨高档包装纸生产线, 预计将于 2021 年上半年陆续进入试生产阶段; (3) 公司拟实施年产 45 万吨特色文化用纸项目, 总投资人民币 20.16 亿元, 以提升公司高端文化用纸的产能。

期间费用率略有提升, 经营性现金净流量稳中有升。

销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率分别+0.77pct/+0.45pct/+0.31pct/-0.24pct至20.56%、7.44%、4.74%、-0.42%。净利率下降 4.55pct 至 8.32%。19H1 公司实现经营性现金净流量 22.16 亿元, 去年同期为 20.80 亿元, 较去年同期提升 6.54%。

投资建议:

我们预计公司 2019-2020 年营业收入分别为 232.26 亿元和 251.08 亿元, 同比分别+6.7%和+8.1%; 归母净利润分别为 20.39 亿元和 22.49 亿元, 同比分别为-8.9%和+10.3%; 对应 P/E 为 7.9x 和 8.7x, 维持“买入”评级。

风险因素:

原材料价格波动, 项目进度不达预期, 纸价大幅波动。

图表 1: 太阳纸业主要财务指标

	2016	2017	2018	2019Q1	2019H1
营业收入 (亿元)	144.55	188.94	217.68	54.51	107.76
同比 (%)	33.54	30.71	15.21	8.13	2.89
归母净利润 (亿元)	10.57	20.24	22.38	3.80	8.87
同比 (%)	58.52	91.55	10.54	-38.34	-27.81
综合毛利率 (%)	21.92	26.03	23.45	17.70	19.71
销售费用率 (%)	3.96	3.51	3.45	3.25	3.52
管理费用率 (%)	2.40	2.28	2.55	2.79	2.39
财务费用率 (%)	3.81	3.02	3.31	2.66	2.81
研发费用率 (%)	0.70	2.52	2.28	1.17	1.49
期间费用率 (%)	10.87	11.32	11.59	9.49	10.21

资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图表 2: 太阳纸业分季度财务情况

单季	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2
营业总收入 (亿元)	44.11	42.86	50.09	51.88	50.41	54.32	56.36	56.59	54.51	53.25
同比	52.47	16.88	37.58	21.94	14.29	26.76	12.51	9.06	8.13	-1.97
归母净利润 (亿元)	4.40	4.35	4.99	6.50	6.17	6.11	5.73	4.36	3.80	5.06
同比	210.22	106.36	63.91	62.68	40.14	40.63	14.82	-32.92	-38.34	-17.18
扣非归母净利润 (亿元)	4.08	4.62	4.93	6.75	6.04	6.07	5.70	4.30	3.34	5.30

	同比	-	-	62.58	71.43	48.03	31.46	15.56	-36.32	-44.71	-12.77
累计	17Q1	17H1	17Q1-3	17A	18Q1	18H1	18Q1-3	18A	19Q1	19H1	
营业总收入（亿元）	44.11	86.97	137.06	188.94	50.41	104.74	161.10	217.68	54.51	107.76	
归母净利润（亿元）	4.40	8.75	13.74	20.24	6.17	12.28	18.02	22.38	3.80	8.87	
扣非归母净利润（亿元）	4.08	8.70	13.63	20.38	6.04	12.11	17.81	22.11	3.34	8.64	
	195.00	150.53	109.51	95.15	48.03	39.23	30.66	8.47	-44.71	-28.70	

资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

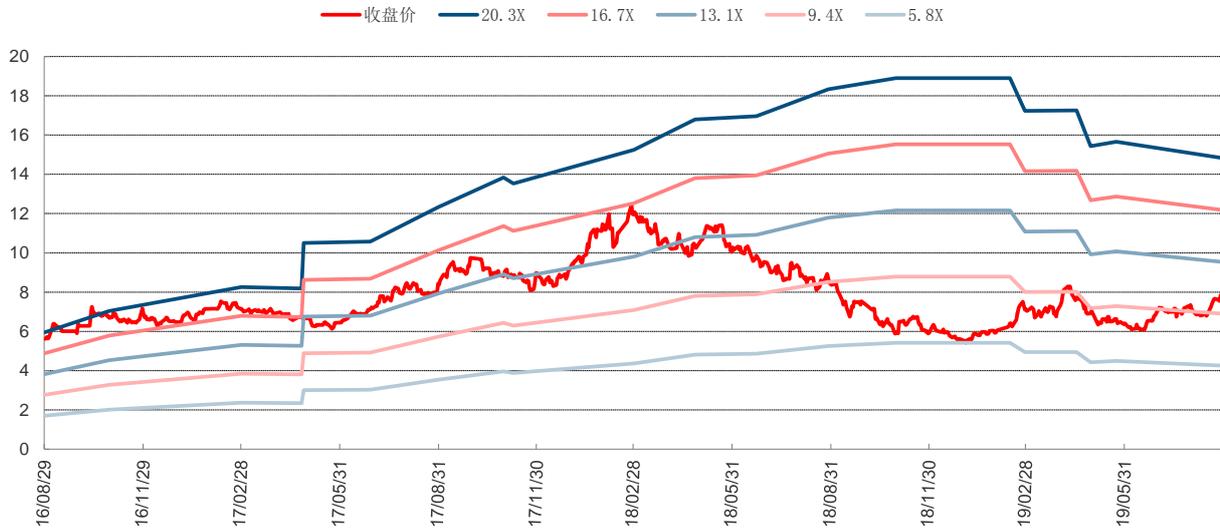
图表 3：太阳纸业分产品营业收入情况

	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
文化纸（亿元）	36.08	36.55	52.61	58.99	72.07	35.12
同比（%）	-5.58	1.29	43.95	12.14	22.16	-4.64
占比（%）	34.50	33.76	36.39	31.22	33.11	32.59
毛利率（%）	18.00	22.46	23.18	28.06	27.29	21.52
铜版纸（亿元）	34.70	32.12	29.48	44.51	39.95	15.11
同比（%）	-1.15	-7.44	-8.23	50.99	-10.24	-29.83
占比（%）	33.18	29.67	20.39	23.56	18.35	14.02
毛利率（%）	18.10	20.25	21.52	32.66	28.46	20.06
溶解浆（亿元）	6.19	8.96	26.14	26.96	31.66	18.26
同比（%）	-34.06	44.79	191.60	3.14	17.45	26.38
占比（%）	5.92	8.28	18.08	14.27	14.55	16.94
毛利率（%）	1.15	10.36	18.27	21.00	20.29	21.70
牛皮箱板纸（亿元）	-	-	5.06	23.92	26.40	14.32
同比（%）	-	-	-	372.41	10.39	20.71
占比（%）	-	-	3.50	12.66	12.13	13.29
毛利率（%）	-	-	21.73	19.89	11.24	14.04
化学机械浆（亿元）	9.93	8.10	9.51	11.87	15.68	7.70
同比（%）	-5.00	-18.42	17.43	24.81	32.12	2.93
占比（%）	9.49	7.48	6.58	6.28	7.20	7.15
毛利率（%）	25.25	29.83	22.25	21.07	25.97	23.30
原纸（亿元）	6.65	7.11	6.76	6.96	8.81	4.16
同比（%）	18.61	6.97	-4.98	2.98	26.69	-3.68
占比（%）	6.36	6.57	4.67	3.68	4.05	3.86
毛利率（%）	17.43	18.14	18.99	24.65	26.20	19.19
生活用纸（亿元）	1.70	6.11	7.29	7.22	8.19	3.96
同比（%）	-	260.55	19.24	-0.96	13.44	3.23

占比 (%)	1.62	5.65	5.04	3.82	3.76	3.67
毛利率 (%)	43.96	51.89	37.07	28.10	24.23	21.44
电及蒸汽 (亿元)	8.19	7.62	6.34	7.25	7.89	3.75
同比 (%)	-5.65	-7.05	-16.76	14.41	8.84	-2.19
占比 (%)	7.83	7.03	4.38	3.84	3.63	3.48
毛利率 (%)	43.96	51.89	37.07	28.10	24.23	21.44
瓦楞纸 (亿元)	-	-	-	-	3.38	4.55
同比 (%)	-	-	-	-	-	-
占比 (%)	-	-	-	-	1.55	4.22
毛利率 (%)	-	-	-	-	10.11	14.96
化学浆 (亿元)	-	-	-	-	2.33	0.02
同比 (%)	-	-	-	-	-	-
占比 (%)	-	-	-	-	1.07	0.02
毛利率 (%)	-	-	-	-	27.65	-
石灰 (亿元)	-	-	-	-	0.03	0.05
同比 (%)	-	-	-	-	-	-
占比 (%)	-	-	-	-	0.01	0.05
毛利率 (%)	-	-	-	-	9.09	1.51
其他业务 (亿元)	1.14	1.68	1.37	1.27	1.28	0.71
同比 (%)	2.70	47.63	-18.52	-7.52	1.27	20.01
占比 (%)	1.09	1.56	0.95	0.67	0.59	0.66
毛利率 (%)	58.04	74.25	34.16	22.00	10.69	-

资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图表 4：太阳纸业历史 PE band



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图表 5：太阳纸业 PB band



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

分析师介绍

花小伟：中信建投证券研究发展部大消费组长、轻工消费分析师，统计学硕士。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名；2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名；2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名；2018 年水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名。

罗乾生：轻工消费分析师，中国人民大学管理学学士、硕士，2016 年加入中信建投

研究助理 颜慧菁：伦敦政治经济学院硕士，2019 年加入中信建投证券从事轻工行业研究，曾任职中金公司研究部。

报告贡献人

翟延杰：轻工制造行业研究员，北京大学金融硕士，2019 年加入中信建投。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

王定润 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859