

太阳纸业 (002078.SZ)

文化纸盈利能力强，上调公司业绩预测

9月文化纸涨价落实，文化纸盈利能力强。9月双胶铜板提价100~200元/吨已落实，当前出版印刷需要良好，产业链库存低位，预计后期文化纸价格保持坚挺。文化纸行业19年以来供求格局良好，盈利能力持续修复，19年3月~5月提价500元/吨后价格维稳，9月提价继续落实。由于木浆港口库存仍维持高位接近200万吨，外盘浆价下跌明显，针叶和阔叶浆外盘价格Q2环比下跌35美元/吨，7~8月环比Q2下降130美元/吨。根据我们测算，预计公司Q3毛利率将环比提升8pct左右，盈利水平达到17年高位。

溶解浆成本优势明显，后期价格向上弹性大。19H2溶解浆价格下行，当前价格5900~6000元/吨已经低于15年最低价格，后期溶解浆价格向上弹性较大。公司在老挝30万吨溶解浆生产成本优势明显，离木片原材料近，每吨可节省运输费用1000元/吨；另一方面，19年老挝溶解浆开始使用部分自产木片，成本结构进一步优化。

包装纸成本端向上优化改善，盈利能力逐步增强。公司从16年开始生产包装纸就一直使用国废作为原材料，而17H2~18H1国废价格的大幅上涨使得公司包装纸业务盈利快速恶化。18年公司研发木片和木屑半化学浆50万吨，并在老挝投资建设废纸浆，19年将投产使用，预计19年成本端结构优化改善，预计全年贡献20万吨废纸浆产能，可为公司节省9000万元成本。20~21年40万吨废纸浆全部投产，预计每年可为公司释放1.8亿元利润。公司替代国废的半化学浆和废纸浆布局领先，若20年外废进口量继续下降，原材料缺口显现，国废价格高企，公司50%的原材料（160万吨包装纸，对应180万吨原材料需求量）并不依赖国废，后期业绩弹性凸显。

中长期看，公司林浆纸一体化布局完善，原材料把控能力强。造纸行业以原材料为导向，当前最上游的木片资源供应开始收缩。公司08年在老挝布局林浆纸一体化基地，育苗、教化当地农民合作、完善基础设施等，耗费10年时间，投资超过10亿美元，18年初现“雏形”，19年林地可供开采。自产木片成本较低，林浆纸一体化带来公司的成本端改善将逐步兑现到业绩中，根据我们测算，预计19~21年将为公司释放1.5/2.3/3.0亿元利润。

公司为造纸行业中具备成长属性标的，林浆纸一体化布局增强原材料把控能力，成本结构向上改善优化，盈利能力将持续增强，维持“买入”评级。公司文化纸盈利能力持续增强，包装纸成本端改善明显，因此上调公司盈利预测，预计公司19~21年实现归母净利润21.14/25.37/30.76亿元，同比变动-5.5%/20.0%/21.3%，对应PE 9.7X/8.1X/6.7X。

风险提示：原材料价格波动、下游需求不及预期、项目建设不及预期、盈利测算假设不够谨慎、林地开发程度无法确认的风险、财务风险。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	18,894	21,768	21,435	23,222	28,034
增长率 yoy (%)	30.7	15.2	-1.5	8.3	20.7
归母净利润(百万元)	2,024	2,238	2,114	2,537	3,076
增长率 yoy (%)	91.6	10.5	-5.5	20.0	21.3
EPS 最新摊薄(元/股)	0.78	0.86	0.82	0.98	1.19
净资产收益率(%)	20.8	17.8	14.7	15.2	15.7
P/E(倍)	10.1	9.2	9.7	8.1	6.7
P/B(倍)	2.0	1.7	1.4	1.2	1.1

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(维持)

股票信息

行业	造纸
前次评级	买入
最新收盘价	7.91
总市值(百万元)	20,499.19
总股本(百万股)	2,591.55
其中自由流通股(%)	98.43
30日日均成交量(百万股)	12.11

股价走势



作者

分析师 丁婷婷

执业证书编号: S0680512050001

邮箱: dingtingting@gszq.com

相关研究

- 《太阳纸业(002078.SZ): 盈利能力逐步增强, 中期业绩表现优异》2019-08-28
- 《太阳纸业(002078.SZ): 政策性贷款替代定增, 老挝林浆纸一体化项目稳步推进》2019-08-07
- 《太阳纸业(002078.SZ): 严控原料入口, “太阳”冉冉升起》2019-08-04



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	10,429	10,783	10,018	14,291	14,125
现金	2,437	1,971	1,873	4,201	2,464
应收账款	1,645	1,464	1,597	1,719	2,284
其他应收款	132	0	130	11	159
预付账款	487	731	469	831	738
存货	1,525	2,168	1,529	2,452	2,363
其他流动资产	4,202	4,449	4,420	5,078	6,115
非流动资产	15,628	18,740	17,423	17,841	20,465
长期投资	116	137	173	209	245
固定投资	10,882	16,618	15,302	15,508	17,741
无形资产	664	860	926	992	1,068
其他非流动资产	3,965	1,126	1,023	1,132	1,412
资产总计	26,056	29,523	27,442	32,132	34,589
流动负债	11,646	13,963	10,822	13,640	13,357
短期借款	5,388	5,216	5,216	5,216	5,216
应付账款	2,043	2,307	2,048	2,642	3,031
其他流动负债	4,215	6,440	3,558	5,782	5,110
非流动负债	3,587	2,931	2,116	1,620	1,463
长期借款	3,403	2,778	1,963	1,467	1,310
其他非流动负债	184	153	153	153	153
负债合计	15,232	16,895	12,938	15,260	14,820
少数股东权益	499	56	77	103	134
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	9,890	12,130	14,843
归属母公司股东收益	10,325	12,573	14,427	16,770	19,636
负债和股东权益	26,056	29,523	27,442	32,132	34,589

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动净现金流	3,767	4,478	2,595	5,211	3,158
净利润	2,250	2,242	2,135	2,562	3,108
折旧摊销	993	1,151	1,232	1,288	1,473
财务费用	571	720	551	514	542
投资损失	-2	-6	-10	-10	-10
营运资金变动	86	591	-1,314	857	-1,955
其他经营现金流	-131	-220	0	0	0
投资活动净现金流	-3,969	-3,038	95	-1,695	-4,087
资本支出	3,980	3,035	-1,353	382	2,588
长期投资	-42	0	-36	-37	-36
其他投资现金流	-32	-3	-1,294	-1,351	-1,535
筹资活动净现金流	1,248	-2,531	-2,787	-1,189	-807
短期借款	1,219	-172	0	0	0
长期借款	486	-624	-815	-496	-158
普通股增加	57	-1	0	0	0
资本公积增加	238	94	0	0	0
其他筹资现金流	-752	-1,828	-1,972	-693	-650
现金净增加额	1,045	-1,146	-98	2,327	-1,736

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	18,894	21,768	21,435	23,222	28,034
营业成本	13,976	16,663	16,682	17,963	21,727
营业税金及附加	141	138	129	139	168
营业费用	663	750	750	790	953
管理费用	580	556	815	813	981
财务费用	571	720	551	514	542
资产减值损失	25	10	11	12	14
公允价值变动收益	-13	12	0	0	0
投资净收益	2	6	10	10	10
营业利润	2,950	2,692	2,509	3,001	3,658
营业外收入	23	37	28	41	30
营业外支出	42	9	10	10	10
利润总额	2,931	2,720	2,527	3,032	3,678
所得税	681	477	392	470	570
净利润	2,250	2,242	2,135	2,562	3,108
少数股东收益	226	5	21	26	31
归属母公司净利润	2,024	2,238	2,114	2,537	3,076
EBITDA	4,402	4,311	4,096	4,602	5,413
EPS (元/股)	0.78	0.86	0.82	0.98	1.19

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	30.7	15.2	-1.5	8.3	20.7
营业利润 (%)	103.0	-8.8	-6.8	19.6	21.9
归属母公司净利润 (%)	91.6	10.5	-5.5	20.0	21.3
盈利能力					
毛利率 (%)	26.0	23.5	22.2	22.6	22.5
净利率 (%)	10.7	10.3	9.9	10.9	11.0
ROE (%)	20.8	17.8	14.7	15.2	15.7
ROIC (%)	12.8	11.6	10.8	11.6	12.3
偿债能力					
资产负债率 (%)	58.5	57.2	47.1	47.5	42.8
净负债比率 (%)	69.5	61.3	40.4	18.1	24.0
流动比率	0.9	0.8	0.9	1.0	1.1
速动比率	0.8	0.6	0.8	0.9	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.82	0.78	0.75	0.78	0.84
应收账款周转率	12.6	14.0	14.0	14.0	14.0
应付账款周转率	8.0	7.7	7.7	7.7	7.7
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	0.78	0.86	0.82	0.98	1.19
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.47	2.01	1.00	2.01	1.22
每股净资产 (最新摊薄)	3.89	4.75	5.47	6.37	7.48
估值指标 (倍)					
P/E	10.1	9.2	9.7	8.1	6.7
P/B	2.0	1.7	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	6.5	6.6	6.5	5.2	4.7

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com