

太阳纸业 (002078.SZ)

受益废纸纤维减少，公司业绩增长支撑较强

公司股价近期出现波动，中长期增长动力仍充足。公司近期股价出现波动，我们认为与木浆系盈利高位预期回归，及溶解浆价格下跌有关。但中长期来看，公司增长动能仍较为充足，文化纸板块明年仍有业绩支撑，包装纸板块业绩弹性较大，在明年原材料缺口显现背景下将有较好表现。公司股价短期出现波动，中长期基本面仍向好，持续推荐。

短期来看，2020Q1 文化纸板块仍存在业绩弹性。19 年木浆系板块吨净利呈现逐季向上的情况，年化平均吨净利预计在 700~800 元/吨，处于较为正常水平。2020 年若吨净利水平开始回落，吨净利将经历从高点逐步回归的过程，年化平均吨净利同比下滑可能性较小。短期来看，浆价仍维持低位，文化纸提价顺畅，2020Q1 木浆系板块仍存在一定业绩弹性。

木浆系中长期看竞争格局优化，未来利润中枢有望抬升。从 APP 持续举牌博汇来看，未来木浆系行业内集中度有望进一步提升，协同性进一步加强。**APP 和博汇占据白卡纸接近 55% 市场份额，两家龙头企业若能达成协同将有利于白卡纸提价。**同时木浆系产品价格具备联动性，未来将有利于稳定双胶和铜版纸价预期。两家企业达成协同后，木浆系行业格局进一步优化，行业的盈利水平有望稳定在较高水平。

2020 年度废纸原材料缺口有望显现，废纸系行情有望开启，公司原材料保障能力强。禁止进口废纸政策趋势未改，19 年较 17 年进口废纸量累计下滑达到 2000 万吨以上，占到行业原材料总需求量的 20% 以上，20 年将进一步下滑 500~600 万吨。18~19 年行业去库使得原材料缺口未显现，20 年已经没有库存可去，并且在涨价预期下存在补库需求，预计纸价将趋势性上涨。公司布局木片和木屑半化学浆 50 万吨+老挝废纸浆 40 万吨，19 年投产使用，每吨成本较当前国废价格低 300 元/吨左右，满足公司 50% 的包装纸原材料需求。公司 20 万吨本色浆 19Q4 投产，预计 20 年投入使用，锁定接近 70% 的成本，19 年公司在包装纸中高端产品开发期，20 年后有望量价齐升。

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。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 10.8X/9.0X/7.4X。

风险提示：溶解浆价格波动、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)	11.3	10.2	10.8	9.0	7.4
P/B (倍)	2.3	1.9	1.6	1.4	1.2

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	8.84
总市值(百万元)	22,911.24
总股本(百万股)	2,591.77
其中自由流通股(%)	99.28
30 日日均成交量(百万股)	18.55

股价走势



作者

分析师 严大林

执业证书编号: S0680519100001

邮箱: yandalin@gszq.com

相关研究

- 《太阳纸业(002078.SZ): 三季度盈利继续环比向上, 后期看包装纸和溶解浆弹性释放》2019-10-28
- 《太阳纸业(002078.SZ): 文化纸盈利能力强, 上调公司业绩预测》2019-09-10
- 《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



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	10,019	14,292	14,125
现金	2,437	1,971	1,873	4,201	2,465
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	32,133	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	32,133	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	-97	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	11.3	10.2	10.8	9.0	7.4
P/B	2.3	1.9	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	7.1	7.2	7.1	5.7	5.2

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