

证券研究报告—动态报告

轻工

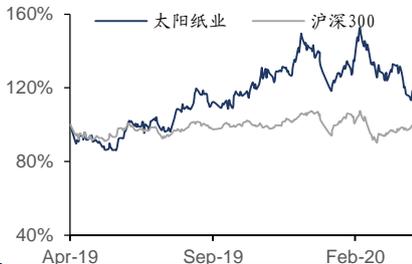
造纸

太阳纸业(002078)
买入

2020 年一季报点评

(维持评级)

2020 年 05 月 06 日

一年该股与沪深 300 指数走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	2,592/2,570
总市值/流通(亿元)	216/215
上证综指/深圳成指	2,860/10,722
12 个月最高/最低(元)	11.10/6.06

相关研究报告:

《太阳纸业-002078-2019 年年报点评: 积土成山, 优势渐显》——2020-04-22
 《太阳纸业-002078-深度报告: 熨平周期波动, 勇立纸业潮头》——2019-11-29
 《太阳纸业-002078-疲弱持续》——2011-10-26
 《太阳纸业-002078-行业低迷及负债率上升制约盈利》——2011-08-28
 《太阳纸业 09 年三季报点评: 盈利增速将放缓》——2009-10-27

证券分析师: 荣泽宇

电话: 010-88005307
 E-MAIL: rongzeyu@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519060003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

净利同比大增, 各项目如期推进

● 收入小幅增长, 净利润同比大增

收入 55.52 亿元 (+1.86%); 归母净利润 5.36 亿元 (+40.97%); 毛利率 24.6% (+6.9%), 净利率 9.7% (+2.7%)。收入与上年基本持平, 净利润同比大幅增长, 原因在于纸-浆价差扩大、原材料自给程度提升降低成本带动了毛利率和净利率提升。净利率涨幅小于毛利率, 系销售和管理费用率分别+2.1%、+1.3%所致; 财务费用率同比维持稳定。

● 木浆价格受库存压制, 原材料成本或低位运行

全球木浆库存 2018 年末开始高涨, 价格随之持续下跌; 在纸品价格止跌反弹后仍较疲软, 致使纸-浆价差扩大, 吨纸盈利修复。展望 2020 年, 木浆价格在下游需求疲软和高库存压制下在中低位震荡的概率较大。

● 各项目稳步推进, 奠定中长期成本优势

老挝 40 万吨废纸浆投产, 80 万吨高档包装纸已启动; 广西项目通过环评准备建设一期工程; 兖州本部 45 万吨特色文化纸项目稳步实施, 预计 2020Q4 投产。公司现金充足, 资产负债表仍具支撑上述项目空间。随着各项目不断推进, 公司产能将进一步增长, 中长期成本优势亦有望加强。

● 估值近历史低位, 具备较强吸引力

公司股价近期稍有回调, 4 月 30 日 PB 为 1.45, 近三年最小值 1.24。当前估值接近行业严重亏损, 净利率极低的 2012 和 2013 年。考虑到新建项目带来的产能、收入增长, 和原材料自主性增强对成本端的优化作用, 当前估值未能充分反映公司价值, 从长期来看具备较强的吸引力。

● 投资建议: 维持业绩预测和“买入”评级

林浆纸一体化布局持续推进, 其成效有望在 2020-2022 年得到更加明显的体现。公司 OCF 良好, 融资渠道丰富且成本逐年优化, 能够支撑其业务扩张。长期盈利水平和其稳定性有望实现稳步提高, 我们维持对公司的业绩预测、买入”评级和 12.60-14.50 元的合理估值区间。

● 风险提示

疫情冲击导致下游需求大幅下滑; 公司新项目建设不及预期。

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	22,762.70	23,795.53	27,383.59	31,156.79	22,762.70
(+/-%)	4.57%	4.54%	15.08%	13.78%	4.57%
净利润(百万元)	2178.12	2130.99	2509.77	2769.95	2178.12
(+/-%)	-2.66%	-2.16%	17.77%	10.37%	-2.66%
摊薄每股收益(元)	0.84	0.82	0.97	1.07	0.84
EBIT Margin	15.43%	13.83%	14.54%	16.12%	15.43%
净资产收益率(ROE)	14.93%	12.91%	13.37%	13.03%	14.93%
市盈率(PE)	9.94	10.16	8.62	7.81	9.94
EV/EBITDA	7.91	8.69	8.12	6.85	7.91
市净率(PB)	1.48	1.31	1.15	1.02	1.48

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

净利润同比大增，销售管理费用率小幅上扬

图 1: 公司营业收入和同比变化 (百万元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 公司归母净利润和同比变化 (百万元)



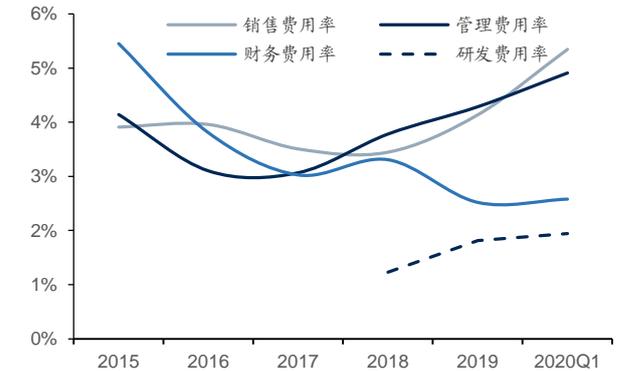
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 公司毛利率、净利率变化



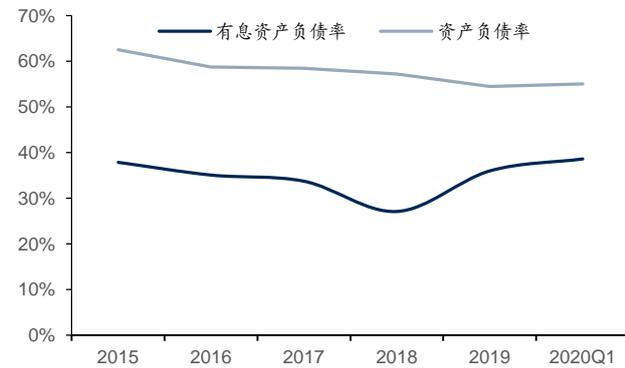
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 公司各项费率变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 5: 公司资产负债率小幅上升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

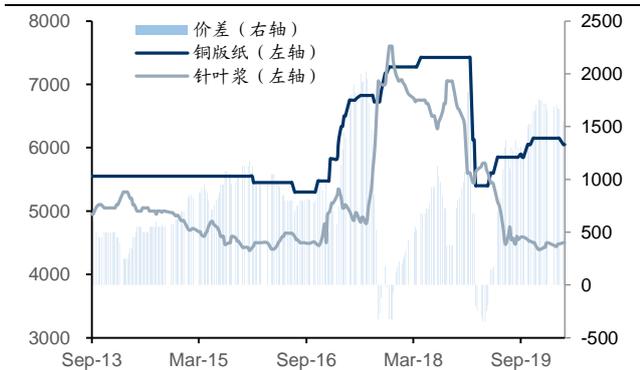
图 6: 公司经营性净现金流和净利润 (百万元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

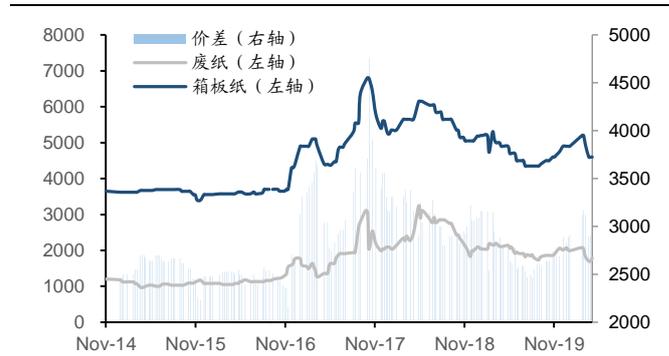
下游需求难言景气，浆纸价差或维持稳定

图 7：铜版纸和木浆价格及价差



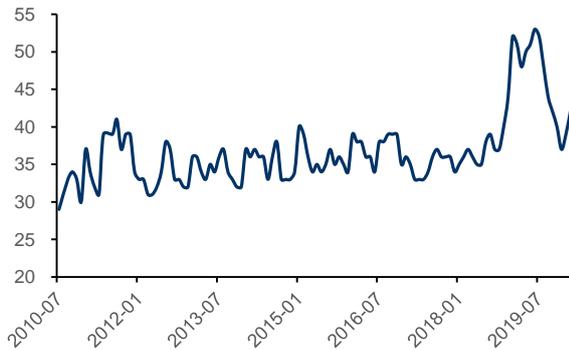
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 8：箱板纸和废纸价格及价差



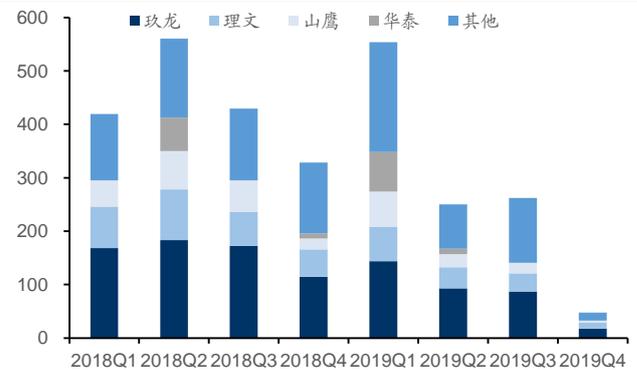
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 9：全球木浆主要生产商库存天数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 10：外废进口配额 (万吨)



资料来源：中国固废管理中心，国信证券经济研究所整理

投资建议

我们维持年报点评的业绩预测。预测公司 2020-2022 年收入 237.96/273.8/311.57 亿元，同比增速 4.5%/15.1%/13.8%；归母净利润 21.31/25.10/27.70 亿元，同比增速-2.2%/17.8%/10.4%，BPS 为 6.37/7.24/8.20 元/股，当前股价对应 2020-2022 年预测 PB 为 1.31/1.15/1.02X。

公司在行业格局趋于集中的大背景下，通过提升原材料自主程度，能够有效提升盈利水平，同时降低盈利波动性；在收入随新建项目投产保持增长的同时提升长期回报的质量。太阳纸业是行业中少有的专注主业发展、持续深耕产业链的龙头企业，具有长期投资的空间和确定性。

基于对公司的长期看好，以及对其中短期项目推进带来的成长空间较为乐观预期，我们维持公司“买入”评级，并维持合理估值区间 12.60-14.50 元。

表 1: 造纸行业可比公司相对估值部分数据比较 (截至 2020.4.30)

代码	简称	股价 (元)	BPS (元/股)			PB			PE (TTM)	总市值 (亿元)
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E		
002078.SZ	太阳纸业	8.35	*6.37	*7.24	*8.20	*1.31	*1.15	*1.02	12.32	216.41
000488.SZ	晨鸣纸业	4.91	8.01	8.65	9.08	0.61	0.57	0.54	12.53	115.76
600567.SH	山鹰纸业	3.02	3.57	3.82	4.10	0.85	0.79	0.74	6.80	138.78
2689.HK	玖龙纸业	6.83	*8.72	*10.26	*11.72	*0.78	*0.67	*0.58	8.61	321.03
2314.HK	理文造纸	4.35	5.87	6.20	6.60	0.74	0.70	0.66	6.63	189.53
002511.SZ	中顺洁柔	17.26	*3.51	*4.10	*4.70	*4.92	*4.21	*3.67	33.46	225.91

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测 (带*数据为国信证券经济研究所预测, 其余数据来源于 Wind)

风险提示

疫情冲击导致下游需求大幅下滑; 公司新项目建设不及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	2535	1500	2000	2276	营业收入	22763	23796	27384	31157
应收款项	1941	6193	7502	8536	营业成本	17631	18328	20957	23421
存货净额	2456	2178	2489	2637	营业税金及附加	114	167	192	218
其他流动资产	4294	2712	3636	3556	销售费用	942	952	1068	1184
流动资产合计	11233	12583	15627	17006	管理费用	823	1023	1150	1277
固定资产	0	2580	6574	8428	财务费用	574	833	1095	1402
无形资产及其他	862	827	793	758	投资收益	22	0	0	0
投资性房地产	20045	20045	20045	20045	资产减值及公允价值变动	77	15	15	15
长期股权投资	155	155	155	155	其他收入	(274)	(34)	(34)	(34)
资产总计	32295	36191	43195	46393	营业利润	2503	2474	2902	3635
短期借款及交易性金融负债	9804	8592	12609	12607	营业外净收支	91	33	51	58
应付款项	2635	5572	5788	6111	利润总额	2594	2507	2953	3693
其他流动负债	1808	1944	2335	2594	所得税费用	396	376	443	923
流动负债合计	14246	16108	20732	21312	少数股东损益	19	19	22	28
长期借款及应付债券	2690	2790	2890	2990	归属于母公司净利润	2178	2131	2510	2770
其他长期负债	659	659	659	659					
长期负债合计	3349	3449	3549	3649					
负债合计	17595	19557	24281	24961					
少数股东权益	108	125	145	170					
股东权益	14591	16509	18768	21261					
负债和股东权益总计	32295	36191	43195	46393					

现金流量表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	2178	2131	2510	2770
资产减值准备	61	(63)	0	1
折旧摊销	1447	1324	1340	1478
公允价值变动损失	(77)	(15)	(15)	(15)
财务费用	574	833	1095	1402
营运资本变动	(4788)	260	(1908)	(509)
其它	(43)	80	20	24
经营活动现金流	(1223)	3717	1946	3749
资本开支	(1003)	(2500)	(4000)	(2000)
其它投资现金流	21	7	0	0
投资活动现金流	(1000)	(2493)	(4000)	(2000)
权益性融资	32	0	0	0
负债净变化	(141)	100	100	100
支付股利、利息	(259)	(213)	(251)	(277)
其它融资现金流	3556	(1804)	2362	638
融资活动现金流	2787	(1917)	2211	461
现金净变动	564	(692)	157	2210
货币资金的期初余额	1971	2535	1843	2000
货币资金的期末余额	2535	1843	2000	4210
企业自由现金流	(1368)	1882	(1184)	2735
权益自由现金流	2046	179	1278	3473

关键财务与估值指标				
	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.84	0.82	0.97	1.07
每股红利	0.10	0.08	0.10	0.11
每股净资产	5.63	6.37	7.24	8.20
ROIC	13%	11%	12%	12%
ROE	15%	13%	13%	13%
毛利率	23%	23%	23%	25%
EBIT Margin	15%	14%	15%	16%
EBITDA Margin	22%	19%	19%	21%
收入增长	5%	5%	15%	14%
净利润增长率	-3%	-2%	18%	10%
资产负债率	55%	53%	54%	52%
股息率	1.2%	1.0%	1.2%	1.3%
P/E	9.94	10.16	8.62	7.81
P/B	1.48	1.31	1.15	1.02
EV/EBITDA	7.91	8.69	8.12	6.85

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032