

2018年10月31日

太阳纸业 (002078.SZ)

Q3 业绩增速有所放缓,量增对冲纸价压力

■太阳纸业 18 年三季报: 公司营业收入 161 亿元, 同比增长 17.5%; 归母净利润 18 亿元, 同比增长 31.1%, 扣非后增长 30.7%。单三季度收入 56.4 亿元, 同比增长 12.5%; 归母净利润 5.7 亿元, 同比增长 14.8%, 扣非后增长 15.6%。

■量增价减, 三季度增速有所放缓: 前三季度公司营业收入增长 17.5%, 归母净利润增长 31.1%, 业绩符合预期。单三季度收入增长 12.5%, 归母净利润增长 14.8%, 虽然有新产能增量贡献, 但因价格下跌, Q3 单季增速仍有所放缓。纸价方面: 公司主要产品铜版纸、胶版纸、箱板纸价格三季度价格有所下滑: 其中铜版、胶版纸三季度均价分别约 6750、6950 元/吨, 价格环比分别下滑 6.2%、6.6%, 已下跌至 17 年同期水平; 箱板纸三季度均价约为 5030 元/吨, 环比下滑约 5%, 较去年同期小幅下滑 2%, 尤其是 9 月份, 同比下滑约 20%。据公司公告, 三季度新产能贡献: 老挝 30 万吨化学浆项目 6 月份投产; 邹城 80 万吨包装纸项目第一条纸机 7 月份投产; 第二条纸机 8 月份进入试产阶段 (目前已经达产)。公司浆纸产能 18 年底预计达 602 万吨, 单三季度销量约 90 万吨。粗略测算单三季度公司吨净利约 560 元/吨, 较 17 年同期基本一致, 较 Q2 下滑约 100 元/吨。

■投资建议: 我们调整公司盈利预测, 预计 18-20 年公司净利润为 24.1 亿元、26.5 亿元、30 亿元, 分别增长 19.1%、10.1%、13.2%, 动态估值约 6.4xPE, 维持“买入-A”评级。

■风险提示: 废纸政策执行力度, 造纸行业产能扩张

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	14,455.5	18,894.3	22,314.2	26,977.8	31,914.8
净利润	1,056.8	2,024.2	2,410.6	2,654.3	3,004.4
每股收益(元)	0.41	0.78	0.93	1.02	1.16
每股净资产(元)	3.07	3.98	4.68	5.57	6.58

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	14.9	7.8	6.5	5.9	5.2
市净率(倍)	2.0	1.5	1.3	1.1	0.9
净利润率	7.3%	10.7%	10.8%	9.8%	9.4%
净资产收益率	13.3%	19.6%	19.9%	18.4%	17.6%
股息收益率	0.8%	1.7%	2.2%	2.2%	2.6%
ROIC	11.5%	18.4%	16.0%	16.3%	18.4%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

造纸

投资评级 买入-A

维持评级

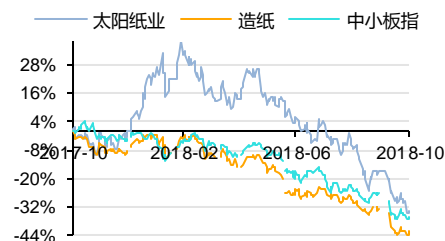
6 个月目标价: 7.2 元

股价 (2018-10-31) 6.06 元

交易数据

总市值(百万元)	15,711.16
流通市值(百万元)	15,339.65
总股本(百万股)	2,592.60
流通股本(百万股)	2,531.30
12 个月价格区间	5.98/12.75 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.07	-16.27	1.4
绝对收益	-20.78	-35.67	-32.28

周文波

分析师

SAC 执业证书编号: S1450515080001
zhouwb@essence.com.cn
021-35082778

雷慧华

分析师

SAC 执业证书编号: S1450516090002
leihh@essence.com.cn
021-35082719

骆恺骐

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518040002
luokq@essence.com.cn

相关报告

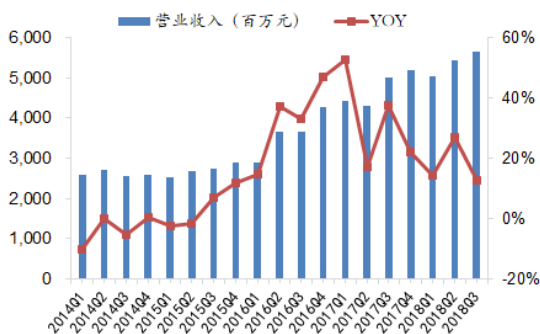
太阳纸业: 太阳纸业 2018 中报点评/周文波	2018-08-29
太阳纸业: 拟新增产能成本优势显著/周文波	2018-07-25
太阳纸业: 业绩持续靓丽, 未来大有可为!/周文波	2018-04-26
太阳纸业: 17Q4 吨净利继续提升/周文波	2018-02-28
太阳纸业: 价涨量增, 业绩略超预期/周文波	2017-10-31

■**受纸价下跌影响，毛利率高位回落：**前三季度公司综合毛利率 25.6%，同比提升 0.7pct；受纸价下滑影响，单三季度综合毛利率 23.1%，同比下滑 1.8pct，环比下滑 3.3pct，从品类看，主要是箱板纸毛利率下滑较多。前三季度公司期间费用率 10.1%，同比微升 0.4pct，其中销售费用率均同比下降 0.3pct 至 3.3%，管理费用（包括研发费用）同比上升 0.4pct 至 3.4，财务费用率微增 0.3pct 至 3.5%，费用率整体保持稳定。前三季度公司经营性现金流 32.7 亿元，同比增加 15.2 亿元。营运方面，前三季度公司存货周转率 8.7，同比下降 2.1；应收账款周转率 11.4，同比上升 0.6；应付账款周转率 9.2，同比下降 2.5。

■**纸价有回调压力，企业协同维稳：**今年以来因经济面较弱，需求疲软，加上其它材料的替代，纸价表现较弱。十月份箱板纸价格约 4550 元/吨，较年初下滑约 5%；铜板、胶版纸价格分别约 6800、6950 元/吨，较年初以来分别下滑约 8%、5%；白卡纸价格约 5650 元/吨，较年初下滑 10%+。近期行业旺季不旺，考虑后续产能的投放，纸价存在一定下行压力。但部分子行业集中度已大幅提升，如铜版纸、白卡纸等，企业亦可通过停产/限产调节供需，所以短期未看到大幅下跌风险，维持高位震荡向下判断。

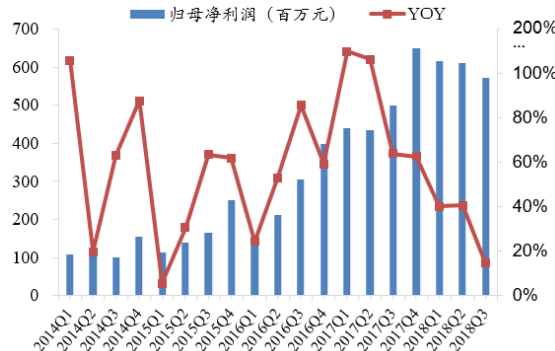
■**量增助力公司对冲价格风险：**公司 2017 年底共拥有浆纸产能 452 万吨，2018 年计划新增 130 万吨浆纸产能，包括 20 万吨文化纸、30 万吨老挝化学浆项目及 80 万吨牛皮箱板纸项目，加上老挝技改新增 20 万吨，预计 2018-2019 年公司共计将拥有 602 万吨浆纸产能，同比增长 33%；此外，老挝新增 120 万吨浆纸项目预计 19-20 年陆续投产，届时公司 2020 年底浆纸总产能将达到 722 万吨。新项目的投产将进一步优化公司产品结构，并有效对冲价格下行压力，保持适度增长。

图 1：太阳纸业营业收入



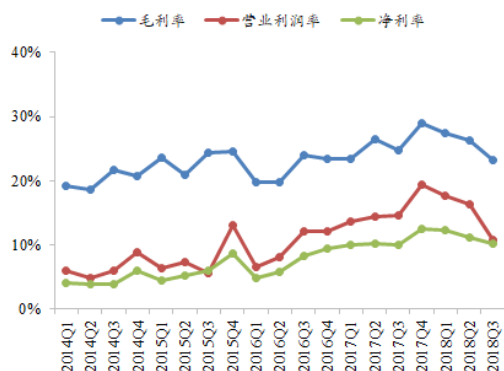
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 2：太阳纸业净利润



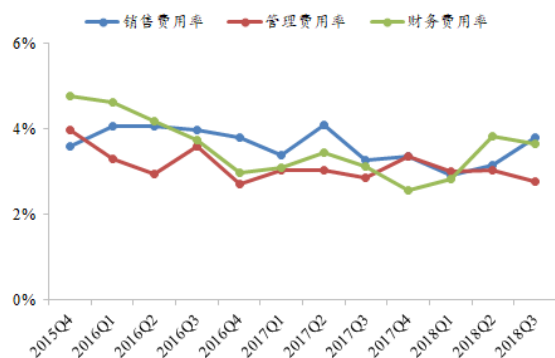
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 3：太阳纸业利润率



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 4：太阳纸业费用率



资料来源：wind，安信证券研究中心

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

周文波、雷慧华、骆恺骐声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82558073
范洪群		0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
杨晔		0755-82558046	yangye@essence.com.cn
巢莫雯		0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
王红彦		0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034