太阳纸业(002078)/造纸

成本优势体现 alpha，行业出现正态回归

评级：增持(维持)

市场价格：7.39

分析师：蒋正山
执业证书编号：S0740518070009
Email：jiangzs@r.qlzq.com.cn
分析师：徐稚涵
执业证书编号：S0740518060001
Email：xuzh01@r.qlzq.com.cn
研究助理：郭美鑫
Email：guomx@r.qlzq.com.cn
研究助理：徐偲
Email：xucai@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2,591.55
流通股本(百万股)	2,550.91
市价(元)	7.39
市值(百万元)	19,151.56
流通市值(百万元)	19,151.56

股价与行业-市场走势对比

相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	14,455.	18,894.2	21650.6	23099.3	26001.06
增长率 yoy%	33.54%	30.71%	14.59%	6.69%	12.56%
净利润	1,056.7	2,024.23	2234.19	1826.13	2267.23
增长率 yoy%	58.52%	91.55%	10.37%	-18.26%	24.15%
每股收益（元）	0.41	0.78	0.86	0.70	0.87
每股现金流量	1.09	1.45	2.33	1.47	2.10
净资产收益率	13.89%	20.79%	19.30%	13.86%	14.88%
P/E	14.67	9.46	8.57	10.49	8.45
PEG	0.25	0.08	0.38	0.52	0.45
P/B	1.86	1.77	1.49	1.31	1.13

备注：

投资要点

- **事件：**太阳纸业发布 2018 年度业绩快报，2018 年公司实现营业总收入 216.5 亿元，同比增长 14.59%；实现归母净利润 22.3 亿元，同比增长 10.37%。单 Q4 公司实现营收 55.4 亿元，同比增长 7%；实现归母净利润 4.33 亿元，同比下滑 33%。全年表现符合三季报预期。

- **纸价攀升行业回归，业绩基本面稳中向好。**公司 2018 年度营业收入达到 216.5 亿元，同比增长 14.59%，我们认为公司业绩稳中向好的核心原因为 2018 年成品纸市场价格同比上升。公司主要纸品种类铜版纸/双胶纸/箱板纸 2018 年市场均价分别为 6925/7105/4904 元/吨，同比提高 4.96%/7.06%/3.26%。尽管由于刚需不足，宏观消费减缓无法对包装用纸需求形成有效支撑，Q3 及 Q4 成品纸市场价格有所回调，公司遭遇周期红利下行趋势，但优秀的管理团队造就公司 alpha。从全年看，市场均价提升助推公司业绩维持中高速发展态势。

- **浆价上行原材料成本承压，改善管理凸显成本优势。**1）公司主要造纸原材料阔叶浆/针叶浆价格高企，2018 年针叶浆/阔叶浆市场价格分别上涨 29.3%/31.1%。2）2018 年人民币贬值超 5%，加重原材料成本压力。外盘浆报价波动较小，公司与国外浆厂的长协将人民币贬值效应传导至成本端。公司通过改善管理同时新产品陆续正式生产、产能释放，基于前三季度的积极行情，铸就营收与净利润的增长。

- **增长动力强劲，成本控制能力同业领先，长期成长逻辑不改。1）行业初步走出周期性下行阶段，出现正态回归态势。**在行业回归大背景下，太阳纸业作为我国造纸行业龙头，依然有着强劲的增长动力。**2）公司产能扩张和优化布局助力深度发展。**2018 年前三季度披露的 20 万吨高档文化纸/30 万吨化学浆/80 万吨箱板纸产能逐步释放，同时新造纸项目的不断量产都将使公司业务得到快速扩展，公司未来依然有较明确的增长点。**3）同业领先成本控制能力将更为显著。**木浆方面，伴随 30 万吨老挝化学浆项目投产以及潜在的 40 万吨再生浆板项目，公司浆自给率有望进一步提升。此外，公司核心制浆造纸技术-碱回收和白泥回用技术可大幅降低制浆造纸成本，提升核心竞争优势并实现高质量发展。废纸方面，为弥补外废配额不足的劣势，公司着力布局新型纤维原料领域，木屑浆生产线已经于 2018 年 4 月底投产，半化学浆生产线于 2018 年 8 月份投产，有望降低公司对废纸的依赖，降低成本并改善成品纸质量。

- **投资建议：我们预计 2018-2020 年公司实现归属于母公司净利润为 22.3、18.3、22.7 亿元，同比增长 10.37%、-18.26%、24.15%；对应 EPS 为 0.86、0.70、0.87 元。维持公司评级为“增持”评级。**

- **风险提示：**原材料价格大幅上涨风险、宏观经济波动风险、海外投资政策风险

图表 1：太阳纸业三大财务报表

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	18894.29	21650.68	23099.32	26001.06
营业成本	13975.70	16402.39	18272.59	20262.63
营业税金及附加	141.21	151.55	161.70	182.01
销售费用	662.62	649.52	692.98	780.03
管理费用	579.94	649.52	681.43	754.03
财务费用	571.48	671.17	716.08	806.03
资产减值损失	24.97	15.00	18.00	20.00
投资收益	2.13	30.00	25.00	20.00
公允价值变动损益	-12.86	-3.26	-5.37	-7.16
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	2949.86	3138.27	2576.18	3209.17
其他非经营损益	-18.46	40.50	18.00	15.00
利润总额	2931.40	3178.77	2594.18	3224.17
所得税	681.27	699.33	570.72	709.32
净利润	2250.13	2479.44	2023.46	2514.85
少数股东损益	225.89	245.25	197.32	247.62
归属母公司股东净利润	2024.23	2234.19	1826.13	2267.23

现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	2250.13	2479.44	2023.46	2514.85
折旧与摊销	992.84	1823.02	1991.09	2189.10
财务费用	571.48	671.17	716.08	806.03
资产减值损失	24.97	15.00	18.00	20.00
经营营运资本变动	-29.55	1088.42	-911.61	-50.96
其他	-43.09	-41.74	-37.63	-32.84
经营活动现金流净额	3766.77	6035.31	3799.38	5446.18
资本支出	-2790.37	-2050.00	-2450.00	-3450.00
其他	-1178.88	224.56	239.63	262.84
投资活动现金流净额	-3969.24	-1825.44	-2210.37	-3187.16
短期借款	1219.40	-4463.23	-724.40	0.00
长期借款	50.99	300.00	350.00	400.00
股权融资	295.23	-1.03	0.00	0.00
支付股利	-126.79	-242.87	-268.06	-219.10
其他	-190.34	-1157.49	-866.08	-1006.03
筹资活动现金流净额	1248.48	-5564.62	-1508.54	-825.14
现金流量净额	1045.23	-1354.76	80.47	1433.88

资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	2437.29	1082.53	1163.00	2596.88
应收和预付款项	6142.29	5938.20	7033.23	7801.74
存货	1524.90	1634.57	2113.95	2263.74
其他流动资产	324.03	364.76	386.49	430.02
长期股权投资	116.49	116.49	116.49	116.49
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	14336.63	14070.04	13952.88	14555.22
无形资产和开发支出	663.64	1158.05	1734.96	2394.36
其他非流动资产	511.00	310.16	89.32	-161.51
资产总计	26056.28	24674.80	26590.32	29996.94
短期借款	5387.63	924.40	200.00	200.00
应付和预收款项	4820.67	5790.01	6455.40	7348.72
长期借款	1473.58	1773.58	2123.58	2523.58
其他负债	3550.32	3341.01	3210.14	3027.69
负债合计	15232.19	11828.99	11989.11	13099.99
股本	2592.59	2591.55	2591.55	2591.55
资本公积	1446.15	1446.15	1446.15	1446.15
留存收益	6072.13	8063.45	9621.52	11669.65
归属母公司股东权益	10324.68	12101.15	13659.22	15707.35
少数股东权益	499.41	744.66	941.98	1189.60
股东权益合计	10824.09	12845.81	14601.20	16896.95
负债和股东权益合计	26056.28	24674.80	26590.32	29996.94

财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力				
销售收入增长率	30.71%	14.59%	6.69%	12.56%
营业利润增长率	103.02%	6.39%	-17.91%	24.57%
净利润增长率	94.28%	10.19%	-18.39%	24.28%
EBITDA 增长率	55.77%	24.77%	-6.20%	17.43%
获利能力				
毛利率	26.03%	24.24%	20.90%	22.07%
三费率	9.60%	9.10%	9.05%	9.00%
净利率	11.91%	11.45%	8.76%	9.67%
ROE	20.79%	19.30%	13.86%	14.88%
ROA	8.64%	10.05%	7.61%	8.38%
ROIC	15.93%	16.13%	13.44%	14.96%
EBITDA/销售收入	23.89%	26.02%	22.87%	23.86%
营运能力				
总资产周转率	0.82	0.85	0.90	0.92
固定资产周转率	1.70	2.02	2.23	2.56
应收账款周转率	12.57	12.05	11.88	12.69
存货周转率	10.47	10.35	9.72	9.23
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.29%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	58.46%	47.94%	45.09%	43.67%
带息债务/总负债	57.71%	39.12%	35.47%	35.52%
流动比率	0.90	1.09	1.27	1.38
速动比率	0.76	0.90	1.02	1.14
股利支付率	6.26%	10.87%	14.68%	9.66%
每股指标				
每股收益	0.78	0.86	0.70	0.87
每股净资产	4.18	4.96	5.63	6.52
每股经营现金	1.45	2.33	1.47	2.10
每股股利	0.05	0.09	0.10	0.08

业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
EBITDA	4514.17	5632.46	5283.34	6204.30
PE	9.46	8.57	10.49	8.45
PB	1.77	1.49	1.31	1.13
PS	1.01	0.88	0.83	0.74
EV/EBITDA	5.80	4.19	4.46	3.70
股息率	0.66%	1.27%	1.40%	1.14%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。