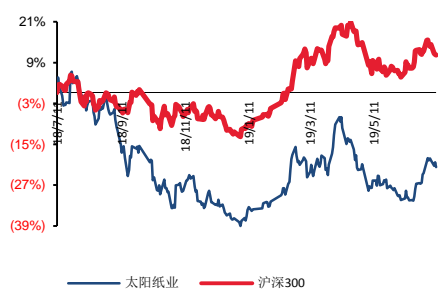


轻工造纸

拟新建 45 万吨文化纸项目，纸+浆持续扩产巩固核心优势

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	2,592/2,551
总市值/流通(百万元)	18,063/17,780
12 个月最高/最低(元)	9.64/5.50

太阳纸业(002078)《太阳纸业: 新设广西子公司推行林浆纸一体化, 原材料优势持续巩固》--2019/06/25

太阳纸业(002078)《太阳纸业: Q1 低点已过预期 Q2 盈利修复, 长期原材料优势凸显》--2019/04/28

太阳纸业(002078)《太阳纸业: Q4 业绩承压, 短期提价盈利修复, 长期原材料优势凸显》--2019/04/15

证券分析师: 陈天蛟

电话: 021-61376584

E-MAIL: chentj@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110002

联系人: 庞盈盈

电话: 021-61376584

E-MAIL: pangyy@tpyzq.com

事件:

公司发布公告: 公司拟投资 20.16 亿元在本部建设年产 45 万吨特色文化用纸项目, 预计 2021 年 Q1 投产, 项目投产后预计可新增年收入 27.45 亿元, 利润 3.02 亿元。

点评:

文化纸产能 2021 年再增 45 万吨, 多元化纸种布局助力公司稳健发展。 公司文化纸龙头地位持续巩固, 目前公司文化纸产能 130 万吨 (2021 年预计新增 45 万吨), 铜版纸产能 100 万吨, 箱板纸 160 万吨 (2020 年预计新增 80 万吨), 淋膜原纸 30 万吨, 生活用纸 12 万吨, 文化纸产能扩张贡献业绩增量, 多元化纸种布局驱动稳健发展。

纸价提升、浆价回落, 盈利逐渐修复。 节后木浆系纸陆续发布多轮涨价函, 5 月前涨价已基本落实, 6 月走势平稳, 在文化纸需求淡季纸企依然发布 7 月涨价函进行挺价, 以防止淡季价格回落, 8、9 月份需求旺季价格仍有提升空间。全球经济不景气影响木浆终端需求, 成本端浆价下滑, 公司二季度盈利大幅改善。海外浆厂 7 月停机减产, 但由于下游需求疲软及库存高位, 浆价上涨动力不足。

推行林浆纸一体化, 原材料优势持续巩固。 老挝二期项目 40 万吨废纸浆已经试生产运回国内, 40 万吨半化学浆, 10 万吨木屑浆, 70 万吨化机浆 (老挝化学浆当前转产 30 万吨溶解浆), 同时拟在广西新建子公司推行“林浆纸一体化”, 公司原材料优势显著。

预计公司 2019-2020 年 EPS 分别为 0.84、0.85 元, 对应 2019-2020 年 PE 分别为 8.43、8.3 倍, 考虑纸价提升、浆价下滑带动盈利修复, 造纸业务扩张贡献业绩增量, 制浆比例提升带来成本优势, 维持“买入”评级。

风险提示: 纸价大幅波动, 原材料价格大幅波动。

■ 盈利预测和财务指标:

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	21768	24899	27264	31372
(+/-%)	15.21	14.38	9.50	15.07
净利润(百万元)	2238	2176	2211	2452
(+/-%)	10.54	-2.76	1.61	10.92
摊薄每股收益(元)	0.86	0.84	0.85	0.95
市盈率(PE)	6.63	8.43	8.30	7.48

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2437	1971	1579	3343	5688	营业收入	18894	21768	24899	27264	31372
应收和预付款项	2132	2195	2828	3150	3601	营业成本	13976	16663	19844	21838	25255
存货	1525	2168	2020	2219	2566	营业税金及附加	141	138	249	273	314
其他流动资产	4334	4449	5425	5668	6566	销售费用	663	750	859	941	1082
流动资产合计	10429	10783	11852	14379	18421	管理费用	580	824	941	1031	1186
长期股权投资	116	137	132	127	122	财务费用	571	720	272	171	192
投资性房地产	0	28	23	18	13	资产减值损失	25	10	151	60	67
固定资产	10882	16618	17748	20152	21452	投资收益	2	6	8	7	8
在建工程	3454	637	804	-521	-1100	公允价值变动	-13	12	5	5	5
无形资产开发支出	664	860	990	1137	1271	营业利润	2950	2692	2596	2963	3289
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	-18	28	29	29	29
其他非流动资产	15628	18740	20122	21335	22159	利润总额	2931	2720	2625	2992	3318
资产总计	26056	29523	31974	35714	40580	所得税	681	477	420	748	830
短期借款	5388	5216	0	0	0	净利润	2250	2242	2205	2244	2489
应付和预收款项	3005	3133	3580	3845	4491	少数股东损益	226	5	29	33	37
长期借款	1474	1794	1794	1794	1794	归母股东净利润	2024	2238	2176	2211	2452
其他负债	5366	6752	12026	13516	15507						
负债合计	15232	16895	17400	19155	21792						
股本	2593	2592	2592	2592	2592						
资本公积	1446	1540	1540	1541	1541						
留存收益	6072	8050	9967	11919	14112						
归母公司股东权益	10325	12573	14490	16441	18634						
少数股东权益	499	56	84	117	154						
股东权益合计	10824	12628	14574	16559	18788						
负债和股东权益	26056	29523	31974	35714	40580						
现金流量表(百万)						预测指标					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营性现金流	3767	4478	7033	4428	5182	毛利率	26.03%	23.45%	20.30%	19.90%	19.50%
投资性现金流	-3969	-3038	-2938	-3034	-2986	销售净利率	10.71%	10.28%	8.74%	8.11%	7.82%
融资性现金流	1248	-2531	-4488	370	149	销售收入增长率	30.71%	15.21%	14.38%	9.50%	15.07%
现金增加额	-1	-55	0	0	0	EBIT 增长率	73.56%	-1.81%	-15.79%	9.21%	10.97%
						净利润增长率	91.55%	10.54%	-2.76%	1.61%	10.92%
						ROE	19.61%	17.80%	15.02%	13.45%	13.16%
						ROA	7.77%	7.58%	6.81%	6.19%	6.04%
						ROIC	14.90%	14.17%	13.39%	12.35%	13.35%
						EPS (X)	0.80	0.86	0.84	0.85	0.95
						PE (X)	11.60	6.63	8.43	8.30	7.48
						PB (X)	2.33	1.17	1.27	1.12	0.98
						PS (X)	1.27	0.68	0.74	0.67	0.58
						EV/EBITDA (X)	7.03	4.90	5.01	4.28	3.45

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。