

## 毛利率环比改善，产能稳步布局

19年中报：公司19年上半年实现收入107.8亿元，同比增长2.9%，归母净利润8.9亿元，同比下滑27.8%，扣非后下滑28.7%。其中二季度收入53.3亿元，同比下滑2%，归母净利润5.1亿元，同比下滑17.2%，扣非后下滑12.8%。

■收入增速逐季下滑：19年上半年收入增速2.9%，二季度收入增速-2%，自18年二季度以来公司收入增速持续下滑，主要受纸价下滑影响。1)公司主要产品铜版纸、胶版纸、箱板纸价格自18年下半年以来持续下滑，目前铜版、胶版纸价格分别约5830、6175元/吨，虽较低点有所反弹，但整体同比仍下滑，分别较高点下滑约23%、19%；箱板纸目前价格约3700元/吨，较高点下滑约33%。上半年来看，铜板、胶版纸均价分别约5600、6100元/吨，同比下滑约23%、17%，其中二季度分别下滑约20%、17%；箱板纸上半年均价约4250元/吨，同比下滑约15%，其中二季度下滑约24%。粗略测算上半年公司吨净利约370元/吨，同比下滑近60%，但二季度公司吨净利达450元/吨，环比显著回暖。近期各大纸厂陆续发布涨价函，纸价也由低点有所反弹，叠加浆价处于历史低位，预计下半年吨净利有望持续有所改善。2)上半年公司收入依然保持正增长，主要靠新产能贡献。18年公司分别于3月投产20万吨特种纸项目、6月投产50万吨化学浆项目（目前全部用于生产溶解浆）、7、8月分别投产80万吨包装纸项目，公司溶解浆以及包装纸收入上半年分别增长26.4%、59%，保证公司收入正增长。分产品看，19年上半年纸制品及浆实现收入103.2亿元，同比上升2.9%，其中胶版收入35.1亿元，同比下滑4.6%；铜版纸收入15.1亿元，同比下滑29.8%；箱板瓦楞纸18.87亿元，同增59%；生活用纸收入3.9亿元，同比增长3.2%；淋膜原纸收入4.2亿元，同比下滑3.7%。上半年溶解浆收入18.3亿元，同比增长26.4%；化机浆7.7亿元，同比增长2.9%。电及蒸汽实现收入3.8亿元，同比下滑2.2%。

■投资建议：我们预计19-21年公司净利润为20.1亿元、25.5亿元、30.5亿元，分别增长-10.1%、26.8%、19.8%，给予6个月目标价9.36元，维持“买入-A”评级。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	18,894.3	21,768.4	21,115.3	25,338.4	27,618.9
净利润	2,024.2	2,237.6	2,011.4	2,550.6	3,054.6
每股收益(元)	0.78	0.86	0.78	0.98	1.18
每股净资产(元)	3.98	4.85	5.48	6.46	7.59
盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	9.7	8.7	9.7	7.7	6.4
市净率(倍)	1.9	1.6	1.4	1.2	1.0
净利润率	10.7%	10.3%	9.5%	10.1%	11.1%
净资产收益率	19.6%	17.8%	14.2%	15.2%	15.5%
股息收益率	1.3%	1.3%	0.0%	0.0%	0.6%
ROIC	18.4%	15.8%	14.0%	14.2%	14.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 买入-A

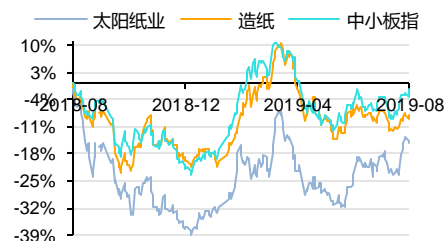
维持评级

6个月目标价：9.36元  
股价(2019-08-27) 7.55元

### 交易数据

总市值(百万元)	19,566.24
流通市值(百万元)	19,259.39
总股本(百万股)	2,591.55
流通股本(百万股)	2,550.91
12个月价格区间	5.50/9.06元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.48	5.76	-15.17
绝对收益	4.86	16.51	-11.39

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：纸价反弹，毛利环比略有改善/雷慧华	2019-04-28
太阳纸业：18业绩逐季下滑，纸价反弹+产能扩张保证适度增长/雷慧华	2019-04-16
太阳纸业：纸价回落，Q4业绩承压/周文波	2019-02-27
太阳纸业：Q3业绩增速有所放缓，量增对冲纸价压力/周文波	2018-10-31
太阳纸业：太阳纸业2018中报点评/周文波	2018-08-29

■**纸价反弹，毛利率环比改善**：19 上半年净利润增速-27.8%，二季度净利润增速-17.2%，持续负增长主要受纸价大幅下滑拖累。公司 19 上半年毛利率 19.7%，同比下滑 7.2pct，其中胶版纸、铜版纸毛利率分别下滑 10.1、13.7pct，箱板纸毛利率提升 1.2pct。二季度毛利率 21.8%，环比回升 4.1pct，受纸价底部反弹以及浆价大幅下行影响，公司毛利率环比有所回暖。上半年年公司期间费用率 10.2%，同比上升 1.3pct，单二季度期间费用率 10.9%，同比上升 0.9pct。其中销售费率上半年为 3.5%，同比增长 0.5pct，二季度为 3.8%，同比上升 0.7pct；管理研发费率 3.9%，同比上升 0.9pct，二季度为 4.2%，同比上升 1.2pct；财务费率上半年为 2.8%，同比下滑 0.6pct，二季度为 3%，同比下滑 0.8pct。受纸价快速下行影响，收入增长大幅放缓，导致费用率有所上升。

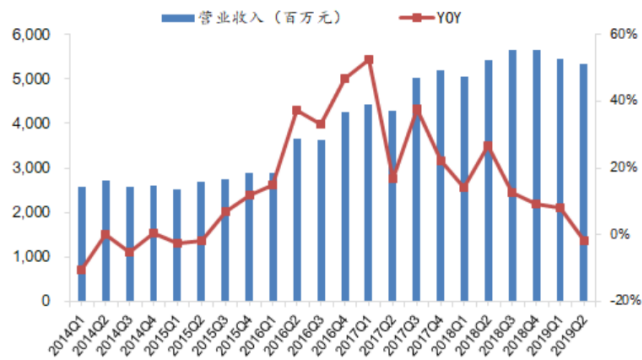
营运方面，19 上半年公司经营性现金流 22.2 亿元，同比提升 6.7%，其中二季度经营性现金流 4.5 亿元，有所下滑，主要为公司支付部分应付账款。截止二季度末，公司存货 27.4 亿元，较一季度末上升 3 亿元，上半年存货周转天数 107.8 天，同比上升 25.8 天；应收账款 42.6 亿元，较一季度末下滑 2.7 亿元，上半年应收周转天数 146.8 天，同比下降 72.5 天；应付账款 49.8 亿元，较一季度末下滑 10.2 亿元，上半年应付账款周转天数 228.6 天，同比基本持平。

■**纸价有所反弹**：18 年以来，因经济疲弱，需求下滑，加上供给侧改革的放松以及新产能投放，纸价大幅下跌。进入 19 年纸价逐步反弹，木浆系纸在年初以及年中陆续发布涨价函，目前铜板、双胶、白卡纸价分别为 5830、6175、5190 元/吨，分别较低点反弹 8%、4.7%、5.9%。包装纸方面，春节前旺季带动价格小幅反弹，节后需求季节性走弱，整体维持低位震荡，目前箱板纸价格约 3650 元/吨。纸价调整基本到位，开始逐步反弹，纸企盈利有望逐季恢复。

■**管理优秀的纸业龙头，逆势扩张抢份额**：公司 2018 年新增 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，18 年底公司共拥有 600 万吨浆纸产能。根据公司公告，目前公司新建产能项目主要有：1) 老挝新增 120 万吨浆纸项目，其中废纸浆已于 19 年 6 月试产，包装纸项目预计将于 21 年上半年陆续进入试生产；2) 邹城 20 万吨本色高得率生物质纤维产能预计于四季度投产；3) 公司拟在北海市实施“林浆纸一体化项目”，与老挝项目互相融合、补充；4) 公司拟在本部实施年产 45 万吨特色文化用纸项目。届时公司浆纸总产能将超 800 万吨。新项目的投产将进一步优化公司产品结构，并对冲价格下行压力，保持适度增长。

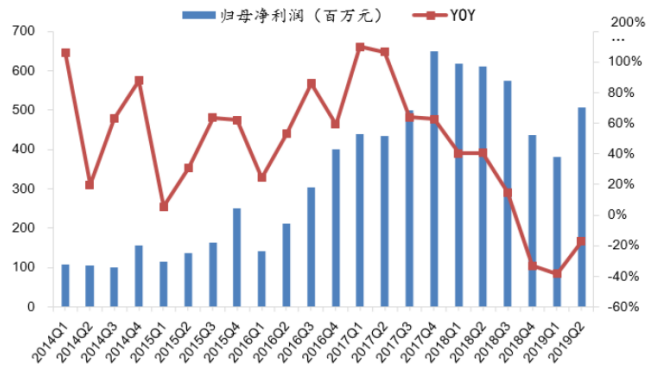
■**风险提示**：下游需求疲软，纸价下行风险，木浆价格反弹

图 1：太阳营收



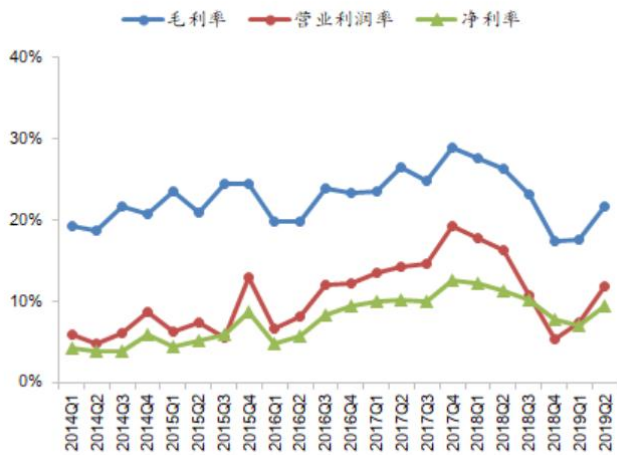
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 2：太阳净利润



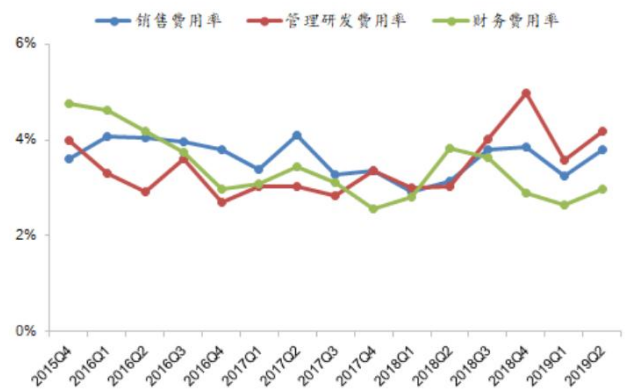
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 3：太阳利润率



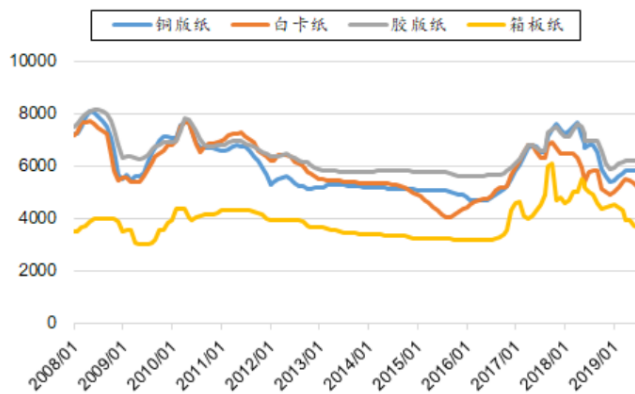
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 4：太阳费用率



资料来源：wind、安信证券研究中心

图 5：纸张价格（元/吨）



资料来源：wind、安信证券研究中心

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	18,894.3	21,768.4	21,115.3	25,338.4	27,618.9	<b>成长性</b>					
减:营业成本	13,975.7	16,663.3	16,301.0	19,333.2	21,073.2	营业收入增长率	30.7%	15.2%	-3.0%	20.0%	9.0%
营业税费	141.2	138.3	147.8	177.4	193.3	营业利润增长率	103.0%	-8.8%	-10.0%	27.1%	20.0%
销售费用	662.6	750.2	675.7	810.8	883.8	净利润增长率	91.6%	10.5%	-10.1%	26.8%	19.8%
管理费用	579.9	556.2	591.2	709.5	773.3	EBITDA 增长率	55.2%	7.2%	-10.4%	24.5%	6.9%
财务费用	571.5	719.8	983.5	1,229.9	988.4	EBIT 增长率	74.7%	4.7%	-7.0%	26.5%	8.7%
资产减值损失	25.0	10.4	10.0	10.0	20.0	NOPLAT 增长率	71.1%	4.1%	-0.7%	26.5%	8.7%
加:公允价值变动收益	-12.9	12.3	9.4	-2.2	-1.7	投资资本增长率	21.2%	11.7%	25.2%	9.6%	-9.6%
投资和汇兑收益	2.1	2.3	7.4	15.0	10.0	净资产增长率	29.8%	16.7%	12.8%	17.9%	17.5%
<b>营业利润</b>	2,949.9	2,691.7	2,422.9	3,080.5	3,695.2	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-18.5	27.9	30.0	30.0	30.0	毛利率	26.0%	23.5%	22.8%	23.7%	23.7%
<b>利润总额</b>	2,931.4	2,719.6	2,452.9	3,110.5	3,725.2	营业利润率	15.6%	12.4%	11.5%	12.2%	13.4%
减:所得税	681.3	477.4	441.5	559.9	670.5	净利润率	10.7%	10.3%	9.5%	10.1%	11.1%
<b>净利润</b>	2,024.2	2,237.6	2,011.4	2,550.6	3,054.6	EBITDA/营业收入	23.8%	22.1%	20.4%	21.2%	20.8%
						EBIT/营业收入	18.5%	16.8%	16.1%	17.0%	17.0%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	211	227	308	283	258
货币资金	2,437.3	1,970.9	3,167.3	3,800.8	4,142.8	流动营业资本周转天数	54	38	35	47	46
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	169	175	181	186	188
应收账款	1,776.9	1,574.6	1,944.7	2,559.9	2,028.5	应收账款周转天数	31	28	30	32	30
应收票据	3,878.1	3,789.4	3,600.4	5,267.4	4,419.3	存货周转天数	25	31	27	27	28
预付账款	487.3	731.3	418.8	958.8	551.0	总资产周转天数	441	460	539	520	490
存货	1,524.9	2,167.9	1,001.8	2,757.5	1,530.9	投资资本周转天数	310	312	382	371	339
其他流动资产	324.0	548.6	337.6	403.4	429.9	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	190.7	190.7	190.0	190.5	190.4	ROE	19.6%	17.8%	14.2%	15.2%	15.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.6%	7.6%	6.0%	6.5%	8.6%
长期股权投资	116.5	137.3	137.3	137.3	137.3	ROIC	18.4%	15.8%	14.0%	14.2%	14.1%
投资性房地产	-	27.9	27.9	27.9	27.9	<b>费用率</b>					
固定资产	10,882.5	16,617.6	19,479.9	20,315.9	19,279.2	销售费用率	3.5%	3.4%	3.2%	3.2%	3.2%
在建工程	3,454.2	636.8	2,245.5	1,872.8	1,872.8	管理费用率	3.1%	2.6%	2.8%	2.8%	2.8%
无形资产	663.6	859.9	837.3	814.6	792.0	财务费用率	3.0%	3.3%	4.7%	4.9%	3.6%
其他非流动资产	320.3	270.3	356.4	324.2	310.8	三费/营业收入	9.6%	9.3%	10.7%	10.9%	9.6%
<b>资产总额</b>	26,056.3	29,523.1	33,744.8	39,431.0	35,712.8	<b>偿债能力</b>					
短期债务	5,387.6	5,216.0	8,276.2	9,623.8	6,696.9	资产负债率	58.5%	57.2%	57.8%	57.4%	44.7%
应付账款	2,217.7	2,555.6	1,982.4	3,413.6	2,514.6	负债权益比	140.7%	133.8%	136.8%	134.7%	80.9%
应付票据	1,175.0	3,213.0	1,462.6	2,295.6	2,180.1	流动比率	0.90	0.77	0.72	0.84	0.91
其他流动负债	2,865.3	2,978.7	2,763.5	3,308.1	2,964.4	速动比率	0.76	0.62	0.65	0.70	0.81
长期借款	1,473.6	1,793.8	3,031.5	2,246.7	-	利息保障倍数	6.12	5.09	3.46	3.50	4.74
其他非流动负债	2,113.0	1,137.6	1,980.0	1,743.5	1,620.4	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	15,232.2	16,894.8	19,496.2	22,631.3	15,976.4	DPS(元)	0.10	0.10	-	-	0.05
少数股东权益	499.4	55.6	55.6	55.6	55.6	分红比率	12.8%	11.6%	0.0%	0.0%	3.9%
股本	2,592.6	2,591.6	2,591.6	2,591.6	2,591.6	股息收益率	1.3%	1.3%	0.0%	0.0%	0.6%
留存收益	7,518.3	9,590.9	11,601.5	14,152.6	17,089.2						
<b>股东权益</b>	10,824.1	12,628.3	14,248.6	16,799.7	19,736.4						
						<b>现金流量表</b>					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	2,250.1	2,242.2	2,011.4	2,550.6	3,054.6	<b>业绩和估值指标</b>					
加:折旧和摊销	992.8	1,151.2	905.8	1,059.4	1,059.4	EPS(元)	0.78	0.86	0.78	0.98	1.18
资产减值准备	25.0	10.4	-	-	-	BVPS(元)	3.98	4.85	5.48	6.46	7.59
公允价值变动损失	12.9	-12.3	9.4	-2.2	-1.7	PE(X)	9.7	8.7	9.7	7.7	6.4
财务费用	402.3	494.6	983.5	1,229.9	988.4	PB(X)	1.9	1.6	1.4	1.2	1.0
投资损失	-2.1	-6.3	-7.4	-15.0	-10.0	P/FCF	23.1	-186.8	11.6	32.7	43.9
少数股东损益	225.9	4.6	-	-	-	P/S	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7
营运资金的变动	507.3	132.9	-650.6	-1,922.2	1,567.0	EV/EBITDA	7.0	4.6	7.0	5.6	4.3
<b>经营活动产生现金流量</b>	3,766.8	4,477.9	3,252.1	2,900.5	6,657.7	CAGR(%)	4.3%	10.9%	20.2%	4.3%	10.9%
<b>投资活动产生现金流量</b>	-3,969.2	-3,037.8	-5,356.1	-1,482.2	11.2	PEG	2.3	0.8	0.5	1.8	0.6
<b>融资活动产生现金流量</b>	1,248.5	-2,530.8	3,300.4	-784.8	-6,326.9	ROIC/WACC	1.9	1.6	1.5	1.5	1.5
						REP	0.9	0.7	0.8	0.7	0.7

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 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

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
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@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
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@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
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣		0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
杨萍		13723434033	yangping1@essence.com.cn
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
王红彦		0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	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