

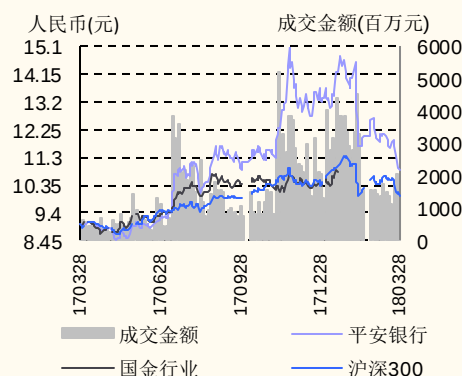
太阳纸业 (002078.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 7.55 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	2,550.91
总市值(百万元)	19,566.24
年内股价最高最低(元)	7.66/6.79
沪深 300 指数	3816.95
中小板综	8935.91



相关报告

- 1.《太阳纸业 2018 年年报点评-纸价下跌压制增长, Q1 盈利环比有...》, 2019.4.16
- 2.《太阳纸业 2018 年三季报点评-业绩符合预期, 新产能顺利投产保...》, 2018.10.30
- 3.《太阳纸业 2018 年半年报点评-下半年新产能发力带增长, 成本端...》, 2018.8.28

袁艺博 分析师 SAC 执业编号: S1130519020005
yuanyibo@gjzq.com.cn

单季度盈利环比改善, 年内木浆自给率还将提升

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.78	0.86	0.96	1.10	1.28
每股净资产(元)	3.98	4.85	5.57	6.31	7.17
每股经营性现金流(元)	1.45	1.73	1.17	1.83	2.06
市盈率(倍)	12	7	8	7	6
净利润增长率(%)	91.55%	10.74%	10.63%	15.11%	16.32%
净资产收益率(%)	19.61%	17.83%	17.17%	17.46%	17.87%
总股本(百万股)	2,592.59	2,591.55	2,591.55	2,591.55	2,591.55

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 8 月 27 日公司披露中报, 上半年分别实现营收/归母净利润 107.76 亿元/8.87 亿元, 同比分别变动 2.89%/-27.81%, 实现全面摊薄 EPS0.34 元, 符合预期。

经营分析

- **19Q2 纸价环比小幅上涨, 带动公司毛利率环比改善。**二季度, 公司收入 53.25 亿元, 同比小幅下滑 1.97%, 归母净利润 5.06 亿元, 同比下滑 17.18%, 但净利润下滑幅度较一季度明显收窄。虽然公司核心产品非涂布文化纸和铜版纸二季度价格同比下滑明显, 但根据我们跟踪数据来看, 非涂布文化纸和铜版纸价格在二季度环比分别提升 5.28% 和 4.13%。受益于产品价格环比提升, 公司二季度盈利能力环比明显改善, 毛利率达到 21.77% (环比+4.07pct), 净利率为 9.67% (环比+2.68pct)。
- **新产能建设仍在稳步推进, 年内木浆自给率有望再提升。**上半年, 公司 10 万吨木屑浆生产线和 40 万吨半化学浆生产线开始进入稳定生产周期, 四季度预计 20 万吨本色高得率生物质纤维项目将实现投产, 今年内公司木浆自给率有望再获提升。公司老挝 120 万吨造纸项目稳步推进, 其中 40 万吨再生纤维浆板生产线已在 6 月试产, 后续两条年产 40 万吨高档包装纸生产线, 预计将在 2021 年进入生产阶段。今年 6、7 月, 公司先后规划北海制浆造纸项目和本部 45 万吨特色文化用纸项目。我们认为, 公司在建和规划项目全部达产后, 将完善公司林浆纸一体化布局, 并进一步巩固成本优势。
- **木浆价格继续下行, 公司下半年具备盈利提升预期。**目前来看, 木浆价格仍然维持下跌趋势, 跟踪数据显示, 7 月木浆价格环比小幅下降 3.54%, 8 月至今浆价环比下跌接近 2%。但国内文化纸已有涨价函发出, 9 月 1 日开始, 公司非涂布文化纸和铜版纸价格均将上调 100 元/吨。成本下跌趋势未止, 叠加产品涨价, 预期三季度公司盈利能力有望再获改善。

盈利预测与投资建议

- 公司综合优势突出, 今年仍有产能投放, 同时短期具备盈利修复预期。我们预测公司 2019-2021 年完全摊薄后 EPS 分别为 0.96/1.10/1.28 元 (三年 CAGR13.99%), 对应 PE8/7/6 倍, 维持公司“买入”评级。

风险因素

- 产业政策变动的风险; 原材料价格波动的风险; 汇率波动的风险; 宏观经济波动的风险; 涨价函落地不及预期的风险

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	14,455	18,894	21,768	24,536	27,674	31,320
增长率		30.7%	15.2%	12.7%	12.8%	13.2%
主营业务成本	-11,287	-13,976	-16,663	-18,866	-21,272	-24,066
%销售收入	78.1%	74.0%	76.5%	76.9%	76.9%	76.8%
毛利	3,168	4,919	5,105	5,671	6,402	7,254
%销售收入	21.9%	26.0%	23.5%	23.1%	23.1%	23.2%
营业税金及附加	-101	-141	-138	-159	-180	-203
%销售收入	0.7%	0.7%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%
营业费用	-572	-663	-750	-824	-928	-1,048
%销售收入	4.0%	3.5%	3.4%	3.4%	3.4%	3.3%
管理费用	-449	-580	-824	-883	-994	-1,123
%销售收入	3.1%	3.1%	3.8%	3.6%	3.6%	3.6%
息税前利润 (EBIT)	2,046	3,535	3,393	3,803	4,300	4,880
%销售收入	14.2%	18.7%	15.6%	15.5%	15.5%	15.6%
财务费用	-550	-571	-720	-499	-512	-471
%销售收入	3.8%	3.0%	3.3%	2.0%	1.8%	1.5%
资产减值损失	-64	-25	-10	-17	-2	-3
公允价值变动收益	0	-13	12	0	0	0
投资收益	21	24	21	7	8	9
%税前利润	1.4%	0.8%	0.8%	0.2%	0.2%	0.2%
营业利润	1,453	2,950	2,696	3,294	3,794	4,415
营业利润率	10.1%	15.6%	12.4%	13.4%	13.7%	14.1%
营业外收支	15	-18	28	20	20	20
税前利润	1,468	2,931	2,724	3,314	3,814	4,435
利润率	10.2%	15.5%	12.5%	13.5%	13.8%	14.2%
所得税	-310	-681	-477	-829	-954	-1,109
所得税率	21.1%	23.2%	17.5%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	1,158	2,250	2,246	2,486	2,861	3,327
少数股东损益	101	226	5	6	6	6
归属于母公司的净利润	1,057	2,024	2,242	2,480	2,855	3,321
净利率	7.3%	10.7%	10.3%	10.1%	10.3%	10.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,158	2,250	2,242	2,486	2,861	3,327
少数股东损益	101	226	5	6	6	6
非现金支出	953	1,013	1,159	1,479	1,702	1,951
非经营收益	470	413	483	511	521	476
营运资金变动	228	86	591	-1,449	-354	-411
经营活动现金净流	2,809	3,762	4,475	3,027	4,730	5,342
资本开支	-1,668	-3,956	-3,026	-2,772	-2,949	-3,093
投资	55	-42	0	0	0	0
其他	61	29	-12	7	8	9
投资活动现金净流	-1,552	-3,969	-3,038	-2,765	-2,941	-3,084
股权募资	0	264	0	0	0	0
债权募资	-736	2,156	-311	861	-487	-822
其他	-972	-1,173	-2,275	-1,152	-1,492	-1,602
筹资活动现金净流	-1,708	1,248	-2,586	-291	-1,979	-2,424
现金净流量	-451	1,041	-1,149	-30	-190	-166

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,043	2,437	1,971	1,941	1,752	1,586
应收账款	4,177	5,655	5,364	6,281	7,084	8,018
存货	1,139	1,525	2,168	2,067	2,331	2,637
其他流动资产	972	811	1,280	1,309	1,411	1,528
流动资产	7,331	10,429	10,783	11,599	12,578	13,769
%总资产	36.3%	40.0%	36.5%	36.6%	37.1%	38.0%
长期投资	261	307	356	356	356	356
固定资产	11,587	14,337	17,254	18,535	19,715	20,791
%总资产	57.4%	55.0%	58.4%	58.5%	58.1%	57.3%
无形资产	564	672	909	958	1,045	1,133
非流动资产	12,863	15,628	18,740	20,072	21,342	22,507
%总资产	63.7%	60.0%	63.5%	63.4%	62.9%	62.0%
资产总计	20,194	26,056	29,523	31,671	33,919	36,276
短期借款	5,115	6,560	6,933	7,793	7,305	6,480
应付款项	3,057	4,354	6,595	5,831	6,575	7,439
其他流动负债	340	731	435	613	686	770
流动负债	8,512	11,646	13,963	14,237	14,565	14,689
长期贷款	1,423	1,474	1,794	1,794	1,794	1,795
其他长期负债	1,919	2,113	1,138	1,139	1,141	1,142
负债	11,854	15,232	16,895	17,170	17,500	17,626
普通股股东权益	7,963	10,325	12,573	14,440	16,352	18,577
少数股东权益	377	499	56	62	68	74
负债股东权益合计	20,194	26,056	29,523	31,671	33,919	36,276

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.417	0.781	0.865	0.957	1.101	1.281
每股净资产	3.140	3.982	4.851	5.572	6.310	7.168
每股经营现金净流	1.108	1.451	1.727	1.168	1.825	2.061
每股股利	0.050	0.100	0.100	0.316	0.363	0.423
回报率						
净资产收益率	13.27%	19.61%	17.83%	17.17%	17.46%	17.87%
总资产收益率	5.23%	7.77%	7.59%	7.83%	8.42%	9.15%
投入资本收益率	9.86%	13.05%	12.52%	11.38%	12.17%	13.11%
增长率						
主营业务收入增长率	33.54%	30.71%	15.21%	12.71%	12.79%	13.18%
EBIT增长率	26.29%	72.76%	-4.01%	12.10%	13.06%	13.49%
净利润增长率	58.52%	91.55%	10.74%	10.63%	15.11%	16.32%
总资产增长率	2.42%	29.03%	13.31%	7.27%	7.10%	6.95%
资产管理能力						
应收账款周转天数	29.1	29.0	26.1	26.0	26.0	26.0
存货周转天数	41.1	34.8	40.4	40.0	40.0	40.0
应付账款周转天数	47.1	45.9	62.7	55.0	55.0	55.0
固定资产周转天数	284.9	210.2	278.6	270.3	258.9	244.8
偿债能力						
净负债/股东权益	83.80%	69.52%	61.30%	59.51%	50.74%	41.14%
EBIT利息保障倍数	3.7	6.2	4.7	7.6	8.4	10.4
资产负债率	58.70%	58.46%	57.23%	54.21%	51.59%	48.59%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	0	3	14	16	50
增持	0	1	6	9	22
中性	0	0	0	0	3
减持	0	0	0	0	1
评分	0.00	1.25	1.30	1.36	1.41

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-08-30	买入	8.13	N/A
2	2017-10-30	买入	9.08	N/A
3	2018-04-26	买入	10.75	N/A
4	2018-08-28	买入	9.06	N/A
5	2018-10-30	买入	5.98	N/A
6	2019-04-16	买入	7.70	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH