

2019年10月29日

太阳纸业 (002078.SZ)

公司快报

轻工制造 | 造纸 III

投资评级

增持-A(维持)

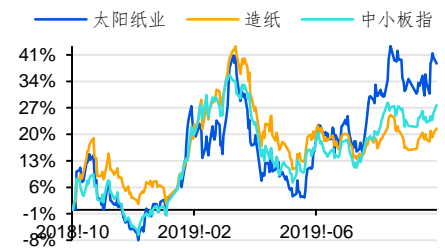
股价(2019-10-28)

8.17 元

交易数据

总市值(百万元)	21,174.76
流通市值(百万元)	20,842.71
总股本(百万股)	2,591.77
流通股本(百万股)	2,551.13
12个月价格区间	5.41/8.73 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.11	5.27	4.46
绝对收益	5.28	13.47	29.19

分析师

叶中正
 SAC 执业证书编号: S0910516080001
 yezhongzheng@huajinsec.cn
 0755-83224377

分析师

杨维维
 SAC 执业证书编号: S0910519080004
 yangweiwei@huajinsec.cn
 0755-83231652

相关报告

太阳纸业: 盈利能力环比改善, 期待业绩拐点到来 2019-08-28

Q3 净利润同比正增长, 浆纸产能持续扩张

投资要点

事件: 公司发布 2019 年三季度报, 2019 前三季度公司实现营收 164.01 亿元, 同比增长 1.81%; 归母净利润 14.85 亿元, 同比下滑 17.57%。其中, Q3 单季度营收 56.25 亿元, 同比下滑 0.20%; 归母净利润 5.98 亿元, 同比增长 4.37%。

◆ **Q3 业绩环比改善, 净利润同比正增长。** Q3 单季度公司营收及归母净利润同比增长分别为 -0.20%、4.37%, 环比增长分别为 5.63%、18.16%, 业绩环比逐渐改善, 我们认为主要是由于 8 月以来下游教辅教材招标工作开始展开, 文化纸进入传统旺季, 纸企订单充足, 前期涨价函也逐渐落实, 收入端环比实现正增长, 同比持平。净利润增速远高于营收增速, 我们认为主要: 1) 产品结构优化, 盈利能力提升; 2) 木浆价格保持低位, 与原纸价差逐渐拉大; 3) 原材料自给率的提升, 成本优势逐渐发挥, 吨毛利整体提升。

◆ **毛利率、净利率逐季改善, 期间费用率相对平稳。** 公司盈利能力的逐季改善, 2019 年前三季度毛利率分别为 21.13%, 其中 Q1、Q2、Q3 毛利率分别为 17.70%、21.77%、23.84%; 净利率为 9.14%, 其中 Q1、Q2、Q3 分别为 6.99%、9.67%、10.72%。期间费用方面, 2019 前三季度期间费用率为 10.41%, 同比上升了 0.29pct, 变动相对平稳。其中, 销售费用率、管理费用率(综合研发费用)、财务费用率分别为 3.69%、4.03%、2.69%, 同比分别变动 0.39、0.66、-0.76pct。

◆ **成本优势逐渐凸显, 浆纸产能不断提升。** 截至 2018 年底, 公司浆纸产能共 582 万吨, 2019 年下半年公司多项目陆续投产, 贡献业绩, 其中老挝 40 万吨废纸浆生产线于 2019 年 6 月开始试产并陆续供应国内箱板纸生产线, 20 万吨本色高得率生物质纤维项目预计 2019Q4 投产, 我们预计截至 2019 年底, 公司共拥有 110 万吨箱板纸原材料产能, 原材料自给率提升, 成本优势逐渐凸显; 其次, 公司老挝 80 万吨箱板纸生产线预计 2021 年上半年陆续试生产, 完备的原料供应体系也一定程度上保障箱板纸新增产能的有效投放和盈利情况。从中长期来看, 公司上半年拟在本部实施 45 万吨特色文化用纸项目以及广西北海 350 万吨林浆纸一体化项目, 丰富和优化产品结构, 其中, 北海项目利用广西丰富的木材资源, 建设阔叶浆、化机浆、文化纸、特种纸、白卡纸、生活用纸等多产品线, 公司预计可实现年营业收入 180 亿元大幅增厚公司业绩。

◆ **投资建议:** 我们认为, 从行业来看, 目前文化纸仍处于传统旺季, 纸企库存相对低位, 文化纸价格或仍有上调空间。其次, 从公司来看, 公司是文化纸行业龙头企业, 我们看好公司产品结构的不断丰富、成本优势逐渐发挥以及 ROE 整体高于同行等优势带来的业绩回暖, 浆纸产能的持续扩张带来中长期业绩的增长, 我们调整此前盈利预测, 预计 2019 至 2021 年公司净利润分别为 19.57、22.06、27.44 亿元, 对应 PE 分别为 11 倍、10 倍、8 倍, 目前估值处于公司上市以来的历史低位, 维持“增持-A”评级。

◆ **风险提示:** 行业竞争激烈; 老挝项目进展不及预期; 包装纸行业拓展不及预期; 纸浆价格波动的风险。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	18,894.3	21,768.4	21,994.3	23,884.9	27,352.6
同比增长(%)	30.7%	15.2%	1.0%	8.6%	14.5%
营业利润(百万元)	2,949.9	2,691.7	2,499.6	2,804.5	3,437.4
同比增长(%)	103.0%	-8.8%	-7.1%	12.2%	22.6%
净利润(百万元)	2,024.2	2,237.6	1,957.3	2,205.8	2,743.9
同比增长(%)	91.6%	10.5%	-12.5%	12.7%	24.4%
每股收益(元)	0.78	0.86	0.76	0.85	1.06
PE	10.7	9.6	11.0	9.8	7.9
PB	2.1	1.7	1.6	1.4	1.2

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

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
营业收入	18,894.3	21,768.4	21,994.3	23,884.9	27,352.6	年增长率					
减:营业成本	13,975.7	16,663.3	17,039.4	18,334.6	20,887.0	营业收入增长率	30.7%	15.2%	1.0%	8.6%	14.5%
营业税费	141.2	138.3	152.1	165.2	184.0	营业利润增长率	103.0%	-8.8%	-7.1%	12.2%	22.6%
销售费用	662.6	750.2	773.3	832.6	948.4	净利润增长率	91.6%	10.5%	-12.5%	12.7%	24.4%
管理费用	579.9	556.2	852.9	924.5	1,027.7	EBITDA 增长率	55.2%	7.2%	-10.2%	17.0%	17.9%
财务费用	571.5	719.8	675.5	817.9	863.0	EBIT 增长率	74.7%	4.7%	-13.4%	14.1%	18.7%
资产减值损失	25.0	10.4	10.0	10.0	10.1	NOPLAT 增长率	71.1%	4.1%	-6.9%	14.1%	18.7%
加:公允价值变动收益	-12.9	12.3	-	-	-	投资资本增长率	21.2%	11.7%	19.8%	12.6%	-0.2%
投资和汇兑收益	2.1	2.3	8.5	4.3	5.1	净资产增长率	29.8%	16.7%	11.7%	14.6%	15.6%
营业利润	2,949.9	2,691.7	2,499.6	2,804.5	3,437.4	盈利能力					
加:营业外净收支	-18.5	27.9	35.0	27.4	30.1	毛利率	26.0%	23.5%	22.5%	23.2%	23.6%
利润总额	2,931.4	2,719.6	2,534.6	2,831.9	3,467.5	营业利润率	15.6%	12.4%	11.4%	11.7%	12.6%
减:所得税	681.3	477.4	444.9	497.1	608.7	净利润率	10.7%	10.3%	8.9%	9.2%	10.0%
净利润	2,024.2	2,237.6	1,957.3	2,205.8	2,743.9	EBITDA/营业收入	23.8%	22.1%	19.7%	21.2%	21.8%
						EBIT/营业收入	18.5%	16.8%	14.4%	15.2%	15.7%
资产负债表						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	58.5%	57.2%	55.7%	55.2%	49.5%
货币资金	2,437.3	1,970.9	1,991.3	2,162.5	2,476.5	负债权益比	140.7%	133.8%	125.9%	123.0%	98.2%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	0.90	0.77	0.68	0.72	0.76
应收帐款	1,776.9	1,463.7	1,713.2	1,996.8	2,093.7	速动比率	0.76	0.62	0.59	0.59	0.63
应收票据	3,878.1	3,789.4	3,882.6	4,467.3	5,112.0	利息保障倍数	6.12	5.09	4.70	4.43	4.98
预付帐款	487.3	731.3	470.9	835.6	660.9	营运能力					
存货	1,524.9	2,167.9	1,451.0	2,366.2	2,104.9	固定资产周转天数	211	227	286	291	275
其他流动资产	324.0	659.5	669.5	551.0	626.7	流动营业资本周转天数	54	38	37	49	46
可供出售金融资产	190.7	190.7	190.7	190.7	190.7	流动资产周转天数	169	175	172	170	168
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	31	27	26	28	27
长期股权投资	116.5	137.3	137.3	137.3	137.3	存货周转天数	25	31	30	29	29
投资性房地产	-	27.9	27.9	27.9	27.9	总资产周转天数	441	460	502	512	481
固定资产	10,882.5	16,617.6	18,286.6	20,365.8	21,460.4	投资资本周转天数	310	312	358	382	353
在建工程	3,454.2	636.8	1,845.8	1,658.3	831.7	费用率					
无形资产	663.6	859.9	934.7	1,006.7	1,076.2	销售费用率	3.5%	3.4%	3.5%	3.5%	3.5%
其他非流动资产	320.3	270.3	267.2	294.5	271.2	管理费用率	3.1%	2.6%	3.9%	3.9%	3.8%
资产总额	26,056.3	29,523.1	31,868.6	36,060.6	37,070.0	财务费用率	3.0%	3.3%	3.1%	3.4%	3.2%
短期债务	5,387.6	5,216.0	7,746.9	9,057.0	8,413.3	三费/营业收入	9.6%	9.3%	10.5%	10.8%	10.4%
应付帐款	2,217.7	2,307.2	2,351.7	2,644.2	3,047.2	投资回报率					
应付票据	1,175.0	3,213.0	1,528.8	2,035.2	2,401.0	ROE	19.6%	17.8%	14.1%	13.9%	15.0%
其他流动负债	2,865.3	3,227.1	3,242.2	3,338.9	3,420.5	ROA	8.6%	7.6%	6.6%	6.5%	7.7%
长期借款	1,473.6	1,793.8	1,793.8	1,793.8	-	ROIC	18.4%	15.8%	13.2%	12.5%	13.2%
其他非流动负债	2,113.0	1,137.6	1,100.0	1,020.0	1,085.9	分红指标					
负债总额	15,232.2	16,894.8	17,763.4	19,889.1	18,367.9	DPS(元)	0.10	0.10	0.09	0.10	0.13
少数股东权益	499.4	55.6	188.0	317.0	432.0	分红比率	12.8%	11.6%	12.1%	12.2%	12.0%
股本	2,592.6	2,591.6	2,591.6	2,591.6	2,591.6	股息收益率	1.2%	1.2%	1.1%	1.2%	1.5%
留存收益	7,518.3	9,590.9	11,325.7	13,262.9	15,678.6						
股东权益	10,824.1	12,628.3	14,105.2	16,171.5	18,702.1						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.78	0.86	0.76	0.85	1.06
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	BVPS(元)	3.98	4.85	5.37	6.12	7.05
净利润	2,250.1	2,242.2	1,957.3	2,205.8	2,743.9	PE(X)	10.7	9.6	11.0	9.8	7.9
加:折旧和摊销	992.8	1,151.2	1,147.3	1,436.2	1,662.5	PB(X)	2.1	1.7	1.6	1.4	1.2
资产减值准备	25.0	10.4	-	-	-	P/FCF	25.5	-206.1	42.5	64.5	42.9
公允价值变动损失	12.9	-12.3	-	-	-	P/S	1.1	1.0	1.0	0.9	0.8
财务费用	402.3	494.6	675.5	817.9	863.0	EV/EBITDA	6.5	6.0	7.3	6.4	5.0
投资损失	-2.1	-6.3	-9.9	-6.1	-7.4	CAGR(%)	1.2%	8.4%	21.7%	1.2%	8.4%
少数股东损益	225.9	4.6	132.4	129.0	115.0	PEG	8.6	1.1	0.5	7.9	0.9
营运资金的变动	507.3	270.4	-990.0	-1,063.1	424.6	ROIC/WACC	2.3	1.9	1.6	1.5	1.6
经营活动产生现金流量	3,766.8	4,477.9	2,912.7	3,519.6	5,801.5						
投资活动产生现金流量	-3,969.2	-3,037.8	-4,100.1	-3,390.6	-1,991.4						
融资活动产生现金流量	1,248.5	-2,530.8	1,207.9	42.2	-3,496.1						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级:

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;

卖出—未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

分析师声明

叶中正、杨维维声明, 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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com