

## 盈利能力持续改善, 浆纸一体化构筑长期护城河

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司2019年前三季度实现营业收入164亿元, 同比增长1.8%; 实现归母净利润14.9亿元, 同比下降17.6%; 扣非归母净利润14.6亿元, 同比下降18.1%。其中Q3单季实现营收56.2亿元, 同比下降0.2%; 归母净利润6亿元, 同比增长4.3%; 扣非后净利润增速4.4%, 盈利能力逐季改善。
- **纸价下跌幅度收窄, 浆价大幅下行带动盈利改善。** 纸价方面, 截至19Q3公司主要纸种双胶纸、铜版纸、瓦楞纸吨均价分别为6152.46元、5746.7元、3511.4元, 同比分别下降10.5%、13%、27.1%, 整体降幅较Q2收窄(Q2分别下降17.4%、21%和26.3%)。三季度文化纸价在旺季驱动下触底回升, 供需情况明显改善, 吨价提升200-300元。以双胶纸为例, Q3单价提升4%左右达到6240元/吨。成本端, 当前浆价为4090.5元/吨, 前三季度大幅降低21.3%, 其中单Q3浆价回落32.6%, 降幅较Q2扩大。在纸价上行浆价回落的双重作用下, 公司毛利率大幅改善, Q1/Q2/Q3毛利率分别为17.7%(-9.8pp), 21.8%(-4.6pp), 23.8%(+0.7pp)。考虑到库存因素, Q4或用Q3低价浆更多, 纸价和浆价的剪刀差扩大, 吨纸盈利有望继续回升。
- **费用增长平稳, 管理依然优质。** 从中长期看, 随着老挝“林浆纸一体化”项目进入稳定生产阶段, 公司对原材料的掌控能力将得到增强, 原料成本优势将会凸显; 同时国内造纸行业整合力度加大, 兼具成本、环保、资金优势的龙头企业的市占率也会得到提升。费用方面, 报告期内四项费率为10.2%, 同比上升0.9pp, 其中销售费用率3.5%(+0.5pp), 管理和研发费用率3.9%(+0.9pp), 财务费用率2.8%(-0.5pp), 总体来看三费率变动符合企业经营策略, 费控合理。上半年归母净利率为8.5%(-4.9pp), 其中Q2达到9.5%, 已有明显提升。
- **包装纸成本自给度增强, 盈利弹性有望显现。** 为减轻包装纸原材料固废价格波动带来的影响, 18年公司研发木片和木屑半化学浆50万吨, 并在老挝投资建设废纸浆, 19年将投产使用, 预计全年贡献20万吨废纸浆产能, 成本自给能力明显提升。20-21年40万吨废纸浆全部投产, 预计每年可为公司释放1.8亿元利润。公司替代固废的半化学浆和废纸浆布局领先, 若将来外废进口量继续下降, 原材料缺口显现, 固废价格高企, 公司将享有明显的成本优势, 后期业绩弹性凸显。
- **林浆纸模式已基本成型, 看好公司长期成长空间。** 老挝的林地经过近十年的开发和培育, 已形成一定行业壁垒, 120万吨造纸项目正稳步推进, 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。同时, 由于前期基础设施建设已经完成, 并与当地居民探索了可持续合作开发林地的方式, 预计公司未来可快速在当地复制开发。公司规划将通过与当地居民合作的方式, 共开发10万公顷林地, 若全部开发完成, 预计能够为公司带来成本端19亿元左右的节省, 未来公司盈利能力将伴随林地开发持续增强。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2019-2021年EPS分别为0.8元、0.96元、1.16元, 对应PE分别为10倍、9倍和7倍。公司作为文化纸龙头, 研发优势突出, 市占率高, 管理上拥有较强护城河, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格大幅波动的风险; 纸价出现大幅波动的风险; 投资项目投产不及预期的风险; 汇率波动风险。

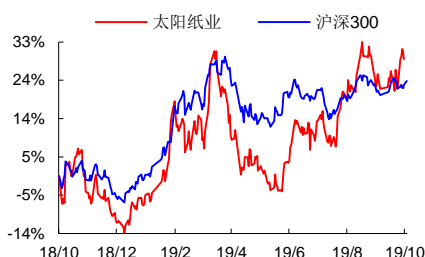
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	21768.40	23121.77	25719.30	29130.68
增长率	15.21%	6.22%	11.23%	13.26%
归属母公司净利润(百万元)	2237.61	2084.83	2482.31	3005.17
增长率	10.54%	-6.83%	19.07%	21.06%
每股收益EPS(元)	0.86	0.80	0.96	1.16
净资产收益率ROE	17.76%	15.31%	15.52%	16.13%
PE	10	10	9	7
PB	1.72	1.54	1.33	1.14

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣  
执业证号: S1250517080002  
电话: 023-67511807  
邮箱: cxin@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	25.92
流通A股(亿股)	25.51
52周内股价区间(元)	5.5-8.44
总市值(亿元)	215.64
总资产(亿元)	310.65
每股净资产(元)	5.29

### 相关研究

1. 太阳纸业(002078): 盈利能力环比改善, 产能扩建持续推进 (2019-08-28)
2. 太阳纸业(002078): 纸价同比回落影响盈利, 环比已有所改善 (2019-04-29)
3. 太阳纸业(002078): Q4业绩承压, 静待盈利反弹 (2019-04-16)
4. 太阳纸业(002078): 受下游需求疲软影响, 盈利能力环比回落 (2018-10-31)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	21768.40	23121.77	25719.30	29130.68	净利润	2242.19	2160.05	2543.09	3090.28
营业成本	16663.31	18090.42	19842.29	22146.35	折旧与摊销	1151.20	1607.40	1674.11	1749.32
营业税金及附加	138.34	158.03	174.41	195.99	财务费用	719.77	620.79	639.90	608.28
销售费用	750.24	809.26	977.33	1165.23	资产减值损失	10.39	0.00	0.00	0.00
管理费用	556.17	786.14	977.33	1223.49	经营营运资本变动	1089.44	-1150.35	-103.01	-358.64
财务费用	719.77	620.79	639.90	608.28	其他	-735.14	-24.47	-9.95	-11.37
资产减值损失	10.39	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>4477.85</b>	<b>3213.42</b>	<b>4744.13</b>	<b>5077.87</b>
投资收益	6.34	0.00	0.00	0.00	资本支出	-3077.84	-1550.00	-1550.00	-1550.00
公允价值变动损益	12.26	12.26	12.26	12.26	其他	40.05	39.89	12.26	12.26
其他经营损益	-4.02	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-3037.80</b>	<b>-1510.11</b>	<b>-1537.74</b>	<b>-1537.74</b>
<b>营业利润</b>	<b>2691.70</b>	<b>2669.39</b>	<b>3120.28</b>	<b>3803.60</b>	短期借款	-171.63	1652.69	-2039.71	-2272.78
其他非经营损益	27.87	12.21	12.26	12.86	长期借款	320.27	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>2719.57</b>	<b>2681.60</b>	<b>3132.54</b>	<b>3816.47</b>	股权融资	93.18	0.22	0.00	0.00
所得税	477.38	521.55	589.46	726.19	支付股利	-259.26	-286.59	-267.02	-317.93
净利润	2242.19	2160.05	2543.09	3090.28	其他	-2513.34	-2728.34	-639.90	-608.28
少数股东损益	4.58	75.23	60.78	85.11	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-2530.79</b>	<b>-1362.02</b>	<b>-2946.63</b>	<b>-3198.99</b>
归属母公司股东净利润	2237.61	2084.83	2482.31	3005.17	<b>现金流量净额</b>	<b>-1145.75</b>	<b>341.29</b>	<b>259.75</b>	<b>341.14</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1970.89	2312.18	2571.93	2913.07	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	6095.28	6721.66	7419.95	8360.18	销售收入增长率	15.21%	6.22%	11.23%	13.26%
存货	2167.86	2368.18	2596.79	2899.60	营业利润增长率	-8.75%	-0.83%	16.89%	21.90%
其他流动资产	548.65	553.41	615.58	697.23	净利润增长率	-0.35%	-3.66%	17.73%	21.52%
长期股权投资	137.25	137.25	137.25	137.25	EBITDA 增长率	1.07%	7.34%	10.96%	13.38%
投资性房地产	27.87	27.87	27.87	27.87	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	17254.37	17296.02	17270.95	17170.67	毛利率	23.45%	21.76%	22.85%	23.98%
无形资产和开发支出	899.35	801.31	703.27	605.22	三费率	9.31%	9.58%	10.09%	10.29%
其他非流动资产	421.61	420.61	419.61	418.61	净利率	10.30%	9.34%	9.89%	10.61%
<b>资产总计</b>	<b>29523.14</b>	<b>30638.48</b>	<b>31763.20</b>	<b>33229.70</b>	ROE	17.76%	15.31%	15.52%	16.13%
短期借款	5216.00	6868.69	4828.98	2556.20	ROA	7.59%	7.05%	8.01%	9.30%
应付和预收款项	6734.59	6405.80	7263.09	8189.16	ROIC	13.55%	11.75%	13.10%	15.09%
长期借款	1793.84	1793.84	1793.84	1793.84	EBITDA/销售收入	20.96%	21.18%	21.13%	21.15%
其他负债	3150.36	1458.44	1489.51	1530.37	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>16894.79</b>	<b>16526.77</b>	<b>15375.42</b>	<b>14069.58</b>	总资产周转率	0.78	0.77	0.82	0.90
股本	2591.55	2591.77	2591.77	2591.77	固定资产周转率	1.58	1.41	1.62	1.88
资本公积	1540.37	1540.37	1540.37	1540.37	应收账款周转率	14.01	14.12	13.65	14.03
留存收益	8050.48	9848.72	12064.01	14751.25	存货周转率	8.94	7.90	7.94	8.00
归属母公司股东权益	12572.72	13980.86	16196.15	18883.39	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	119.51%	—	—	—
少数股东权益	55.63	130.85	191.63	276.74	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>12628.35</b>	<b>14111.71</b>	<b>16387.78</b>	<b>19160.13</b>	资产负债率	57.23%	53.94%	48.41%	42.34%
负债和股东权益合计	29523.14	30638.48	31763.20	33229.70	带息债务/总负债	47.32%	58.37%	49.48%	37.92%
					流动比率	0.77	0.88	1.06	1.34
					速动比率	0.62	0.71	0.85	1.07
					股利支付率	11.59%	13.75%	10.76%	10.58%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.86	0.80	0.96	1.16
					每股净资产	4.85	5.39	6.25	7.29
					每股经营现金	1.73	1.24	1.83	1.96
					每股股利	0.10	0.11	0.10	0.12
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	4562.68	4897.57	5434.30	6161.20					
PE	9.64	10.34	8.69	7.18					
PB	1.72	1.54	1.33	1.14					
PS	0.99	0.93	0.84	0.74					
EV/EBITDA	6.31	5.80	4.80	3.81					
股息率	1.20%	1.33%	1.24%	1.47%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn