

三季度业绩延续环比改善, 上调全年盈利预测, 维持买入评级

—— 三季报点评

✍️ : 姜浩 执业证书编号: S1230518070004
☎️ :
✉️ : jianghao01@stocke.com.cn

报告导读

公司发布 2019 年三季报, 前三季度营收同比增长 1.8% 至 164 亿, 净利润同比下滑 17.6% 至 14.85 亿。

投资要点

□ 受益于文化纸景气不俗, 三季度业绩持续环比改善

公司第三季度实现营收 56.2 亿, 同比基本持平, 但第三季度实现归母净利润 5.98 亿, 同比增长 4.4%, 环比二季度增加 18.2%。

第三季度公司的经营业绩延续二季度环比改善的趋势, 主要的原因还是受益于文化纸自身不俗的景气度, 吨纸盈利继续上行所致。

□ 继续看好四季度文化纸的基本面

三季度铜版纸和双胶纸的均价较二季度均环比略有提升, 但三季度针叶、阔叶浆价格环比二季度分别大致下滑 10.5% 和 18.6%, 因此三季度文化纸的吨纸盈利环比二季度继续改善。从 10 月前三周的情况来看, 铜版纸和双胶纸受自身良好的供求关系影响, 价格继续上行, 而同期浆价延续环比下跌的态势, 因此我们判断四季度文化纸的吨纸盈利有望出现 10% 以上的环比增长, 太阳纸业四季度的经营业绩有望继续环比改善。

□ 基本面改善有望持续, 给予买入评级

我们将太阳纸业 2019-2020 年的净利润分别上调至 21.5 亿、25 亿, 折合 2019-2020 年 EPS 为 0.83 元、0.97 元, 当前股价对应 PE 分别为 9.8 倍和 8.4 倍, 当前公司的 PB 为 1.5 倍, 我们认为无论从 PE 还是 PB 的角度看, 公司的估值水平均处于历史较低位置, 维持买入评级。

风险提示: 宏观经济超预期下行。

财务摘要

(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	21768.40	22312.67	24552.83	26979.37
(+/-)	15.21%	2.50%	10.04%	9.88%
净利润	2237.61	2154.17	2508.09	2833.05
(+/-)	10.54%	-3.73%	16.43%	12.96%
每股收益(元)	0.86	0.83	0.97	1.09
P/E	9.46	9.83	8.44	7.47

评级

买入

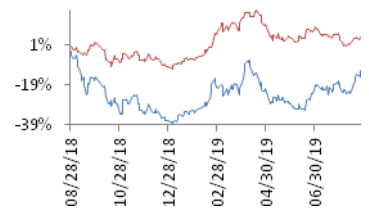
上次评级	买入
当前价格	¥ 8.17

单季度业绩

元/股

3Q/2019	0.23
2Q/2019	0.20
1Q/2019	0.15
4Q/2018	0.17

— 太阳纸业 — 上证综合指数



公司简介

相关报告

- 1 《二季度环比改善, 下半年有望继续改善, 买入评级》2019.08.28
- 2 《产品毛利暂承压, 产能新拓添活力!》2018.11.06
- 3 《快速增长已成常态》2017.04.27
- 4 《持续快速成长的造纸龙头!——太阳纸业一季报预报点评报告》2017.03.25
- 5 《排污许可证制度将执行, 溶解浆价格大涨!》2017.03.02

报告撰写人: 姜浩

数据支持人: 姜浩

正文部分

1、前三季度营收同比增 1.8%，净利润同比下滑 17.6%

公司发布三季报，前三季度实现营收 164 亿，同比增长 1.8%；第三季度实现营收 56.2 亿，同比基本持平。前三季度公司实现归母净利润 14.85 亿，同比下滑 17.6%；第三季度实现归母净利润 5.98 亿，同比增长 4.4%，单三季度公司的经营业绩受文化纸景气提升的作用，继续出现改善。公司三季度业绩超出我们此前的预估，主要原因是浆价下跌幅度超出我们此前预判，令文化纸的吨纸盈利增加幅度超预期。

2、第三季度盈利能力环比改善，期间费用率控制得力

公司前三季度毛利率为 21.1%，较去年同期减少 4.5 个百分点；第三季度毛利率为 23.8%，同比增加 0.7 个百分点，环比二季度提升 2 个百分点；受益于文化纸提价，公司的盈利能力连续出现环比改善。

前三季度公司的期间费用率为 10.4%，同比增加 0.2 个百分点；分项目看，销售费用率同比增加 0.4 个百分点至 3.7%；管理费用率（含研发费用）同比增加 0.6 个百分点至 4%。期间费用率小幅上升主要还是受费用刚性增加的影响。

3、文化纸受益于自身供求关系良好，盈利能力不断改善，预计四季度有望继续上行

三季度铜版纸和双胶纸的均价较二季度均环比略有提升，但三季度针叶、阔叶浆价格环比二季度分别大致下滑 10.5% 和 18.6%，因此三季度文化纸的吨纸盈利环比二季度继续改善。从 10 月前三周的情况来看，铜版纸和双胶纸受自身良好的供求关系影响，价格继续上行，而同期浆价延续环比下跌的态势，因此我们判断四季度文化纸的吨纸盈利有望出现 10% 以上的环比增长，太阳纸业四季度的经营业绩有望继续环比改善。

4、基本面改善有望持续，给予买入评级

我们将太阳纸业 2019-2020 年的净利润分别上调至 21.5 亿、25 亿，折合 2019-2020 年 EPS 为 0.83 元、0.97 元，当前股价对应 PE 分别为 9.8 倍和 8.4 倍，当前公司的 PB 为 1.5 倍，我们认为无论从 PE 还是 PB 的角度看，公司的估值水平均处于历史较低位置，维持买入评级。

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	10782.68	11668.36	14881.93	18004.25
现金	1970.89	2347.76	4734.38	7011.78
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	5253.17	6041.69	6562.16	6984.66
其它应收款	110.84	153.43	155.23	164.49
预付账款	731.27	707.72	756.82	862.56
存货	2167.86	1967.01	2232.20	2500.58
其他	548.65	450.74	441.14	480.18
非流动资产	18740.45	18983.17	19515.14	19889.24
金额资产类	190.74	170.73	184.07	181.85
长期投资	137.25	128.01	127.25	130.84
固定资产	16617.59	16864.87	17241.16	17517.78
无形资产	859.94	954.17	1075.51	1206.12
在建工程	636.79	509.43	567.54	534.03
其他	298.15	355.96	319.61	318.62
资产总计	29523.14	30651.52	34397.07	37893.49
流动负债	13963.36	12346.82	13644.08	14453.03
短期借款	5216.00	4923.95	5175.86	5105.27
应付款项	5520.23	4403.65	5162.10	5935.52
预收账款	826.10	1010.41	1097.79	1150.62
其他	2401.03	2008.81	2208.33	2261.62
非流动负债	2931.43	3517.15	3451.79	3300.12
长期借款	1793.84	1793.84	1793.84	1793.84
其他	1137.59	1723.30	1657.95	1506.28
负债合计	16894.79	15863.97	17095.88	17753.15
少数股东权益	55.63	60.67	66.21	72.31
归属母公司股东权	12572.72	14726.89	17234.98	20068.03
负债和股东权益	29523.14	30651.52	34397.07	37893.49
现金流量表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	4477.85	2423.01	4384.93	4743.65
净利润	2242.19	2159.21	2513.63	2839.15
折旧摊销	1151.20	1100.44	1185.99	1278.09
财务费用	719.77	580.00	600.00	650.00
投资损失	-6.34	-7.00	-7.00	-7.00
营运资金变动	1765.52	-1518.60	300.30	227.35
其它	-1394.49	108.96	-207.99	-243.93
投资活动现金流	-3037.80	-1243.53	-1751.54	-1654.97
资本支出	-2917.74	-1200.00	-1600.00	-1500.00
长期投资	-48.63	47.83	-15.68	-5.49
其他	-71.43	-91.36	-135.86	-149.48
筹资活动现金流	-2530.79	-802.61	-246.78	-811.28
短期借款	-171.63	-292.05	251.91	-70.59
长期借款	320.27	0.00	0.00	0.00
其他	-2679.42	-510.56	-498.69	-740.69
现金净增加额	-1090.74	376.87	2386.62	2277.40

利润表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	21768.40	22312.67	24552.83	26979.37
营业成本	16663.31	17350.74	18993.33	20780.99
营业税金及附加	138.34	133.88	147.32	161.88
营业费用	750.24	769.79	834.80	917.30
管理费用	556.17	535.50	564.72	620.53
研发费用	267.40	267.75	294.63	323.75
财务费用	719.77	580.00	600.00	650.00
资产减值损失	10.39	25.00	25.00	25.00
公允价值变动损益	12.26	12.00	12.00	12.00
投资净收益	6.34	7.00	7.00	7.00
其他经营收益	14.35	10.00	10.00	10.00
营业利润	2691.70	2679.01	3122.04	3528.93
营业外收支	27.87	20.00	20.00	20.00
利润总额	2719.57	2699.01	3142.04	3548.93
所得税	477.38	539.80	628.41	709.79
净利润	2242.19	2159.21	2513.63	2839.15
少数股东损益	4.58	5.04	5.54	6.10
归属母公司净利润	2237.61	2154.17	2508.09	2833.05
EBITDA	4209.64	4292.57	4811.33	5275.98
EPS (最新摊薄)	0.86	0.83	0.97	1.09
主要财务比率				
	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	15.21%	2.50%	10.04%	9.88%
营业利润	-8.75%	-0.47%	16.54%	13.03%
归属母公司净利润	10.54%	-3.73%	16.43%	12.96%
获利能力				
毛利率	23.45%	22.24%	22.64%	22.97%
净利率	10.30%	9.68%	10.24%	10.52%
ROE	19.08%	15.71%	15.63%	15.13%
ROIC	11.84%	11.17%	11.30%	11.22%
偿债能力				
资产负债率	57.23%	51.76%	49.70%	46.85%
净负债比率	51.66%	50.41%	48.90%	47.10%
流动比率	0.77	0.95	1.09	1.25
速动比率	0.62	0.79	0.93	1.07
营运能力				
总资产周转率	0.78	0.74	0.75	0.75
应收帐款周转率	14.01	13.47	12.96	13.49
应付帐款周转率	7.66	7.37	7.48	7.46
每股指标(元)				
每股收益	0.86	0.83	0.97	1.09
每股经营现金	1.73	0.93	1.69	1.83
每股净资产	4.85	5.68	6.65	7.74
估值比率				
P/E	9.46	9.83	8.44	7.47
P/B	1.68	1.44	1.23	1.06
EV/EBITDA	5.13	6.30	5.18	4.30

资料来源：港澳资讯、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>