

强烈推荐-A (维持)

太阳纸业 002078.SZ

目标估值: N.A.
当前股价: 8.17 元
2019 年 10 月 29 日

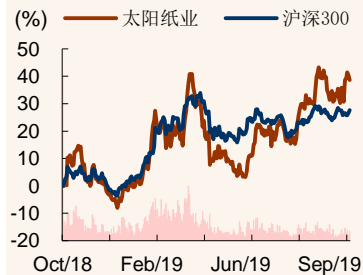
三季单季转正, 迎来2年黄金发展期

基础数据

上证综指	2980
总股本(万股)	259177
已上市流通股(万股)	255113
总市值(亿元)	212
流通市值(亿元)	208
每股净资产(MRQ)	5.4
ROE(TTM)	13.8
资产负债率	54.7%
主要股东	山东太阳控股集团有
主要股东持股比例	47.66%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	13	29
相对表现	3	15	7



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《太阳纸业(002078)—Q2 收入放缓盈利略改善, 关注下半年业绩拐点》2019-08-28
- 2、《太阳纸业(002078)—老挝产能顺利扩张, 定增优化资本结构》2019-07-17
- 3、《太阳纸业(002078)—行业景气下行影响 Q1 业绩, 全年有望逐季改善》2019-04-28

李宏鹏

lihongpeng@cmschina.com.cn
S1090515090001

吴昊

wuhao7@cmschina.com.cn
S1090517080007

郑恺

021-68407559
zhengkai1@cmschina.com.cn
S1090514040003

事件:

公司公告 2019 年 3Q 报告, 2019 年 3 季度实现营业总收入 164 亿元, 同比增长 1.81%; 实现归母净利润 14.9 亿元, 同比下降 17.57%, EPS 为 0.57 元。其中单三季度收入 56.2 亿元, 同比略下降 0.2%, 产生净利润 5.98 亿, 同比增长 4.4%。

评论:

1、营收稳定, 盈利下滑幅度大幅收窄

公司 2019 年经历了纸价大幅下滑冲击, 相比去年同期水平, 大部分纸种下滑幅度均在 10~20%之间, 但公司依靠今年新增本部箱板纸产量以及老挝溶解浆产量维持企业收入基本稳定; 且净利润水平经历了 4 个季度业绩下行(18 年 Q3 开始), 今年 3Q 开始出现了 4.4%的业绩正增长, 领先行业复苏, 也彰显公司经济下行周期中的韧性。

2、成本红利体现, 4 季度展望更好

18 年 3Q 毛利率 23.14%, 而 19 年 3Q 单季毛利率 23.84%, 同比上行 70pct。主要基于今年 5 月开始木浆成本大幅下滑, 从年中高点的 6000 元大幅回落到 3900 元水平, 我们测算按照当下木浆水平, 公司主力产品双胶纸毛利率将从最低谷 11%大幅反弹到 26.8%, 而这也是企业三季度业绩大幅反弹的主要因素。展望未来 4 季度, 木浆成本下行将进一步反映到企业生产成本中, 太阳纸业 4 季度盈利将展望更好。

3、营运能力优秀, 2021 年将是成长大年, 维持“强烈推荐 - A”评级

短期看, 我们认为企业三季度盈利拐点确立后, 将盈利至少 3 个季度的业绩大幅增长期; 3Q 企业营业周期始终低于 80 天水平, 远好于业内同行水平。展望未来, 2020 年公司投放产能水平不高, 但 2021 年公司将迎来老挝 80 万吨项目投产高峰, 以及本部 40 万吨文化纸项目投产, 我们维持公司 2019 年、2020 年、2021 年的归母净利润分别为 20.8 亿元、24.5 亿元、29.4 亿元盈利预测, 同比分别增长-7%、18%、20%, 目前股价对应 19 年 PE 为 10x, 维持“强烈推荐 - A”评级。

风险提示: 原材料价格波动风险; 宏观经济及出口下行导致需求不及预期

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	18894	21768	24125	26833	30899
同比增长	31%	15%	11%	11%	15%
营业利润(百万元)	2950	2692	2515	2970	3563
同比增长	103%	-9%	-7%	18%	20%
净利润(百万元)	2024	2238	2077	2451	2939
同比增长	92%	11%	-7%	18%	20%
每股收益(元)	0.78	0.86	0.80	0.95	1.13
PE	10.5	9.5	10.2	8.6	7.2
PB	2.1	1.7	1.5	1.3	1.1

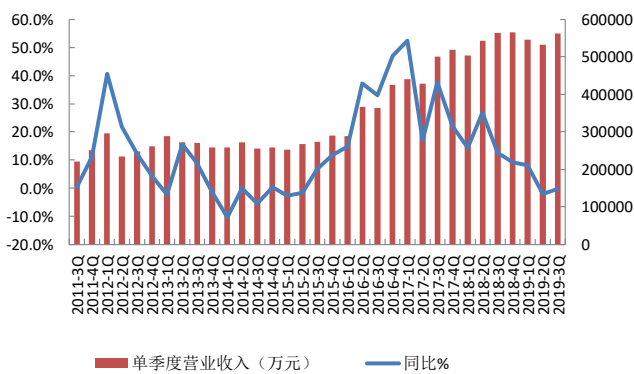
资料来源: 公司数据、招商证券

表 1：业绩多季度回顾

(百万元)	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3
营业收入					
营业毛利	1,304	981	965	1,159	1,341
营业费用	214	218	177	202	225
管理费用	156	154	132	126	136
财务费用	205	164	145	158	139
投资收益	6	6	-4	12	8
营业利润	607	306	403	627	714
归属母公司净利润	573	436	380	506	598
EPS (元)	0.22	0.17	0.15	0.20	0.23
主要比率					
毛利率	23.1%	17.3%	17.7%	21.8%	23.8%
营业费用率	3.8%	3.9%	3.2%	3.8%	4.0%
管理费用率	2.8%	2.7%	2.4%	2.4%	2.4%
营业利润率	10.8%	5.4%	7.4%	11.8%	12.7%
有效税率	24.9%	-41.1%	18.4%	13.2%	15.4%
净利率	10.2%	7.7%	7.0%	9.5%	10.6%
YoY					
收入	13%	9%	8%	-2%	0%
归属母公司净利润	15%	-33%	-38%	-17%	4%

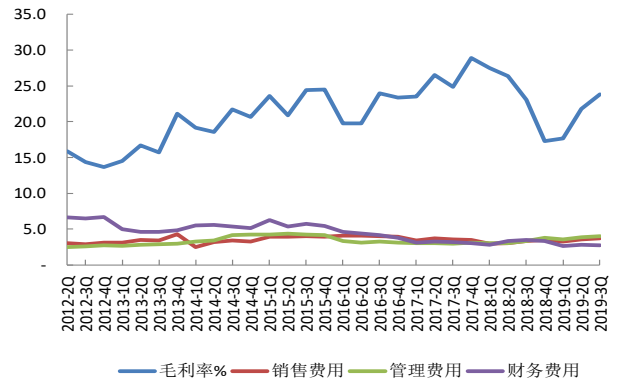
资料来源：WIND、招商证券

图 1：三季度收入同比基本稳定



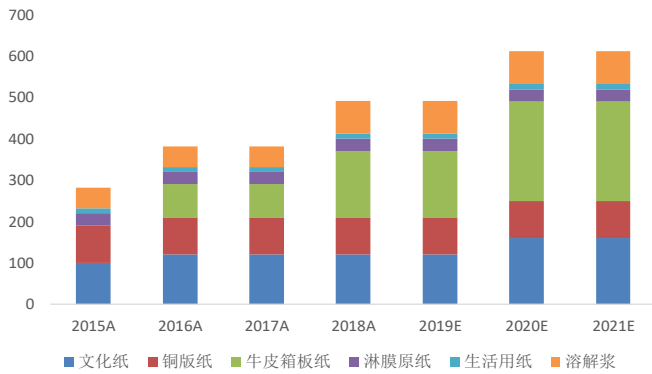
资料来源：Wind、招商证券

图 2：毛利率反弹，费用率稳定



资料来源：Wind、招商证券

图 3：公司未来新增产能集中于 20-21 年



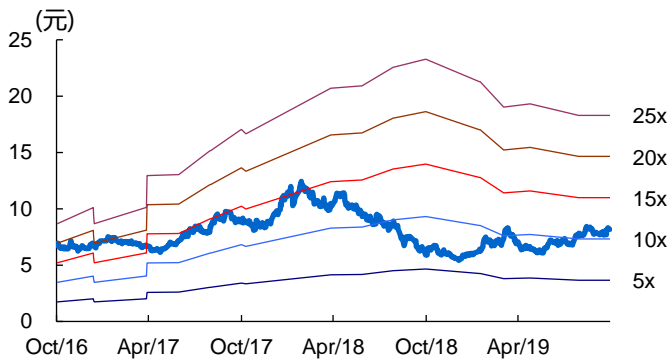
资料来源：Rexam 年报、招商证券

图 4：老挝项目地点位于出海口附近，位置优越



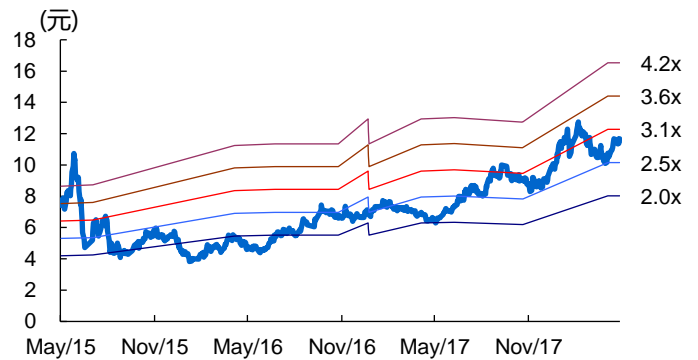
资料来源：公司公告、招商证券

图 5：太阳纸业历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 6：太阳纸业历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告：

- 1、《太阳纸业（002078）—Q2 收入放缓盈利略改善，关注下半年业绩拐点》
2019-08-28
- 2、《太阳纸业（002078）—老挝产能顺利扩张，定增优化资本结构》
2019-07-17
- 3、《太阳纸业（002078）—行业景气下行影响 Q1 业绩，全年有望逐季改善》
2019-04-28

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	10429	10783	12030	13249	15370
现金	2437	1971	2163	2279	2735
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	3878	3789	4200	4671	5379
应收款项	1645	1464	1600	1780	2050
其它应收款	132	111	123	137	157
存货	1525	2168	2493	2768	3190
其他	811	1280	1452	1614	1859
非流动资产	15628	18740	19252	19372	19501
长期股权投资	116	137	137	137	137
固定资产	10882	16618	17517	17916	18066
无形资产	664	860	774	697	627
其他	3965	1126	824	622	671
资产总计	26056	29523	31282	32621	34871
流动负债	11646	13963	13900	13023	12612
短期借款	5388	5216	5891	4206	2555
应付账款	2043	5520	6371	7075	8153
预收账款	962	826	953	1059	1220
其他	3253	2401	684	684	684
长期负债	3587	2931	2931	2931	2931
长期借款	1474	1794	1794	1794	1794
其他	2113	1138	1138	1138	1138
负债合计	15232	16895	16832	15955	15544
股本	2593	2592	2592	2592	2592
资本公积金	1409	1666	1666	1666	1666
留存收益	6073	8065	9883	12094	14749
少数股东权益	499	56	60	65	71
归属于母公司所有者权益	10325	12573	14391	16601	19256
负债及权益合计	26056	29523	31282	32621	34871
现金流量表					
单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	3767	0	2563	2630	2876
净利润	2024	2238	2077	2451	2939
折旧摊销	993	0	88	79	71
财务费用	402	0	486	403	300
投资收益	(2)	0	(15)	(15)	(15)
营运资金变动	125	(2242)	(81)	(296)	(431)
其它	225	5	8	9	11
投资活动现金流	(3969)	0	(585)	(185)	(185)
资本支出	(3980)	0	(600)	(200)	(200)
其他投资	10	0	15	15	15
筹资活动现金流	1248	0	(1787)	(2329)	(2235)
借款变动	1540	1702	(1042)	(1686)	(1651)
普通股增加	57	(1)	0	0	0
资本公积增加	157	257	0	0	0
股利分配	(127)	(259)	(259)	(241)	(284)
其他	(378)	(1698)	(486)	(403)	(300)
现金净增加额	1046	0	192	117	456

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	18894	21768	24125	26833	30899
营业成本	13976	16663	19232	21356	24610
营业税金及附加	141	138	153	171	196
营业费用	663	750	831	925	1065
管理费用	444	556	624	693	798
研发费用	136	267	289	322	371
财务费用	571	720	486	403	300
资产减值损失	25	10	10	10	10
公允价值变动	(13)	12	10	10	10
投资收益	2	6	5	5	5
营业利润	2950	2692	2515	2970	3563
营业外收入	23	37	20	20	20
营业外支出	42	9	10	10	10
利润总额	2931	2720	2525	2980	3573
所得税	681	477	443	523	628
净利润	2250	2242	2081	2456	2945
少数股东损益	226	5	4	5	6
归属于母公司净	2024	2238	2077	2451	2939
主要财务比率					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	31%	15%	11%	11%	15%
营业利润	103%	-9%	-7%	18%	20%
净利润	92%	11%	-7%	18%	20%
获利能力					
毛利率	26.0%	23.5%	20.3%	20.4%	20.4%
净利率	10.7%	10.3%	8.6%	9.1%	9.5%
ROE	19.6%	17.8%	14.4%	14.8%	15.3%
ROIC	14.3%	13.2%	11.2%	12.3%	13.4%
偿债能力					
资产负债率	58.5%	57.2%	53.8%	48.9%	44.6%
净负债比率	30.8%	29.6%	24.6%	18.4%	12.5%
流动比率	0.9	0.8	0.9	1.0	1.2
速动比率	0.8	0.6	0.7	0.8	1.0
营运能力					
资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9
存货周转率	10.5	9.0	8.3	8.1	8.3
应收帐款周转率	12.6	14.0	15.7	15.9	16.1
应付帐款周转率	8.0	4.4	3.2	3.2	3.2
每股资料 (元)					
EPS	0.78	0.86	0.80	0.95	1.13
每股经营现金	1.45	0.00	0.99	1.02	1.11
每股净资产	3.98	4.85	5.55	6.41	7.43
每股股利	0.10	0.10	0.09	0.11	0.13
估值比率					
PE	10.5	9.5	10.2	8.6	7.2
PB	2.1	1.7	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA					

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑 恺，同济大学计算机科学与技术（本科）和复旦大学经济学（硕士），10 年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工首席行业分析师。2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第 4、第 2、第 3 名；金融界“慧眼”评选轻工制造行业白金分析师；2018 最佳行业分析师金牛奖。

濮冬燕，经济学硕士，招商证券造纸轻工行业分析师，2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第 4、第 2、第 3 名，2018 天眼行业最佳选股分析师。

李宏鹏，经济学硕士，招商证券造纸轻工行业分析师，2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第 4、第 2、第 3 名。

吴昊，新加坡南洋理工大学金融学硕士，美国爱荷华大学金融学、经济学双学士。2015-2019 年，任招商证券家电行业分析师，多次获新财富/金牛奖/水晶球/IAMAC 等奖项。2019 年起任招商证券造纸轻工行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。