

太阳纸业(002078)/造纸
龙头竞争优势突出，静待周期助力腾飞
评级：增持(维持)

市场价格：7.7元

分析师：蒋正山

执业证书编号：S0740518070009

Email: jiangzs@r.qizq.com.cn

分析师：徐稚涵

执业证书编号：S0740518060001

Email: xuzh01@r.qizq.com.cn

研究助理：郭美鑫

Email: guomx@r.qizq.com.cn

研究助理：徐偲

Email: xucai@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2,592
流通股本(百万股)	2,551
市价(元)	7.7
市值(百万元)	19,955
流通市值(百万元)	19,642

股价与行业-市场走势对比
相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	18,894.	21,768.4	23,099.3	26,001.0	28,957.76
增长率 yoy%	30.71%	15.21%	6.11%	12.56%	11.37%
净利润	2,024.2	2,237.61	1,834.03	2,214.05	2,536.05
增长率 yoy%	91.55%	10.54%	-18.04%	20.72%	14.54%
每股收益(元)	0.78	0.86	0.71	0.85	0.98
每股现金流量	1.45	1.73	1.04	0.81	1.52
净资产收益率	20.79%	17.76%	13.61%	14.03%	13.79%
P/E	9.86	8.92	10.88	9.01	7.87
PEG	0.11	0.85	-0.60	0.43	0.54
P/B	1.84	1.58	1.41	1.21	1.04

备注：

投资要点

- 事件：**太阳纸业发布 2018 年年度报告，公司 2018 年实现营收 217.7 亿元，同比增长 15.2%；实现归母净利润 22.4 亿元，同比增长 10.5%；实现扣非后归母净利润 22.1 亿元，同比增长 8.5%。单四季度公司实现营收 56.6 亿元，同比增长 9.1%（Q1/Q2/Q3/Q4 公司营收分别同比增长 14.3%/26.8%/12.5%/9.1%）；实现归母净利润 4.4 亿元，同比下滑 32.9%（Q1/Q2/Q3/Q4 公司归母净利润分别同比增长 40.1%/40.6%/14.8%/-32.9%）；实现扣非后归母净利润 4.3 亿元，同比下滑 36.3%（Q1/Q2/Q3/Q4 公司扣非后归母净利润分别同比增长 48%/31.5%/15.6%/-36.3%）。
- 造纸量价齐升，浆产品吨毛利略增。**造纸方面，公司文化纸实现营收 72.1 亿元，同比增长 22.2%，毛利率 27.3%，同比下滑 0.8pct；铜版纸实现营收 39.9 亿元，同比下滑 10.2%，毛利率 28.5%，同比下滑 4.2pct；箱板纸实现营收 26.4 亿元，同比增长 10.4%，毛利率 11.2%，同比下滑 8.6pct。造纸板块营收合计 155.4 亿元，同比增长 9.8%，其中量/价分别同比增长 6.5%/3.1%。公司吨纸毛利 1263 元，同比下滑 9%。制浆方面，公司溶解浆营收 31.7 亿元，同比增长 17.5%，毛利率 20.3%，同比下降 0.7pct；化机浆营收 15.7 亿元，同比增长 32.1%，毛利率 26%，同比提升 4.9pct。制浆板块营收合计 47.3 亿元，同比增长 21.9%，其中量/价分别同比增长 27.2%/-4.1%。公司吨浆毛利 1019 元，同比微增 1.1%。
- 周期边际下行毛利率承压，费用同比略有提升。**2018 年下半年度，造纸行业周期边际下行，核心纸种价格均有回调，2018 年年底双胶纸/铜版纸/箱板纸市场均价分别为 6223/5711/4413 元/吨，较年初分别下跌 15.7%/22%/4.7%。由于下半年造纸销量较高，价格下行导致企业收入/毛利率承压。全年公司整体毛利率 23.5%，同比下降 2.5pct（其中 Q1/Q2/Q3/Q4 毛利率分别为 27.5%/26.4%/23.1%/17.3%）。公司销售费用率为 3.4%，同比下降 0.1pct；管理费用（含研发费用）率 3.8%，同比增加 0.7pct，我们判断主要系研发新型纤维原料投入增加所致；财务费用率 3.3%，同比提升 0.3pct。公司净利率 10.3%，同比下滑 0.4pct（其中 Q1/Q2/Q3/Q4 净利率分别为 13.6%/12.1%/8.1%/7.7%）。2018 年公司资产负债率为 57.2%，同比下降 1.3pct。表明资产结构趋于改善。
- 增长动力强劲，成本控制能力同业领先，长期成长逻辑不改。**1) 行业初步走出周期性下行阶段，出现正态回归态势。在行业回归大背景下，太阳纸业作为我国造纸行业龙头，依然有着强劲的增长动力。2) 公司产能扩张和优化布局助力深度发展。2018 年公司 20 万吨高档文化纸/30 万吨化学浆/80 万吨箱板纸产能已全部顺利投产，未来增长点明确。3) 同业领先的成本控制能力将更为显著。原材料方面，10 万吨木屑浆产线和 40 万吨半化学浆产线将助力公司箱板纸原料来源保障，降低对废纸的依赖。此外，20 万吨本色高得率生物质纤维项目预计将于 2019 年下半年投产，进一步巩固上游优势。4) 加速国际化布局，打造长期竞争壁垒。老挝项目建设是太阳纸业今后工作中的战略重点，公司计划力争通过 2 到 3 年的时间，在老挝当地逐步建成一个 200 多万吨的造纸新材料产业园，巩固核心竞争优势并降低生产成本。
- 投资建议：**我们预计 2019-2021 年公司实现归属于母公司净利润为 18.3、22.1、25.4 亿元，同比下滑 18%、增长 20.7%、增长 14.5%；对应 EPS 为 0.71、0.85、0.98 元。维持公司评级为“增持”评级。

■ **风险提示：**原材料价格大幅上涨风险、宏观经济波动风险、海外投资政策风险

图表 1：太阳纸业三大财务报表

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	21768.40	23099.32	26001.06	28957.76	净利润	2242.19	1928.69	2311.01	2635.34
营业成本	16663.31	18402.39	20572.59	22856.36	折旧与摊销	1151.20	114.00	249.25	417.72
营业税金及附加	138.34	161.70	182.01	202.70	财务费用	719.77	716.08	806.03	897.69
销售费用	750.24	762.28	832.03	897.69	资产减值损失	10.39	15.00	18.00	20.00
管理费用	556.17	716.08	780.03	868.73	经营营运资本变动	1117.93	-26.01	-1254.90	15.01
财务费用	719.77	716.08	806.03	897.69	其他	-763.64	-44.80	-42.73	-43.93
资产减值损失	10.39	15.00	18.00	20.00	经营活动现金流净额	4477.85	2702.96	2086.66	3941.84
投资收益	6.34	30.00	25.00	20.00	资本支出	14176.53	-2050.00	-2450.00	-3450.00
公允价值变动损益	12.26	-0.20	-0.27	3.93	其他	-17214.33	217.43	244.73	273.93
其他经营损益	-4.02	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3037.80	-1832.57	-2205.27	-3176.07
营业利润	2691.70	2355.60	2835.09	3238.51	短期借款	-171.63	-62.68	869.73	79.76
其他非经营损益	27.87	25.50	18.00	15.00	长期借款	320.27	300.00	350.00	400.00
利润总额	2719.57	2381.10	2853.09	3253.51	股权融资	93.18	0.00	0.00	0.00
所得税	477.38	452.41	542.09	618.17	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	2242.19	1928.69	2311.01	2635.34	其他	-2772.60	-1923.64	-956.03	-1097.69
少数股东损益	4.58	94.67	96.96	99.30	筹资活动现金流净额	-2530.79	-1686.31	263.70	-617.93
归属母公司股东净利润	2237.61	1834.03	2214.05	2536.05	现金流量净额	-1145.75	-815.92	145.09	147.84
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1970.89	1154.97	1300.05	1447.89	成长能力				
应收和预付款项	5984.44	6368.02	7916.91	8699.34	销售收入增长率	15.21%	6.11%	12.56%	11.37%
存货	2167.86	1840.24	2386.42	2559.91	营业利润增长率	-8.75%	-12.49%	20.36%	14.23%
其他流动资产	659.49	386.49	430.02	474.37	净利润增长率	-0.35%	-13.98%	19.82%	14.03%
长期股权投资	137.25	137.25	137.25	137.25	EBITDA 增长率	1.07%	-30.18%	22.12%	17.06%
投资性房地产	27.87	27.87	27.87	27.87	获利能力				
固定资产和在建工程	0.00	1447.50	3077.25	5456.03	毛利率	23.45%	20.33%	20.88%	21.07%
无形资产和开发支出	899.35	1388.85	1960.86	2615.36	三费率	9.31%	9.50%	9.30%	9.20%
其他非流动资产	17675.98	17474.99	17253.99	17002.99	净利率	10.30%	8.35%	8.89%	9.10%
资产总计	29523.14	30226.17	34490.61	38421.00	ROE	17.76%	13.61%	14.03%	13.79%
短期借款	5216.00	5153.32	6023.05	6102.81	ROA	7.59%	6.38%	6.70%	6.86%
应付和预收款项	1214.35	6406.66	7267.52	8262.28	ROIC	25.30%	52.23%	37.31%	28.73%
长期借款	1793.84	2093.84	2443.84	2843.84	EBITDA/销售收入	20.96%	13.79%	14.96%	15.73%
其他负债	8670.60	2405.63	2278.46	2099.00	营运能力				
负债合计	16894.79	16059.45	18012.88	19307.93	总资产周转率	0.78	0.77	0.80	0.79
股本	2591.55	2591.55	2591.55	2591.55	固定资产周转率	4.00	46.31	16.62	10.24
资本公积	1540.37	1540.37	1540.37	1540.37	应收账款周转率	14.01	13.04	12.20	12.62
留存收益	8050.48	9884.51	12098.56	14634.60	存货周转率	9.01	9.18	9.73	9.24
归属母公司股东权益	12572.72	14016.43	16230.48	18766.52	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	150.29	247.25	346.55	资本结构				
股东权益合计	12628.35	14166.72	16477.73	19113.07	资产负债率	57.23%	53.13%	52.23%	50.25%
负债和股东权益合计	29523.14	30226.17	34490.61	38421.00	带息债务/总负债	47.32%	51.26%	52.47%	51.44%
					流动比率	0.77	0.74	0.80	0.80
					速动比率	0.62	0.60	0.64	0.65
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E	每股指标				
EBITDA	4562.68	3185.68	3890.37	4553.92	每股收益	0.86	0.71	0.85	0.98
PE	8.92	10.88	9.01	7.87	每股净资产	4.87	5.47	6.36	7.38
PB	1.58	1.41	1.21	1.04	每股经营现金	1.73	1.04	0.81	1.52
PS	0.92	0.86	0.77	0.69	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	2.18	3.35	3.13	2.85					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

来源：中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。