

轻工制造

2019年10月29日

太阳纸业 (002078)

——2019年三季度报点评：文化纸盈利能力持续提升，新项目积极推进

报告原因：有业绩公布需要点评

增持（维持）

市场数据：2019年10月28日

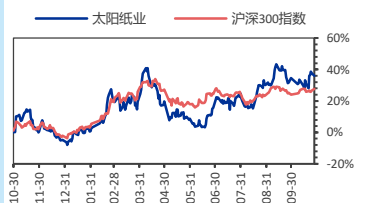
收盘价(元)	8.17
一年内最高/最低(元)	8.73/5.41
市净率	1.5
息率(分红/股价)	1.22
流通A股市值(百万元)	20843
上证指数/深证成指	2980.05/9801.87

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2019年09月30日

每股净资产(元)	5.39
资产负债率%	54.74
总股本/流通A股(百万)	2592/2551
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《太阳纸业(002078)点评：2019年中报点评：盈利能力环比改善，下半年盈利能力提升有望持续》2019/08/29

《太阳纸业(002078)点评：拟定扩建老挝产能，大股东参与认购彰显未来发展信心》2019/07/18

证券分析师

周海晨 A0230511040036
zhouhc@swsresearch.com
屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com

研究支持

柴程森 A0230118070016
chaics@swsresearch.com

联系人

丁智艳
(8621)23297818x7580
dingzy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司公告 2019 年三季度报，Q3 实现归母净利 5.98 亿元，略超市场预期。**2019 年 1-9 月实现收入 164.01 亿元，同比增长 1.8%；归母净利 14.85 亿元，同比下降 17.6%；其中 19Q3 实现收入 56.25 亿元，同比下降 0.2%，归母净利 5.98 亿元，同比增长 4.4%，年内首次实现单季度同比正增长，环比增长 18.2%。2019 年 Q3 经营性净现金流 5.39 亿元，同比减少 53.7%，主要系木浆采购支出增加所致。
- **文化纸业务：受益纸价提振与浆价回落，文化纸盈利环比大幅改善。Q3 纸价环比提升：**进入 7 月，文化纸下游需求进入传统淡季，但由于产业链库存低位，叠加社会需求边际增加影响，纸价淡季平稳；进入 9 月进入需求旺季，纸价进入新一轮上涨周期。根据卓创资讯数据，双胶纸 Q3 均价较 Q2 环比增加 33 元/吨；铜版纸 Q3 均价较 Q2 环比增加 83 元/吨。**纸浆价格回落：**外盘纸浆报价持续走低，外盘针叶浆银星报价由 3 月 730 美元/吨逐步下调至 8 月 580 美元/吨，下调 20.5%；外盘阔叶浆明星报价由 3 月 720 美元/吨逐步下调至 9 月 475 美元/吨，下调 34.0%，纸厂用浆成本持续回落。
- **箱板瓦楞纸业务：老挝废纸浆投产，盈利环比边际改善。**尽管国内箱板瓦楞纸行业景气度下行，但公司老挝 40 万吨半化学浆项目于 2019 年 5 月底试生产，海外废纸浆板具有显著成本优势，Q3 箱板瓦楞纸业务成本结构得到进一步改善，驱动箱板瓦楞纸业务整体盈利环比改善。
- **溶解浆业务：溶解浆价格持续下行，盈利能力承压。**由于溶解浆下游需求疲软、反倾销政策结束海外供给冲击，溶解浆价格持续回落，2019 年 Q3 溶解浆均价环比 Q2 下跌 712 元/吨至 6127 元/吨，公司溶解浆业务盈利能力进一步下滑。我们预计国内溶解浆业务处盈亏平衡点附近；老挝溶解浆业务凭借成本优势仍能盈利。
- **盈利能力总结：综合毛利率及净利率环比持续提升。**由于文化纸业务占比较高，文化纸盈利环比大幅提升，驱动综合毛利率净利率环比提升，2019 年 Q1-3 公司综合毛利率分别为 17.7%/21.8%/23.8%，净利率分别为 7.0%/9.7%/10.7%，盈利能力明显提升。
- **在建工程增长，扩建产能推动行业整合，未来公司浆纸产能将上新台阶。**公司积极推进新项目建设，2019 年 Q3 末在建工程余额 24.07 亿元，环比 6 月末增加 13.21 亿元。未来三年内新增项目逐步投产，进一步推动行业整合与抬升公司盈利中枢。**1) 2020 年 Q4：本部 45 万吨特色文化用纸项目。**公司扩建文化纸产能，有望进一步推动行业整合，实现对中小企业清退，提升龙头定价权。**2) 2021 年 Q1：80 万吨箱板瓦楞纸项目** Q3 已开工，实现海外造纸产能布局，所产原纸将在东南亚当地或销往国内华南区域销售。**3) 广西 350 万吨林浆纸一体化项目。**根据纸业联讯消息，太阳纸业广西项目 10 月正式开工，一期项目包括 80 万吨阔叶浆、55 万吨文化纸、50 万吨特种纸和 20 万吨化机浆，预计项目将在 2021 年下半年起逐步投产。

财务数据及盈利预测

	2018	19Q1-Q3	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	21,768	16,401	23,972	24,437	27,196
同比增长率(%)	15.2	1.8	10.1	1.9	11.3
归母净利润(百万元)	2,238	1,485	2,103	2,424	2,648
同比增长率(%)	10.5	-17.6	-6.0	15.2	9.3
每股收益(元/股)	0.86	0.57	0.81	0.94	1.02
毛利率(%)	23.5	21.1	20.5	22.2	22.1
ROE(%)	17.8	10.6	14.7	14.5	13.7
市盈率	9		10	9	8

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

- Q4 展望：预计文化纸旺季提价+纸机转产，包装纸盈利边际改善。**文化纸 9-10 月提价函均已落地，纸价已提涨 200 元/吨；近期纸厂发布 11 月提价函，提价 100 元/吨，当前文化纸产业链库存低位，需求旺季，纸价提涨驱动文化纸盈利进一步改善。另外，公司一台 40 万吨箱板瓦楞纸机 9 月中旬转产文化纸，转产后月产量 1.6-1.7 万吨，文化纸 Q4 产量将环比增加。箱板瓦楞纸进入 9 月旺季，9 月提价约 100 元/吨；叠加公司箱板瓦楞纸原材料结构优化，公司箱板瓦楞纸盈利能力边际改善。溶解浆价格盈利进一步下行空间有限。预计 Q4 盈利将持续环比改善。
- 公司管理能力和激励水平为行业标杆，具有成长属性的造纸龙头，维持增持。**公司是具有成长股属性的周期造纸龙头企业，同时也是造纸企业管理和激励标杆。由于流动性边际改善、人民币持续升值，公司 PB 估值处历史底部，随整体市场情绪回暖，估值逐步修复。我们维持 2019-2021 年归母净利的盈利预测至 21.03 亿元、24.24 亿元和 26.48 亿元，对应 19-21 年 EPS 分别为 0.81 元、0.94 元和 1.02 元，目前股价/市值（8.17 元/股/212 亿元）对应 19-21 年 PE 分别为 10.1 倍、8.7 倍和 8.0 倍，当前 PB 为 1.5 倍，维持增持。

财务摘要

百万元，百万股	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	18,894	21,768	23,972	24,437	27,196
其中：营业收入	18,894	21,768	23,972	24,437	27,196
减：营业成本	13,976	16,663	19,057	19,004	21,194
减：税金及附加	141	138	144	147	163
主营业务利润	4,777	4,967	4,771	5,286	5,839
减：销售费用	663	750	767	782	870
减：管理费用	430	556	839	855	952
减：研发费用	150	267	-	-	-
减：财务费用	571	720	682	781	846
经营性利润	2,963	2,673	2,483	2,868	3,171
减：资产减值损失	25	10	6	8	6
减：信用减值损失	0	0	-	-	-
加：投资收益及其他	2	6	6	6	8
营业利润	2,950	2,692	2,483	2,867	3,173
加：营业外净收入	-18	28	21	21	21
利润总额	2,931	2,720	2,504	2,888	3,194
减：所得税	681	477	400	461	542
净利润	2,250	2,242	2,104	2,427	2,652
少数股东损益	226	5	1	3	4
归属于母公司所有者的净利润	2,024	2,238	2,103	2,424	2,648
全面摊薄总股本	2,593	2,592	2,592	2,592	2,592
每股收益（元）	0.80	0.86	0.81	0.94	1.02

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。