

成本优势显现, 盈利能力提升

投资要点

- **业绩总结:** 公司发布2020年中报。2020H1公司实现营业收入104.3亿元, 同比下降3.2%; 实现归母净利润9.4亿元, 同比增长5.6%, 扣非后净利润8.8亿元, 同比增长1.4%。其中Q2实现营收48.8亿元, 同比下降8.4%; 实现归母净利润4亿元, 同比下降20.9%, 业绩略超预期。
- **产品线布局完善, 产业链协同效应显现。** 上半年非涂布文化纸是公司营收贡献主要来源, 贡献收入37.9亿元, 同比增长7.8%, 占总营收比重达到36.3%。牛皮箱板纸扩产后成为公司第二大品类, 实现营收16.6亿元, 同比增长15.8%, 占比达到15.9%。第三大品类铜版纸上半年实现营收14.7亿元, 同比下滑-2.9%。化机浆/化学浆/溶解浆分别实现营收8.9亿元、2655万元、13.1亿元, 总贡献营收占比达到21.4%。可以看到, 公司文化纸、箱板瓦楞纸、生活用纸、浆等各类产品线均布局完善, 上下游联动协同效应显现, “四三三”战略已初步成型。
- **浆价持续下行, 带动公司毛利率上涨。** 2020年上半年, 纸浆均价较去年同期下降23.2%, 带动公司毛利率上行, 公司整体毛利率达到23.7%, 同比提升4个百分点。多个纸种毛利率迎来上扬, 其中非涂布文化纸、铜版纸、牛皮箱板纸毛利率同比增长12%、14.5%和-5.3%, 在竞争格局向好下文化纸的盈利能力显著提升。费用方面, 2020H1公司整体费用率为12.6%, 同比增加2.4pp。其中销售费用率为4.8%, 增加1.2pp, 主要系运输费用增加所致; 管理和研发费用率为5.1%, 同比增加1.3pp; 财务费用率为2.7%, 小幅下降0.1pp。综合之下, 公司的归母净利率为9%, 同比增加0.8个百分点, 盈利能力稳步提升。预计随着疫情得到控制, 开学顺利推进, 文化纸终端需求持续复苏, 从三季度开始公司收入及业绩将明显上行, 同时公司溶解浆业务生产灵活, 考虑到市场低迷即迅速改产本色木浆, 对公司整体业绩影响较小。
- **持续推进林浆纸一体化, 纸浆自给率不断提升。** 公司老挝林浆纸一体化项目已建成进入收获期, 40万吨再生纤维浆板生产线已经在2019年度投入运营, 公司纸浆自给率不断提升, 已达40%左右。同时, 由于海外建厂的难度和壁垒很高, 小企业难以通过海外布局构建成本优势, 公司“出海”时间早, 壁垒难以被打破, 成本优势护城河已形成。目前, 公司正在持续推进广西北海林浆纸一体化项目, 预计一期纸、浆项目均将在2021年下半年至2022年上半年陆续投产, 未来公司广西80万吨化学浆产能投产后, 自制浆优势还将进一步提升。
- **产能持续扩张, 成长天花板打开。** 公司在夯实文化纸龙头地位的基础上, 逐渐将产品结构拓展至包装纸、生活用纸等领域, 实现横向多元化布局。目前公司全力推进项目包括老挝120万吨造纸项目、广西北海350万吨林浆纸一体化项目、兖州本部45万吨特色文化用纸项目以及其他新型纤维原料项目等, 在建产能中有200万吨纸浆产能, 335万吨造纸产能, 部分将于2021年开始投产, 在公司的制造优势和成本优势促进下, 公司的市场规模将跟随产能进一步扩张, 带动业绩放量。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2020-2022年EPS分别为0.88元、1.09元、1.25元, 对应PE 16倍、13倍、11倍, 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。

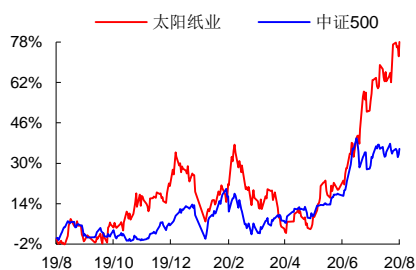
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	22762.70	24008.04	27424.73	30456.67
增长率	4.57%	5.47%	14.23%	11.06%
归属母公司净利润(百万元)	2178.12	2275.10	2812.79	3242.17
增长率	-2.66%	4.45%	23.63%	15.27%
每股收益EPS(元)	0.84	0.88	1.09	1.25
净资产收益率ROE	14.95%	14.07%	15.03%	14.99%
PE	16	16	13	11
PB	2.46	2.22	1.92	1.66

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)	25.91
流通A股(亿股)	25.70
52周内股价区间(元)	7.65-13.86
总市值(亿元)	359.17
总资产(亿元)	342.47
每股净资产(元)	5.93

相关研究

1. 太阳纸业(002078): 盈利能力明显回升, 龙头竞争优势突出 (2020-04-30)
2. 太阳纸业(002078): 产能扩张进展顺利, 盈利能力稳步回升 (2020-04-21)
3. 太阳纸业(002078): 盈利能力持续改善, 浆纸一体化构筑长期护城河 (2019-10-29)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	22762.70	24008.04	27424.73	30456.67	净利润	2197.56	2290.17	2833.57	3265.30
营业成本	17631.32	18616.31	21157.38	23345.46	折旧与摊销	1453.35	1706.44	1802.94	1899.01
营业税金及附加	114.20	140.99	155.44	171.40	财务费用	572.83	444.09	343.53	294.68
销售费用	941.56	1032.35	1234.11	1431.46	资产减值损失	-69.30	0.00	0.00	0.00
管理费用	563.84	1104.37	1234.11	1401.01	经营营运资本变动	-2538.34	4444.26	-85.89	-242.43
财务费用	572.83	444.09	343.53	294.68	其他	3069.85	-31.95	-2.29	-6.22
资产减值损失	-69.30	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	4685.94	8853.02	4891.87	5210.34
投资收益	21.59	0.00	0.00	0.00	资本支出	-2202.46	-1550.00	-1550.00	-1550.00
公允价值变动损益	7.61	7.61	7.61	7.61	其他	-1909.16	7.61	7.61	7.61
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-4111.62	-1542.39	-1542.39	-1542.39
营业利润	2503.15	2677.54	3307.77	3820.27	短期借款	3720.17	-5420.41	-2400.78	-1114.97
其他非经营损益	90.56	49.94	56.73	60.73	长期借款	-141.25	0.00	0.00	0.00
利润总额	2593.71	2727.48	3364.49	3881.00	股权融资	29.00	0.00	0.00	0.00
所得税	396.15	437.31	530.92	615.71	支付股利	-259.16	-252.27	-263.50	-325.77
净利润	2197.56	2290.17	2833.57	3265.30	其他	-3268.57	-1772.52	-343.53	-294.68
少数股东损益	19.44	15.07	20.78	23.13	筹资活动现金流净额	80.19	-7445.20	-3007.81	-1735.42
归属母公司股东净利润	2178.12	2275.10	2812.79	3242.17	现金流量净额	656.58	-134.57	341.67	1932.53
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2535.37	2400.80	2742.47	4675.01	成长能力				
应收和预付款项	2532.54	2812.46	3125.92	3501.42	销售收入增长率	4.57%	5.47%	14.23%	11.06%
存货	2455.97	2621.39	2980.05	3292.08	营业利润增长率	-7.01%	6.97%	23.54%	15.49%
其他流动资产	3709.23	537.62	613.13	680.14	净利润增长率	-1.99%	4.21%	23.73%	15.24%
长期股权投资	155.41	155.41	155.41	155.41	EBITDA 增长率	-0.73%	6.60%	12.97%	10.26%
投资性房地产	33.72	33.72	33.72	33.72	获利能力				
固定资产和在建工程	19238.22	19183.65	19032.58	18785.44	毛利率	22.54%	22.46%	22.85%	23.35%
无形资产和开发支出	900.92	800.38	699.85	599.31	三费率	9.13%	10.75%	10.25%	10.27%
其他非流动资产	733.79	732.45	731.12	729.78	净利率	9.65%	9.54%	10.33%	10.72%
资产总计	32295.17	29277.90	30114.25	32452.32	ROE	14.95%	14.07%	15.03%	14.99%
短期借款	8936.16	3515.75	1114.97	0.00	ROA	6.80%	7.82%	9.41%	10.06%
应付和预收款项	4188.45	5867.90	6498.30	6980.25	ROIC	10.87%	11.02%	14.20%	15.85%
长期借款	1652.59	1652.59	1652.59	1652.59	EBITDA/销售收入	19.90%	20.11%	19.89%	19.75%
其他负债	2818.09	1964.90	2001.56	2033.12	营运能力				
负债合计	17595.30	13001.14	11267.43	10665.96	总资产周转率	0.74	0.78	0.92	0.97
股本	2591.41	2591.41	2591.41	2591.41	固定资产周转率	1.37	1.44	1.65	1.85
资本公积	1569.51	1569.51	1569.51	1569.51	应收账款周转率	14.82	14.37	14.92	14.81
留存收益	9969.45	11992.29	14541.58	17457.98	存货周转率	7.47	7.17	7.43	7.32
归属母公司股东权益	14591.39	16153.20	18702.49	21618.89	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	118.98%	—	—	—
少数股东权益	108.49	123.55	144.34	167.46	资本结构				
股东权益合计	14699.88	16276.75	18846.83	21786.35	资产负债率	54.48%	44.41%	37.42%	32.87%
负债和股东权益合计	32295.17	29277.90	30114.25	32452.32	带息债务/总负债	66.08%	47.74%	33.77%	25.22%
					流动比率	0.79	0.87	1.19	1.66
					速动比率	0.62	0.60	0.82	1.21
					股利支付率	11.90%	11.09%	9.37%	10.05%
业绩和估值指标					每股指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	4529.32	4828.08	5454.24	6013.97	每股收益	0.84	0.88	1.09	1.25
PE	16.49	15.79	12.77	11.08	每股净资产	5.63	6.23	7.22	8.34
PB	2.46	2.22	1.92	1.66	每股经营现金	1.81	3.42	1.89	2.01
PS	1.58	1.50	1.31	1.18	每股股利	0.10	0.10	0.10	0.13
EV/EBITDA	9.95	8.06	6.63	5.50					
股息率	0.72%	0.70%	0.73%	0.91%					

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
	持有：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 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	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
	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@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
上海	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn