

证券研究报告 / 公司点评报告

买入

上次评级: 买入

盈利能力继续改善, 逐渐走出底部

事件:

公司发布 2019 年三季报: 公司 2019 年前三季度实现营收 164.01 亿元, 同比增长 1.81%; 归母净利润 14.85 亿元, 同比减少 17.57%; 扣非后归母净利润 14.58 亿元, 同比减少 18.12%。其中单三季度实现营收 56.25 亿元, 同比减少 0.20%; 归母净利润 5.98 亿元, 同比增长 4.37%; 扣非后归母净利润 5.95 亿元, 同比增长 4.35%。

点评:

营收小幅下滑, 业绩符合预期。公司 19Q1/ Q2/ Q3 分别实现营收 54.51/ 53.25/ 56.25 亿元, 同比增长分别为 8.13%/ -1.97%/ -0.20%, 三季度营收环比增速略有回暖。19Q1/ Q2/ Q3 分别实现 3.80/ 5.06/ 5.98 亿元, 分别同比变动 -38.34%/ -17.18%/ +4.37%, 业绩逐季回暖趋势明显。我们认为文化纸行业当前已到逐渐到周期底部, 公司营收将有望继续改善; 另一方面, 在 2020 年外废禁止进口政策落地后, 原材料将进一步收缩, 而公司早年即在老挝布局, 即将进入收获期, 其废纸浆和半化学浆产能布局将进一步凸显公司的成本优势, 未来盈利能力有望持续改善。

毛利率同比、环比提升明显, 盈利能力改善。公司前三季度毛利率为 21.13%, 同比下滑 4.47pct, Q1/ Q2/ Q3 毛利率分别为 17.70%/ 21.77%/ 23.84%, 毛利率逐季提升趋势明显, 单三季度毛利率同比提升 0.70pct。费用率方面, 公司前三季度期间费用率为 10.41%, 同比小幅提升 0.29pct, 主要原因为公司本期加大研发投入, 研发费用同比增加 90.34%。受毛利率提升影响, 公司前三季度净利润率分别为 6.99%/ 9.67%/ 10.72%, 逐季改善明显, 其中单三季度同比大幅提升 2.59pct, 盈利能力继续改善。

盈利预测及估值: 预计 19-21 年 EPS 分别为 0.82、0.93、1.15 元, 对应 PE 分别为 10X、9X、7X。维持“买入”评级。

风险提示: 原材料价格大幅提升, 项目建设不及预期

股票数据

2019/10/28

6 个月目标价 (元)	9.82
收盘价 (元)	8.17
12 个月股价区间 (元)	5.41 ~ 8.73
总市值 (百万元)	21,175
总股本 (百万股)	2,592
A 股 (百万股)	2,592
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	17

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	5%	13%	29%
相对收益	3%	12%	5%

相关报告

- 《太阳纸业 (002078): 二季度盈利环比改善, 推进林浆纸一体化》-20190829
- 《太阳纸业 (002078): 拟定增开发老挝项目, 助力林浆纸一体化》-20190719
- 《太阳纸业 (002078): 纸价持续回落, Q1 业绩承压》-20190429
- 《太阳纸业 (002078): 成本优势深化, 长期稳健增长》-20190418

证券分析师: 唐凯

执业证书编号: S0550516120001

Tang.kai@nescn.cn

联系人: 张兆函

执业证书编号: S0550118

Zhanzh_6601@nescn.cn

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	18,894	21,768	23,547	25,612	29,516
(+/-)%	30.71%	15.21%	8.17%	8.77%	15.24%
归属母公司净利润	2,024	2,238	2,131	2,421	2,969
(+/-)%	91.55%	10.54%	-4.78%	13.61%	22.65%
每股收益 (元)	0.78	0.86	0.82	0.93	1.15
市盈率	11.88	6.60	9.94	8.75	7.13
市净率	2.33	1.18	1.48	1.29	1.11
净资产收益率 (%)	19.61%	17.80%	14.88%	14.71%	15.57%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	1.21%	1.37%	1.68%
总股本 (百万股)	2,593	2,592	2,592	2,592	2,592

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,971	3,299	6,870	10,774	净利润	2,242	2,135	2,426	2,975
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	10	29	15	14
应收款项	5,253	5,806	6,315	7,278	折旧及摊销	1,151	1,235	1,247	1,263
存货	2,168	2,002	2,164	2,490	公允价值变动损失	-12	0	0	0
其他流动资产	1,391	1,445	1,518	1,665	财务费用	495	795	881	983
流动资产合计	10,783	12,551	16,867	22,207	投资损失	-6	-8	-9	-8
可供出售金融资产	191	191	191	191	运营资本变动	591	-949	-195	-315
长期投资净额	137	137	137	137	其他	7	1	-10	-8
固定资产	16,618	15,522	14,441	13,411	经营活动净现金流量	4,478	3,238	4,355	4,905
无形资产	860	1,092	1,336	1,597	投资活动净现金流量	-3,038	-250	-289	-385
商誉	39	39	39	39	融资活动净现金流量	-2,531	-1,660	-496	-615
非流动资产合计	18,740	17,764	16,824	15,961	企业自由现金流	-438	4,690	4,253	4,917
资产总计	29,523	30,315	33,691	38,168					
短期借款	5,216	5,717	6,393	7,118	财务与估值指标				
应付款项	5,520	4,854	5,247	6,038	每股指标				
预收款项	826	942	1,024	1,181	每股收益 (元)	0.86	0.82	0.93	1.15
一年内到期的非流动负债	1,717	1,717	1,717	1,717	每股净资产 (元)	4.85	5.53	6.35	7.36
流动负债合计	13,963	13,986	15,227	17,085	每股经营性现金流量 (元)	1.73	1.25	1.68	1.89
长期借款	1,794	1,794	1,794	1,794	成长性指标				
其他长期负债	1,138	153	153	153	营业收入增长率	15.21%	8.17%	8.77%	15.24%
长期负债合计	2,931	1,947	1,947	1,947	净利润增长率	10.54%	-4.78%	13.61%	22.65%
负债合计	16,895	15,933	17,173	19,032	盈利能力指标				
归属于母公司股东权益合计	12,573	14,322	16,453	19,065	毛利率	23.45%	22.44%	22.91%	23.02%
少数股东权益	56	60	65	71	净利率	10.28%	9.05%	9.45%	10.06%
负债和股东权益总计	29,523	30,315	33,691	38,168	运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	90.34	90.00	90.00	90.00
					存货周转率 (次)	40.44	40.00	40.00	40.00
					偿债能力指标				
					资产负债率	57.23%	52.56%	50.97%	49.86%
					流动比率	0.77	0.90	1.11	1.30
					速动比率	0.56	0.70	0.91	1.10
					费用率指标				
					销售费用率	3.45%	3.50%	3.60%	3.50%
					管理费用率	2.55%	2.40%	2.40%	2.30%
					财务费用率	3.31%	3.34%	3.38%	3.21%
					分红指标				
					分红比例	0.00%	12.00%	12.00%	12.00%
					股息收益率	0.00%	1.21%	1.37%	1.68%
					估值指标				
					P/E (倍)	6.60	9.94	8.75	7.13
					P/B (倍)	1.18	1.48	1.29	1.11
					P/S (倍)	0.97	0.90	0.83	0.72
					净资产收益率	17.80%	14.88%	14.71%	15.57%

资料来源：东北证券

分析师简介:

唐凯，4年证券从业经验，并拥有多年管理咨询行业从业经历，现任轻工制造行业分析师。

张兆函，厦门大学理学学士，澳洲国立大学金融及统计学硕士，2018年加入东北证券。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险（R3）等级金融产品及服务，包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内，股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内，股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内，行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
孙斯雅	021-20361121	18516562656	sunsiya@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
董冠辉	021-20361267	17602180663	donggh@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
安昊宁	010-58034561	18600646766	anhn@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn