

太阳纸业 (002078.SZ)

行业盈利持续修复，上调公司目标价格

大型文化纸厂去库顺畅，6~7月持续提价。文化纸需求受到疫情影响，4月份文化纸价格下滑800元/吨(-15%)至历史低位(双胶5400元/吨、铜板5200元/吨)。5月份文化纸开始进入去库阶段，由于低价纸低于部分中小厂现金成本，5月份开始出现中小厂停产现象。5月中旬开始，国内学校逐步复课，文化纸产业链最终端的印刷厂开始复工，成品纸库存逐步从上游向最下游转移。5月文化纸价格开始企稳，6月中旬大型纸厂开始密集发布涨价函，截至目前提价落实100元/吨；7月纸厂继续发布涨价函，8月有望继续提价100元/吨。

后期文化纸需求逐步增强，价格有望进一步修复。考虑到铜版纸转产，预计铜版纸供求已逐步趋向平衡。双胶纸需求主要为教材及社会书籍出版印刷，疫情并不会导致这类需求消失，伴随学生复课双胶纸需求将逐步修复。2021年建党百年庆预计将继续增加党政书籍印刷需求，这部分书籍招标预计于2020年9月份开始，有望对双胶纸需求形成支撑。

原材料木浆价格维持低位，公司盈利环比改善。2020年6月国内木浆港口库存达186万吨(20天以上)，同比+4.6%，环比+2.9%。国内木浆港口库存仍在高位，欧洲港口库存仍呈现上升趋势，预计短中期进口木浆价格维持低位。根据我们测算，2020Q2大型纸厂文化纸吨纸盈利200~300元左右，Q3~Q4盈利将伴随纸价提升逐步修复。

箱瓦纸下半年需求好于上半年，提价趋势有望延续。箱瓦纸价格于2020年4月底见底，5月开始纸价持续上提，6月底纸价持平去年同期，7月开始纸价同比增长。截止目前箱瓦纸价格已较4月低位提升400~500元/吨(+13%)，预计箱瓦纸盈利表现环比、同比均有望改善。下半年节假日增加使得箱瓦纸需求好于上半年，预计后期纸价仍有望逐步上提。

近期禁废立法通过，公司包装纸成本锁定。4月29日十三届人大常委会审议通过了修订后的固体废物污染环境防治法，自2020年9月1日起施行，明确“国家逐步实现固体废物零进口”。禁废政策出台前，国内40%左右的废纸依赖进口，未来可能出现原材料短缺，国废价格剧烈波动的情况。公司研发多种替代废纸原材料，包括半化学浆50万吨于2018年投产、老挝的40万吨废纸浆于2019年投产、20万吨本色针叶浆于2020年投产，锁定公司包装纸60%的成本。

中长期看公司具备成本端核心竞争力，掌握最上游原材料资源。公司2008年在老挝布局林浆纸一体化基地，育苗、教化当地农民合作、完善基础设施等，耗费10年时间，投资超过10亿美元，2018年初现“雏形”，2019年林地可供开采。纵观造纸巨头企业APP和国际纸业等均实现林浆纸一体化布局，从最源头木材进行掌控。太阳领导层具备战略性眼光，十年前已卡位东南亚基地，有望成为国内下一个升起的巨头新星，林浆纸一体化带来公司的成本端改善将逐步兑现到业绩中。

给予公司目标总市值470亿元。预计公司盈利将在2020Q2见底，未来盈利将逐步向上修复，ROE提升。对标2017年进行分析，2017Q1公司ROE为16%，2017Q1~4公司ROE逐季修复，2017Q1公司平均PB为2.5X，后期PB逐步上提。2020Q1公司ROE为15%，预计2020Q2将起底向上，给予公司2.5X的目标PB估值。我们预计公司2020~2021年归母净利润分别为18/25亿元，预计公司2021年净资产为189亿元，对应470亿元目标总市值，给予目标价18元/股，47%向上空间。

公司为造纸行业中具备成长属性标的，林浆纸一体化布局增强原材料把控能力，中长期增长动能充足，维持“买入”评级。预计公司2020~2022年实现归母净利润18.02/25.28/30.08亿元，同比变动-17.3%/+40.2%/+19.0%，对应PE 17.3X/12.3X/10.4X。

风险提示：疫情持续蔓延、溶解浆价格波动、原材料价格波动、下游需求不及预期、项目建设不及预期。

| 财务指标 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 21,768 | 22,763 | 22,891 | 28,287 | 34,669 |
| 增长率yoy(%) | 15.2 | 4.6 | 0.6 | 23.6 | 22.6 |
| 归母净利润(百万元) | 2,238 | 2,178 | 1,802 | 2,528 | 3,008 |
| 增长率yoy(%) | 10.5 | -2.7 | -17.3 | 40.2 | 19.0 |
| EPS最新摊薄(元/股) | 0.86 | 0.84 | 0.70 | 0.98 | 1.16 |
| 净资产收益率(%) | 17.8 | 14.9 | 11.2 | 13.7 | 14.2 |
| P/E(倍) | 13.9 | 14.3 | 17.3 | 12.3 | 10.4 |
| P/B(倍) | 2.5 | 2.2 | 2.0 | 1.7 | 1.5 |

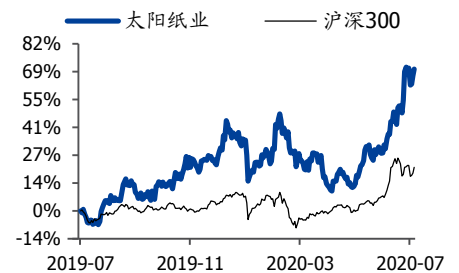
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(维持)

股票信息

| | |
|---------------|-----------|
| 行业 | 造纸 |
| 前次评级 | 买入 |
| 最新收盘价 | 12.25 |
| 总市值(百万元) | 31,744.74 |
| 总股本(百万股) | 2,591.41 |
| 其中自由流通股(%) | 99.17 |
| 30日日均成交量(百万股) | 26.03 |

股价走势



作者

分析师 严大林

执业证书编号: S0680519100001

邮箱: yandalin@gszq.com

研究助理 黄莎

邮箱: huangsha@gszq.com

相关研究

- 《太阳纸业(002078.SZ): 盈利底部已现, 降本增利再启程》2020-06-09
- 《太阳纸业(002078.SZ): 2019年业绩符合预期, 未来浆纸项目持续落地》2020-04-21
- 《太阳纸业(002078.SZ): 2019年业绩略超预期, 中长期增长动能充足》2020-02-28



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 10783 | 11233 | 15574 | 14394 | 18564 |
| 现金 | 1971 | 2535 | 3428 | 2576 | 2683 |
| 应收票据及应收账款 | 5253 | 1941 | 5294 | 3646 | 7310 |
| 其他应收款 | 111 | 174 | 112 | 242 | 192 |
| 预付账款 | 731 | 418 | 738 | 690 | 1060 |
| 存货 | 2168 | 2456 | 2292 | 3530 | 3609 |
| 其他流动资产 | 549 | 3709 | 3709 | 3709 | 3709 |
| 非流动资产 | 18740 | 21062 | 20117 | 23247 | 26855 |
| 长期投资 | 137 | 155 | 192 | 230 | 264 |
| 固定资产 | 16618 | 16696 | 16105 | 19116 | 22456 |
| 无形资产 | 860 | 862 | 912 | 969 | 1034 |
| 其他非流动资产 | 1126 | 3349 | 2908 | 2932 | 3101 |
| 资产总计 | 29523 | 32295 | 35691 | 37640 | 45418 |
| 流动负债 | 13963 | 14246 | 16803 | 16513 | 21662 |
| 短期借款 | 5216 | 8936 | 8936 | 8936 | 10513 |
| 应付票据及应付账款 | 5520 | 2635 | 5740 | 4529 | 8063 |
| 其他流动负债 | 3227 | 2675 | 2127 | 3047 | 3086 |
| 非流动负债 | 2931 | 3349 | 2630 | 2549 | 2396 |
| 长期借款 | 2778 | 2690 | 1972 | 1890 | 1738 |
| 其他非流动负债 | 153 | 659 | 659 | 659 | 659 |
| 负债合计 | 16895 | 17595 | 19434 | 19062 | 24058 |
| 少数股东权益 | 56 | 108 | 123 | 143 | 168 |
| 股本 | 2592 | 2591 | 2591 | 2591 | 2591 |
| 资本公积 | 1540 | 1570 | 1570 | 1570 | 1570 |
| 留存收益 | 8050 | 9969 | 11567 | 13807 | 16478 |
| 归属母公司股东权益 | 12573 | 14591 | 16135 | 18435 | 21192 |
| 负债和股东权益 | 29523 | 32295 | 35691 | 37640 | 45418 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 4478 | 4686 | 3190 | 4479 | 4951 |
| 净利润 | 2242 | 2198 | 1817 | 2548 | 3032 |
| 折旧摊销 | 1151 | 1453 | 1240 | 1421 | 1755 |
| 财务费用 | 720 | 573 | 712 | 600 | 796 |
| 投资损失 | -6 | -22 | -13 | -11 | -9 |
| 营运资金变动 | 591 | 523 | -561 | -77 | -616 |
| 其他经营现金流 | -220 | -40 | -5 | -3 | -7 |
| 投资活动现金流 | -3038 | -4112 | -278 | -4537 | -5347 |
| 资本支出 | 3035 | 4091 | -982 | 3092 | 3574 |
| 长期投资 | 0 | 0 | -37 | -37 | -34 |
| 其他投资现金流 | -3 | -20 | -1296 | -1482 | -1808 |
| 筹资活动现金流 | -2531 | 80 | -2019 | -794 | -1074 |
| 短期借款 | -172 | 3720 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | -624 | -88 | -719 | -82 | -153 |
| 普通股增加 | -1 | -0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 94 | 29 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -1828 | -3581 | -1300 | -713 | -922 |
| 现金净增加额 | -1146 | 657 | 893 | -852 | -1471 |

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 21768 | 22763 | 22891 | 28287 | 34669 |
| 营业成本 | 16663 | 17631 | 18106 | 22201 | 27223 |
| 营业税金及附加 | 138 | 114 | 148 | 179 | 209 |
| 营业费用 | 750 | 942 | 939 | 1188 | 1456 |
| 管理费用 | 556 | 564 | 526 | 707 | 884 |
| 研发费用 | 267 | 412 | 343 | 424 | 523 |
| 财务费用 | 720 | 573 | 712 | 600 | 796 |
| 资产减值损失 | 10 | -69 | 0 | 0 | 17 |
| 其他收益 | 14 | 28 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 12 | 8 | 5 | 3 | 7 |
| 投资净收益 | 6 | 22 | 13 | 11 | 9 |
| 资产处置收益 | 0 | -9 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 2692 | 2503 | 2134 | 3001 | 3576 |
| 营业外收入 | 37 | 93 | 44 | 49 | 45 |
| 营业外支出 | 9 | 3 | 15 | 17 | 11 |
| 利润总额 | 2720 | 2594 | 2163 | 3033 | 3610 |
| 所得税 | 477 | 396 | 346 | 485 | 578 |
| 净利润 | 2242 | 2198 | 1817 | 2548 | 3032 |
| 少数股东损益 | 5 | 19 | 15 | 20 | 24 |
| 归属母公司净利润 | 2238 | 2178 | 1802 | 2528 | 3008 |
| EBITDA | 4311 | 4690 | 3932 | 4970 | 5935 |
| EPS (元) | 0.86 | 0.84 | 0.70 | 0.98 | 1.16 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | 15.2 | 4.6 | 0.6 | 23.6 | 22.6 |
| 营业利润(%) | -8.8 | -7.0 | -14.7 | 40.6 | 19.2 |
| 归属于母公司净利润(%) | 10.5 | -2.7 | -17.3 | 40.2 | 19.0 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 23.5 | 22.5 | 20.9 | 21.5 | 21.5 |
| 净利率(%) | 10.3 | 9.6 | 7.9 | 8.9 | 8.7 |
| ROE(%) | 17.8 | 14.9 | 11.2 | 13.7 | 14.2 |
| ROIC(%) | 11.6 | 9.9 | 8.0 | 9.8 | 10.1 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 57.2 | 54.5 | 54.4 | 50.6 | 53.0 |
| 净负债比率(%) | 62.5 | 72.2 | 53.3 | 51.4 | 51.5 |
| 流动比率 | 0.8 | 0.8 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| 速动比率 | 0.5 | 0.3 | 0.5 | 0.4 | 0.5 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.8 | 0.7 | 0.7 | 0.8 | 0.8 |
| 应收账款周转率 | 4.0 | 6.3 | 6.3 | 6.3 | 6.3 |
| 应付账款周转率 | 3.8 | 4.3 | 4.3 | 4.3 | 4.3 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.86 | 0.84 | 0.70 | 0.98 | 1.16 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.73 | 1.81 | 1.23 | 1.73 | 1.91 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 4.76 | 5.53 | 6.13 | 7.02 | 8.08 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 13.9 | 14.3 | 17.3 | 12.3 | 10.4 |
| P/B | 2.5 | 2.2 | 2.0 | 1.7 | 1.5 |
| EV/EBITDA | 9.1 | 8.9 | 10.2 | 8.2 | 7.1 |

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|------------------|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6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。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在15%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在5%以上 |
| | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| 减持 | | 相对同期基准指数跌幅在10%以上 | |

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com