

**业绩表现符合业绩预告，上游布局助力长期发展**

**太阳纸业(002078.SZ)**

**推荐** 首次评级

**核心观点：**

**1. 事件摘要**

2018 年公司实现营业收入 217.68 亿元，同比增加 15.21%；实现归属净利润 22.38 亿元，同比增加 10.54%；实现归属母公司扣非净利润 22.11 亿元，同比增加 8.47%。经营现金流量净额为 44.78 亿元，同比增加 16.21%。

**2. 我们的分析与判断**

**(一) 营业收入大幅增加，利润规模稳步增长**

2018 年公司实现营业收入 217.68 亿元，较上年增加 28.74 亿元。其中浆及纸制品业务收入为 208.48 亿元，较上年同期增长 28.06 亿元，同比增长 15.55%；该部分营收占公司总营业收入的 95.77%，贡献 97.62% 的营收增量，是公司营收的重要组成部分。分产品来看，非涂布文化用纸/铜版纸/溶解浆/牛皮箱板纸分别实现营收 72.07/39.95/31.66/26.40 亿元，分别占营收 33.11%/18.35%/14.55%/12.13%，分别贡献营收增量 13.08/-4.56/4.70/2.48 亿元，同比增长 22.16%/-10.24%/17.45%/10.39%。分地区来看，国内/国外分别实现营收 215.03/2.66 亿元，分别占营收 98.78%/1.22%，分别贡献营收增量 33.47/-4.72 亿元，同比增长 18.43%/-64.00%。

本期公司实现归属上市公司股东的净利润为 22.38 亿元，较上年增加 2.14 亿元。利润的增加主要得益于公司 2018 年化机浆的销售量有大幅增加，与此同时化机浆毛利率也有明显提升。

**(二) 综合毛利率下降 2.58pct，期间费用率微增 0.94pct**

公司 2018 年综合毛利率为 23.45%，较去年同期减少 2.58 个百分点。分产品来看，非涂布文化用纸/铜版纸/溶解浆/牛皮箱板纸毛利率分别为 27.29%/28.46%/20.29%/11.24%，较去年同期分别下滑 0.77%/4.20%/0.71%/8.65%，主要产品的毛利率基本呈现下滑趋势。化机浆的毛利率为 25.97%，较去年同期增加 4.9 个百分点。公司新增业务瓦楞纸/化学浆/石灰的毛利率分别为 10.11%/27.65%/9.09%。毛利率的下降主要受到 2018 年下半年造纸行业下行的影响，2018 年底双胶纸/铜版纸/箱板纸市场价格较年初分别下跌 15.7%/22.0%/4.7%，纸价下跌使企业毛利率承压。

**分析师**

**李昂**

☎：(8610) 83574538

✉：liang\_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517040001

特此鸣谢：

甄唯萱

☎：(8610) 83574089

✉：zhenweixuan\_yj@chinastock.com.cn

**行业数据时间 2019.04.16**



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

**相关研究**

公司 2018 年期间费用率为 10.54%，相比去年增加 0.94 个百分点。销售/管理（含研发成本）/财务费用率分别为 3.45%/3.78%/3.31%，相比去年同期变化-0.06/0.71/0.29 个百分点。管理费用率上升的原因是研发新型纤维原料投入增加。2018 年公司研发费用较 2017 年增加 1.18 亿元。

### （三）林浆纸一体化发展，布局上游业务

公司自 2012 年开始，领先于行业进行“调结构、转方式”的调整，在坚守造纸主业的基础上拉长产业链，进行多元化布局。公司目前的业务范围已经覆盖产业用纸、生物质新材料、快速消费三大部分，公司持续在产品结构调整、原材料结构调整及在生产工艺等方面不断改善创新。为保障公司的可持续发展、适应产业转型升级的趋势，公司将“林浆纸一体化”作为永续经营的重要举措，早在 2010 年便在在森林资源丰富、速生林种植水平可与南美巴西等国媲美的老挝投资建设现有育苗基地，拥有年生产能力 1000 万株的组培室，如今林地已陆续进入轮伐期，从而降低了公司造纸业务对原材料的依赖程度，有效控制了原材料成本。

### （四）造纸产能行业领先，国际化布局

公司作为中国造纸行业龙头企业，经过多年的发展，目前已经形成年浆纸合计产能 650+万吨，其中纸的产能达到 430+万吨、浆的产能达到 210+万吨。2018 年，公司本部 20 万吨高档特种纸项目、老挝 30 万吨化学浆项目、邹城 80 万吨高档纸板改建及其配套工程项目、10 万吨木屑浆生产线和 40 万吨半化学浆生产线均顺利建成投产，产能扩张的同时进一步巩固上游优势。此外，公司在海外也广泛布局，除前期在老挝的林业投资之外，报告期内，公司启动了老挝年产 120 万吨造纸项目。老挝项目建设是公司今后工作中的战略重点，公司计划在老挝当地逐步建成一个 200 多万吨的造纸新材料产业园，通过海外布局巩固公司核心竞争优势、降低生产成本。

## 3. 投资建议

太阳纸业作为中国造纸企业的龙头，产能规模行业领先，规模优势明显。公司通过往上游林、浆业务的拓展，降低对原材料的依赖，提升公司核心竞争力，为公司未来发展提供强有力的支持与保障。公司集合行业发展的趋势，将研发工作的重点放在产品结构调整和原材料结构调整等方面，研发投入集中在成本节约上，围绕成本领先战略展开，打造综合成本持续低于行业各的核心竞争力，保证公司持续稳健的发展。太阳纸业作为龙头公司，产能规模行业领先，同时还未雨绸缪的在海外布局了上游业务，在造纸行业逐渐复苏的背景下，公司将拥有较强的增长动力。因此我们预测公司 2019/2020/2021 年分别实现营收 245.73/276.97/345.12 亿元，净利润 24.69/26.92/28.66 亿元；对应 PS0.86/0.76/0.61 倍，对应 PE9/8/8 倍，首次给予“推荐评级”。

## 4. 风险提示

原材料价格大幅上涨风险；产能过剩与需求放缓的风险；海外投资政策风险；项目建设进度不及预期。

## 附：1.盈利预测和估值对比

表 1：盈利预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(单位:百万元)	18894.29	21768.40	24572.77	27696.77	34511.62
增长率(%)	30.71%	15.21%	12.88%	12.71%	24.61%
归属母公司股东净利润(单位:百万元)	2024.23	2237.61	2468.91	2692.26	2865.67
增长率(%)	91.55%	10.54%	10.34%	9.05%	6.44%
EPS(元/股)	0.80	0.86	0.89	0.98	1.07
销售毛利率	26.03%	23.45%	24.20%	23.81%	22.08%
净资产收益率(ROE)	19.61%	17.76%	16.73%	15.72%	12.86%
市盈率(P/E)	11.89	6.61	8.63	7.84	7.24
市净率(P/B)	2.33	1.78	1.27	1.10	0.86
市销率(P/S)	1.35	0.92	0.81	0.72	0.58

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理及预测（股价为2019年4月15日收盘价）

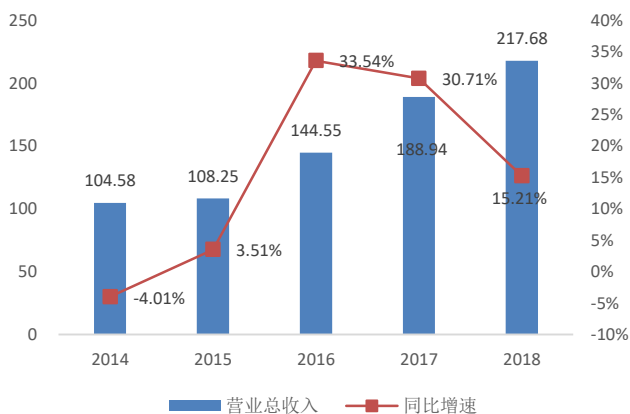
表 2：可比公司最新估值情况

	境内可比公司					均值	中位数
	晨鸣纸业	山鹰纸业	博汇纸业	华泰股份	景兴纸业		
PE	7.58	5.94	6.57	9.04	13.55	8.54	7.58
PB	1.08	1.36	0.92	0.85	1.10	1.06	1.08
PS	0.66	0.75	0.55	0.44	0.79	0.64	0.66
	境外可比公司					均值	中位数
	国际纸业	WESTROCK	DOMTAR	PH 格拉特费尔	美世国际		
PE	9.37	10.87	10.89	-3.52	7.36	6.99	9.37
PB	2.56	0.85	1.21	1.16	1.63	1.48	1.21
PS	0.81	0.59	0.56	0.72	0.65	0.67	0.65

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

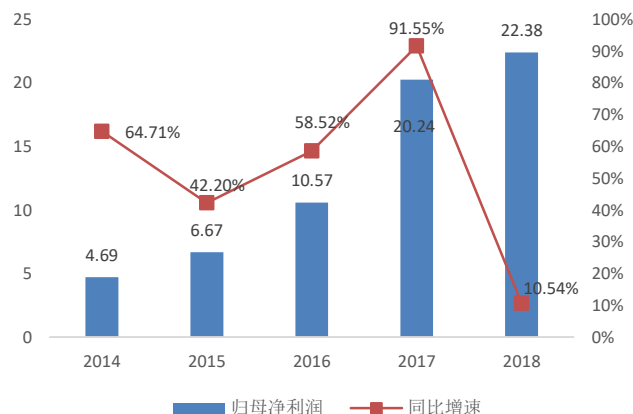
## 2.公司整体经营运行状况跟踪

图 1：2014-2018 年营业收入(亿元)及同比增速



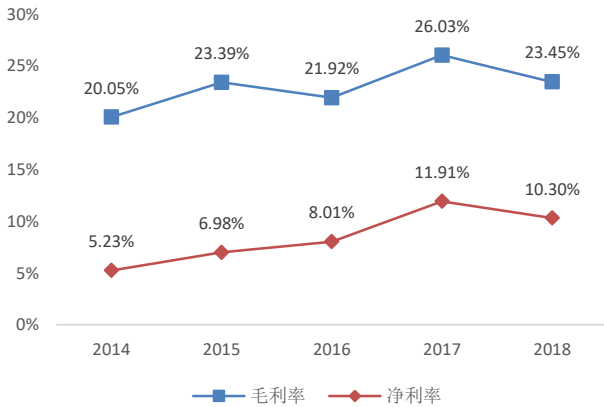
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 2：2014-2018 年归母净利润(亿元)及同比增速



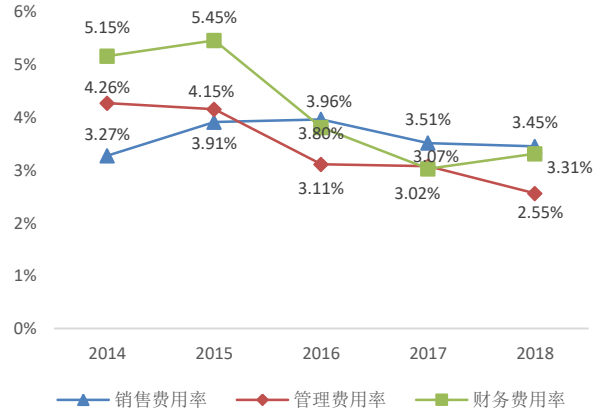
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 3: 2014-2018 年毛利率和净利率变动情况



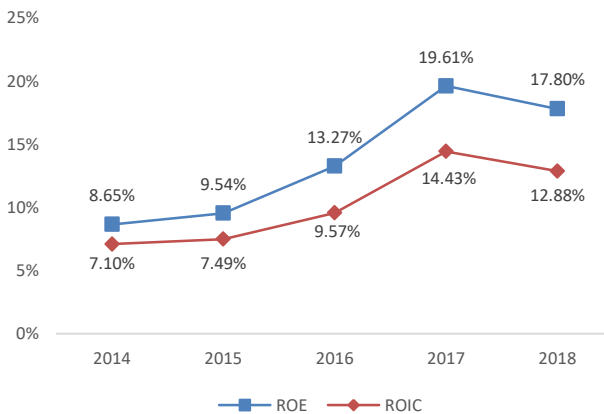
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 4: 2014-2018 年费用率(%)变动情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 5: 2014-2018 年 ROE(%)及 ROIC(%)变动情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

表 3: 太阳纸业 2018 年主要产品经营数据

主要产品	指标	2018 年	变动	2017 年
纸制品	产量 (万吨)	300	7.14%	280
	销量 (万吨)	297	6.45%	279
	产销率	99.00%		99.64%
浆	产量 (万吨)	108	27.06%	85
	销量 (万吨)	103	27.16%	81
	产销率	95.37%		95.29%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

### 3. 重大事项进展跟踪

表 4: 太阳纸业 2018 年重大事项进展

事件类型	内容
对外投资收购股权	2018 年 4 月 24 日, 公司以现金方式收购济宁市兖州区旭东投资管理有限公司(以下简称“旭东投资”)持有的济宁市兖州区银泉精细化工有限公司(以下简称“银泉化工”)、济宁福利达精细化工有限公司(以下简称“福利达化工”)各 75% 的股权。旭东投资是一家致力于对外投资、企业投资管理等业务的投资类企业; 银泉化工和福利达化工两家公司的主要产品为过氧化氢, 主要客户是太阳纸

可转换公司债券

业及其子公司。本次股权收购不构成关联交易，不构成重大资产重组情况。

2018 年公司公开发行 A 股可转换公司债券，相关事项已经公司董事会和股东大会审议通过，相关方案尚需中国证监会核准后方可实施，且最终以中国证监会核准的方案为准。2019 年 2 月 1 日，公司收到中国证监会对公司提交的《山东太阳纸业股份有限公司上市公司发行可转换为股票的公司债券核准》行政许可申请材料的审查反馈，认为申请材料齐全，符合法定形式，予以受理。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

## 4. 公司前十大股东情况跟踪

表 5：太阳纸业前十大股东情况（更新自 2018 年年报）

排名	股东名称	方向	持股数量 (万股)	持股数量 变动(万 股)	占总股本 比例 (%)	持股比例变动 (%)	股本性质
1	山东太阳控股集团有限公司 中国建设银行股份有限公司-博时 主题行业混合型证券投资基金 (LOF)	增加	123522.42	786.85	47.66	0.32	A 股流通股
2	全国社保基金四一八组合 中国工商银行股份有限公司-东方 红产业升级灵活配置混合型证券 投资基金	减少	6200.00	-4100.00	2.39	-1.58	A 股流通股
3	全国社保基金一零二组合	新进	4079.21		1.57	1.57	A 股流通股
4	基本养老保险基金一二零八组合	不变	3914.33		1.51		A 股流通股
5	全国社保基金一一三组合	不变	2000.00		0.77		A 股流通股
6	澳门金融管理局-自有资金	新进	1911.52		0.74	0.74	A 股流通股
7	博时价值增长证券投资基金	不变	1837.98		0.71		A 股流通股
8	中国农业银行股份有限公司-中证 500 交易型开放式指数证券投资 基金	减少	1709.14	-413.96	0.66	0.66	A 股流通股
9	博时价值增长证券投资基金	减少	1666.21	-413.96	0.64	-0.16	A 股流通股
10	500 交易型开放式指数证券投资 基金	增加	1649.48	268.63	0.64	0.11	A 股流通股
<b>合计</b>			<b>148490.29</b>		<b>57.29</b>		A 股流通股

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来6—12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

**李昂，商贸零售行业分析师。2014年7月加盟银河证券研究院从事社会服务行业研究工作，2016年7月转型商贸零售行业研究。英国埃塞克斯大学学士，英国伯明翰大学硕士。**

本人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，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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接受任何形式的补偿。承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn