

太阳纸业 (002078)

纸价低迷短期业绩承压，内修外扩长期路径清晰

——太阳纸业 2019 年一季报业绩点评

	穆方舟 (分析师)	张心怡 (研究助理)	林昕宇 (分析师)
	0755-23976527	010-59312799	0755-23976212
	mufangzhou@gtjas.com	zhangxinyi@gtjas.com	linxinyu@gtjas.com
证书编号	S0880512040003	S0880118070083	S0880518080003

本报告导读:

公司发布 2019 年一季报，纸价低迷短期业绩承压。文化纸春季多轮提价，盈利水平有望环比修复，长期老挝项目迎来收获期、木浆自给率进一步提升，成长路径清晰。
投资要点:

维持目标价 8.20 元，上调至增持评级。公司发布 2019 年一季报，受纸价疲软及原材料价格波动不利影响，业绩短期承压。长期公司成本优势显著，老挝项目迎来收获期、木浆自给率持续提升，看好公司获得高于行业的盈利水平及产能增量。维持公司 2019~2021 年 EPS 为 0.82/0.97/1.08 元，给予 2019 年 10 倍 PE，维持目标价 8.20 元，上调至增持评级。

文化纸价格低迷，一季度短期业绩承压符合预期。受到报告期内文化纸、箱板纸价格低迷影响，公司业绩短期承压，2019Q1 实现营收 54.51 亿元，同增 8.13%，实现归母净利润 3.80 亿元，同降 38.34%，综合毛利率 17.70%，单季度环比提升 0.37pct，净利率 6.99%，环比下降 0.72pct。

文化纸春季旺季多轮提价，公司盈利能力有望环比修复。春节后文化纸行业迎来春季小旺季，下游补库和秋季教材招标带动需求增长，文化纸历经多轮提价。规模纸厂积极推进涨价函落地，订单尚可，销售较好，随着终端需求边际改善和公司成本结构持续优化，公司盈利能力有望环比修复。

林浆纸一体化国际化发展有序推进，原材料成本优势持续优化。2018 年公司项目建设顺利投产，新增 20 万吨高档特种纸、老挝 30 万吨化学浆、邹城 80 万吨高档纸板、10 万吨木屑浆、40 万吨半化学浆等产线项目保证了公司业绩增长。长期来看，公司新产能持续投放，木浆自给率有望进一步提升，成本领先优势抵御纸价和浆价不利因素能力远超行业水平，老挝项目迎来收获期打开产能天花板，海外包装纸产线建设积极应对外废收紧。

风险提示: 需求不及预期，原材料及纸价波动，新增产能进度慢于预期

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	18,894	21,768	24,022	25,480	27,656
(+/-)%	31%	15%	10%	6%	9%
经营利润 (EBIT)	3,535	3,393	2,944	3,349	3,578
(+/-)%	73%	-4%	-13%	14%	7%
净利润 (归母)	2,024	2,238	2,118	2,501	2,797
(+/-)%	92%	11%	-5%	18%	12%
每股净收益 (元)	0.78	0.86	0.82	0.97	1.08
每股股利 (元)	0.05	0.10	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	18.7%	15.6%	12.3%	13.1%	12.9%
净资产收益率 (%)	19.6%	17.8%	14.5%	14.7%	14.1%
投入资本回报率 (%)	14.9%	13.9%	10.8%	12.5%	13.7%
EV/EBITDA	6.98	4.95	5.97	4.71	3.76
市盈率	10.05	9.09	9.61	8.13	7.27
股息率 (%)	0.6%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 谨慎增持

目标价格: **8.20**

上次预测: 8.20

当前价格: 6.72

2019.05.13

交易数据

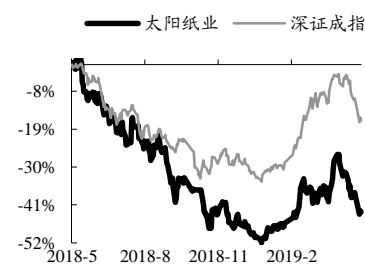
52 周内股价区间 (元)	5.41-11.86
总市值 (百万元)	17,415
总股本/流通 A 股 (百万股)	2,592/2,551
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	98%
日均成交量 (百万股)	46.95
日均成交值 (百万元)	342.65

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	12,899
每股净资产	4.98
市净率	1.4
净负债率	52.96%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.24	0.15
Q2	0.24	0.22
Q3	0.22	0.24
Q4	0.17	0.21
全年	0.86	0.82

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-20%	9%	-41%
相对指数	-5%	-6%	-24%

相关报告

《业绩略低于预期，内修外扩长期成长路径清晰》2019.03.02

《业绩增长复合预期，新产能贡献增长点》2018.02.28

《股权激励高目标彰显稳定增长动力》2017.09.11

《行业景气度有望维持，新产能将贡献新增长点》2017.08.30

模型更新时间: 2019.05.13

股票研究

原材料
林纸产品

太阳纸业 (002078)

评级: **增持**

上次评级: 谨慎增持

目标价格: **8.20**

上次预测: 8.20

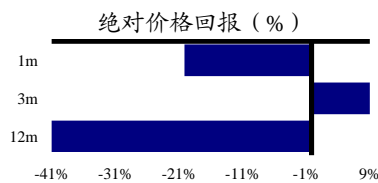
当前价格: 6.72

公司网址

www.sunpapergroup.com

公司简介

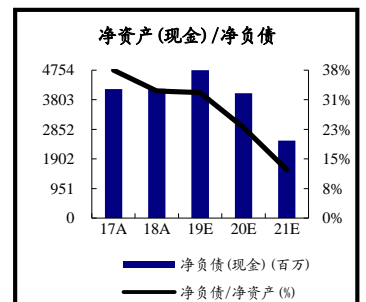
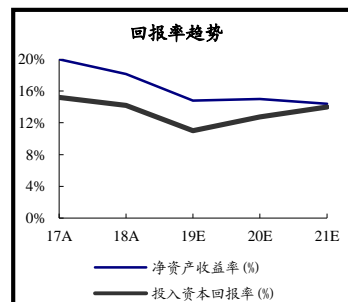
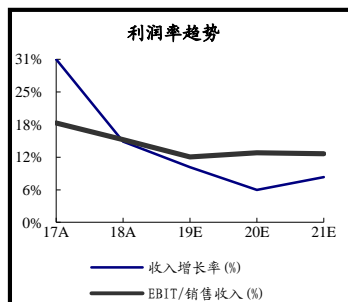
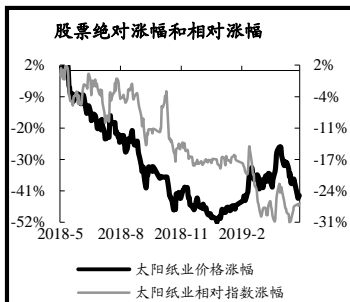
公司已发展成为一家全球先进的跨国造纸集团和林浆纸一体化企业。公司业务涉及造纸、化工、外贸、电力、科研、林纸、酒店、投资、纺织、食品等多个领域。



52 周价格范围: 5.41-11.86
市值 (百万): 17,415

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	18,894	21,768	24,022	25,480	27,656
营业成本	13,976	16,663	19,128	20,184	22,017
税金及附加	141	138	161	163	166
销售费用	663	750	853	879	926
管理费用	430	556	637	637	691
EBIT	3,535	3,393	2,944	3,349	3,578
公允价值变动收益	-13	12	13	13	13
投资收益	2	6	0	0	0
财务费用	571	720	388	348	218
营业利润	2,950	2,692	2,579	3,024	3,383
所得税	681	477	466	532	595
少数股东损益	226	5	5	6	7
归母净利润	2,024	2,238	2,118	2,501	2,797
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	2,437	1,971	2,282	2,293	2,212
其他流动资产	7,991	8,812	9,436	9,949	10,773
长期投资	116	137	152	152	152
固定资产合计	10,882	16,618	16,420	16,620	16,065
无形及其他资产	4,629	1,986	3,164	2,643	2,320
资产合计	26,056	29,523	31,454	31,656	31,523
流动负债	11,646	13,963	14,877	12,572	9,636
非流动负债	3,587	2,931	1,949	1,949	1,949
股东权益	10,824	12,628	14,628	17,135	19,939
投入资本(IC)	18,172	20,179	22,390	22,070	21,478
现金流量表					
NOPLAT	2713	2797	2414	2763	2952
折旧与摊销	993	1,151	1,221	1,322	1,377
流动资金增量	183	-1,361	1,239	2	285
资本支出	-3,956	-3,026	-2,140	-985	-485
自由现金流	-67	-438	2,734	3,102	4,129
经营现金流	3,853	4,478	2,469	4,125	4,063
投资现金流	-3,969	-3,038	-2,197	-972	-472
融资现金流	1,162	-2,531	39	-3,142	-3,672
现金流净增加额	1,046	-1,091	311	11	-81
财务指标					
成长性					
收入增长率	30.7%	15.2%	10.4%	6.1%	8.5%
EBIT 增长率	72.8%	-4.0%	-13.2%	13.8%	6.8%
净利润增长率	91.6%	10.5%	-5.3%	18.1%	11.8%
利润率					
毛利率	26.0%	23.5%	20.4%	20.8%	20.4%
EBIT 率	18.7%	15.6%	12.3%	13.1%	12.9%
归母净利润率	10.7%	10.3%	8.8%	9.8%	10.1%
收益率					
净资产收益率(ROE)	19.6%	17.8%	14.5%	14.7%	14.1%
总资产收益率(ROA)	7.8%	7.6%	6.7%	7.9%	8.9%
投入资本回报率(ROIC)	14.9%	13.9%	10.8%	12.5%	13.7%
运营能力					
存货周转天数	35	40	38	39	38
应收账款周转天数	93	90	91	91	91
总资产周转天数	447	466	463	452	417
净利润现金含量	190.4%	200.1%	116.6%	164.9%	145.3%
资本支出/收入	20.9%	13.9%	8.9%	3.9%	1.8%
偿债能力					
资产负债率	58.5%	57.2%	53.5%	45.9%	36.7%
净负债率	38.3%	32.9%	32.5%	23.4%	12.5%
估值比率					
PE(现价)	10.05	9.09	9.61	8.13	7.27
PB	2.33	1.17	1.16	0.99	0.85
EV/EBITDA	6.98	4.95	5.97	4.71	3.76
P/S	1.08	0.93	0.85	0.80	0.74
股息率	0.6%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。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投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		