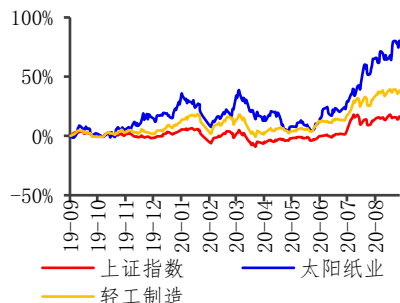


投资评级：推荐（维持）
报告日期：2020年08月30日
市场数据

目前股价	13.86
总市值（亿元）	359.17
流通市值（亿元）	356.20
总股本（万股）	259,141
流通股本（万股）	256,998
12个月最高/最低	14.30/7.38

分析师

分析师：张潇 S1070518090001
 ☎ 0755-83881635
 ✉ xiaozhang@cgws.com
 分析师：林彦宏 S1070519060001
 ☎ 0755-83881635
 ✉ linyh@cgws.com
 联系人（研究助理）：邹文婕
 S1070119010007
 ☎ 0755-83559624
 ✉ zouwenjie@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<20Q1 利润端延续高速增长，Q2 全球需求疲弱行业承压>> 2020-04-29
 <<19 年盈利逐季修复，静待疫情后景气度修复>> 2020-04-21
 <<林纸一体多元布局，穿越周期旭日始旦>> 2020-03-31

H1 业绩符合预期，Q3 旺季提价景气度向好

——太阳纸业（002078）2020 中报点评

盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	21768	22763	22599	26394	32195
(+/-%)	15.2%	4.6%	-0.7%	16.8%	22.0%
净利润（百万元）	2238	2178	1928	2358	2949
(+/-%)	10.5%	-2.7%	-11.5%	22.3%	25.1%
摊薄 EPS	0.86	0.84	0.74	0.91	1.14
PE	16	16	19	15	12

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 上半年业绩符合预期，文化纸旺季有望顺利提价。** 实现营业收入 104.28 亿元，同比-3.23%；实现归母净利润 9.36 亿元，同比+5.61%；扣非后归母净利润 8.75 亿元，同比+1.35%。分季度看，Q1/Q2 分别实现营业收入 55.52/48.76 亿元，同比分别+1.86%/-8.43%；实现归母净利润 5.36/4 亿元，同比+40.97%/-20.93%；扣非后归母净利润 4.95/3.8 亿元，同比+48.18%/-28.17%。公司上半年业务符合预期，Q2 收入及利润端下滑主要由于 3 月后全球疫情发酵造成的全球需求下降，短期供给过剩导致纸价高位回落。但 5 月起文化纸价格已企稳回升，而近日各大纸厂也陆续发布 9 月涨价函，预计随着旺季到来，文化纸价格将迎来新一轮反弹。
- 文化纸盈利水平维持在历史高位，毛利率同比提升较多。** Q1 毛利率为 24.6%，同比+6.9pcpts，环比-1.6pcpts。原材料方面，木浆均价同比下降 800 元，环比下降 300 元；废纸价格同比降约 100 元，环比上涨 100 元。木浆同比下跌较多，文化纸盈利水平维持在 Q4 的高位，较去年同期有大幅改善。国废价格虽然相对稳定，但由于老挝废纸浆的投产，公司箱板瓦楞纸原材料成本得到有效控制，也促进了毛利率的改善。期间费用率同比+3.3pcpts 至 12.8%，其中销售费用率+2.1pcpts 至 5.3%，主要由于运输费用增加导致；管理费用率同比+0.6pcpts 至 3.0%；研发费用率同比+0.8pcpts 至 1.9%；财务费用率同比-0.1pcpts 至 2.6%。净利率为 9.7%，同比+2.7pcpts，环比持平。
- 文化纸及铜版纸毛利率受益于 Q1 纸价高位提升较多。** H1 公司毛利率同比+4.01pcpts 至 23.72%；净利率同比+0.71pcpts 至 9.03%。分产品看，非涂布文化纸收入 37.8 亿元，同比+7.80%，毛利率同比+12pcpts 至 33.51%；铜版纸收入 14.7 亿元，同比-2.94%，毛利率同比+14.53pcpts 至 34.59%；化机浆收入 8.9 亿元，同比+16.08%，毛利率同比+1.44pcpts 至 24.75%；溶解浆收入 13.08 亿元，同比-28.31%，毛利率同比-21.03pcpts 至 0.67%；

生活用纸收入 37.13 亿元，同比-6.16%，毛利率同比+12.34%至 22.67%；淋膜原纸收入 3.85 亿元，同比-7.31%，毛利率同比+9.97pcpts 至 29.16%；箱板纸收入 16.6 亿元，同比+15.82%，毛利率同比-5.31pcpts 至 8.72%；瓦楞纸收入 0.7 亿元，同比-84.36%。收入结构变化主要与 Q2 公司部分铜版纸产能转产文化纸有关。盈利能力方面，Q1 文化纸盈利能力处于历史高位，Q2 回落较多，下半年有望随纸价上涨而持续修复；箱板纸下游需求恢复相对较慢，但随着公司国废替代纤维原料产能释放，中期看毛利率中枢将上移；溶解浆当前价格处于历史底部，继续下行空间有限，同时部分产能转产纸浆将进一步提升纸类产品毛利率。

- **整体费用率受疫情、股权激励及公司规模扩张等因素影响有所上行。**期间费用率同比+2.41pcpts 至 12.62%；其中，销售费用率+1.24pcpts 至 4.76%；主要来源于疫情期间运输成本的上升。管理费用率(含研发费用率 1.98%)同比+1.25pcpts 至 5.13%，主要是股权激励成本影响及公司规模扩张职工薪酬上升导致。财务费用率同比-0.08pcpts 至 2.73%。
- **经营现金流稳定，周转能力受疫情影响略有下降。**实现经营现金流 21.73 亿元，同比-1.95%；经营现金流/经营活动净收益比值为 202.26%；销售现金流/营业收入同比-3.76pcpts 至 123.45%。净营业周期 53.33 天，同比上升 20.08 天；其中，存货周转天数 61.4 天；同比上升 10.34 天；应收账款周转天数 31.38 天；同比上升 4.64 天；应付账款周转天数 39.46 天；同比下降 5.09 天。
- **在建项目顺利推进，产能将进入密集投放期。**公司山东本部、老挝、广西三大生产基地互相配合，在建产能超过 200 万吨，将于 20 年底至 21 年陆续投产。**1) 老挝项目：**老挝 40 万吨废纸浆 19 年投产，目前已进入稳定生产期，80 万吨高档包装纸产线预计在 20 年底和 21 年初投产。**2) 广西项目：**广西项目一期已进入实施阶段，项目包括 55 万吨文化纸、15 万吨生活用纸及配套 80 万吨化学浆、60 万吨化机浆，预计将于 2021H2 至 2022H1 投产，投产后公司产能及原材料自给率将有较大提升。**3) 本部文化纸项目：**本部 45 万吨文化纸项目预计将于 2020 年 12 月投产。**4) 其他项目：**上半年本部 20 万吨本色浆已投产，14 万吨特种纸项目中一期 7 万吨已投产，5 万吨生活用纸项目已投产一台纸机，9 月将投产第二台纸机。
- **投资建议：**下半年文化纸旺季有望持续修复，中长期看公司迎来新一轮产能扩张周期，林纸一体化布局抚平周期成长性显现。预计公司 20-21 年收入分别为 226、264 亿元，同比-0.7%、+16.8%；净利润 19.3、23.68 亿元，同比-11.3%、+22.6%；EPS0.74、0.91，对应 PE19、15x，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**全球疫情发酵需求下滑，原材料价格波动，海外政策变化，文化纸提价不及预期等。

1.1 附：盈利预测表

利润表 (百万)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	21768.40	22762.70	22598.54	26393.80	32195.02	成长性					
营业成本	16663.31	17631.32	18186.46	20551.25	24571.38	营业收入增长	15.2%	4.6%	-0.7%	16.8%	22.0%
销售费用	750.24	941.56	799.18	1065.36	1492.70	营业成本增长	19.2%	5.8%	3.1%	13.0%	19.6%
管理费用	556.17	563.84	491.98	838.54	1183.83	营业利润增长	-8.8%	-7.0%	-9.5%	22.2%	25.4%
研发费用	267.40	412.23	225.99	343.12	515.12	利润总额增长	-7.2%	-4.6%	-11.3%	22.6%	25.3%
财务费用	719.77	572.83	512.84	691.38	802.67	净利润增长	10.5%	-2.7%	-11.3%	22.6%	25.3%
其他收益	14.35	14.35	14.35	14.35	14.35	盈利能力					
投资净收益	6.34	21.59	10.02	12.65	14.76	毛利率	23.5%	22.5%	19.5%	22.1%	23.7%
营业利润	2691.70	2503.15	2266.13	2768.94	3473.38	销售净利率	10.3%	9.7%	8.6%	9.1%	9.3%
营业外收支	27.87	90.56	33.32	50.58	58.16	ROE	17.8%	14.9%	11.7%	12.5%	13.6%
利润总额	2719.57	2593.71	2299.45	2819.53	3531.53	ROIC	13.0%	11.2%	9.4%	10.6%	11.9%
所得税	477.38	396.15	351.21	430.64	539.39	营运效率					
少数股东损益	4.58	19.44	17.24	21.13	26.47	销售费用/营业收入	3.4%	4.1%	3.5%	4.0%	4.6%
净利润	2237.61	2178.12	1931.01	2367.75	2965.67	管理费用/营业收入	2.6%	2.5%	2.2%	3.2%	3.7%
						研发费用/营业收入	1.2%	1.8%	1.0%	1.3%	1.6%
资产负债表						财务费用/营业收入	3.3%	2.5%	2.3%	2.6%	2.5%
						投资收益/营业利润	0.2%	0.9%	0.4%	0.5%	0.4%
流动资产	10782.68	11233.11	15118.26	12778.99	18077.32	所得税/利润总额	17.6%	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%
货币资金	1970.89	2535.37	2789.18	3173.73	3585.90	应收账款周转率	4.04	6.33	5.93	6.64	6.94
应收票据及应收账款合计	5253.17	1940.50	5676.82	2267.47	7013.00	存货周转率	9.02	7.63	7.83	8.13	8.63
其他应收款	110.84	174.22	108.78	221.74	181.43	流动资产周转率	2.05	2.07	1.72	1.89	2.09
存货	2167.86	2455.97	2191.57	2866.40	2830.46	总资产周转率	0.78	0.74	0.65	0.71	0.80
非流动资产	18740.45	21062.06	22288.45	23836.16	25633.24	偿债能力					
固定资产	16617.59	16696.47	17414.77	19217.30	21716.28	资产负债率	57.2%	54.5%	55.5%	48.0%	49.6%
资产总计	29523.14	32295.17	37406.72	36615.14	43710.56	流动比率	0.77	0.79	0.85	0.84	0.91
流动负债	13963.36	14246.33	17867.34	15164.96	19766.30	速动比率	0.53	0.33	0.48	0.37	0.55
短期借款	5216.00	8936.16	9436.16	8936.16	8636.16	每股指标 (元)					
应付款项	5520.23	2635.19	6303.75	3490.75	8400.22	EPS	0.86	0.84	0.75	0.91	1.14
非流动负债	2931.43	3348.97	2890.89	2412.81	1914.73	每股净资产	4.75	5.53	6.28	7.19	8.34
长期借款	2778.44	2690.39	2232.31	1754.23	1256.15	每股经营现金流	2.01	0.66	1.36	1.95	2.13
负债合计	16894.79	17595.30	20758.23	17577.77	21681.04	每股经营现金/EPS	2.33	0.79	1.83	2.13	1.86
股东权益	12628.35	14699.88	16648.12	19037.01	22029.15	估值					
股本	2591.55	2591.41	2591.77	2591.77	2591.77	PE	16.05	16.49	18.63	15.23	12.18
留存收益	8050.48	9969.45	11917.69	14306.58	17298.72	PEG	0.37	0.69	-3.93	7.65	1.15
少数股东权益	55.63	108.49	125.72	146.85	173.32	PB	2.91	2.50	2.24	1.98	1.73
负债和权益总计	29523.14	32295.17	37406.72	36615.14	43710.56	EV/EBITDA	10.17	9.94	11.19	9.39	7.73
						EV/SALES	2.01	2.05	2.05	1.72	1.38
现金流量表						EV/IC	1.96	1.68	1.59	1.50	1.38
						ROIC/WACC	1.58	1.36	1.14	1.25	1.36
经营活动现金流	4477.85	4685.94	3536.03	5046.50	5512.46	REP	1.24	1.23	1.40	1.20	1.01
其中营运资本减少	1124.05	-2466.29	-201.00	501.44	-4.82						
投资活动现金流	-3037.80	-4111.62	-2502.34	-3012.49	-3519.55						
其中资本支出	3035.09	4091.38	1189.20	1508.99	1758.41						
融资活动现金流	-2530.79	80.19	-779.87	-1649.46	-1580.75						
净现金总变化	-1145.75	656.58	253.81	384.55	412.17						

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>