消费升级与娱乐研究中心

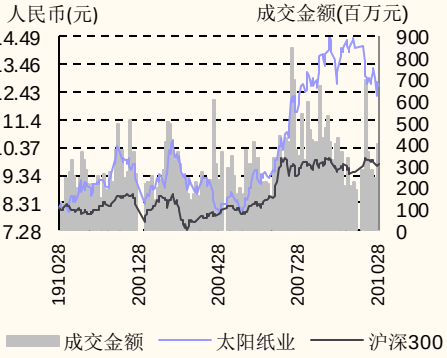
太阳纸业 (002078.SZ) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：12.64 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	26.02
已上市流通 A 股(亿股)	25.81
总市值(亿元)	328.96
年内股价最高最低(元)	14.41/12.29
沪深 300 指数	4737
中小板综	12499



相关报告

1.《2Q 低点已过，盈利预期逐季改善-太阳纸业-中报点评》，2020.8.28

2.《短、中期景气拐点已现，中长期成长可期-太阳纸业-深度报告》，2020.6.11

3.《1Q 业绩大幅增长，2Q 景气将有所回落-1Q 业绩大幅增长，2Q...》，2020.5.1

4.《Q4 环比继续改善，广西项目意义重大-Q4 环比继续改善，广西项...》，2020.4.21

姜浩 分析师 SAC 执业编号：S1130520040003
jianghao@gjzq.com.cn

3Q 环比修复，盈利预期逐季改善

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	21,768	22,763	21,088	25,126	30,839
营业收入增长率	15.21%	4.57%	-7.36%	19.15%	22.74%
归母净利润(百万元)	2,238	2,178	1,944	2,751	3,542
归母净利润增长率	10.54%	-2.66%	-10.75%	41.53%	28.73%
摊薄每股收益(元)	0.863	0.840	0.747	1.057	1.361
每股经营性现金流净额	1.73	1.81	1.88	1.99	2.23
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.80%	14.93%	12.13%	14.86%	16.25%
P/E	6.60	11.71	16.92	11.96	9.29
P/B	1.18	1.75	2.05	1.78	1.51

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 2020 年前三季度实现营收 156.4 亿元，同比-4.7%；实现归母净利润 13.8 亿元，同比-6.9%。3Q 公司实现营收 52.1 亿元，同比-7.4%；实现归母净利润 4.5 亿元，同比-25.5%。

经营分析

- **3Q 旺季提价顺利落地，文化纸价格如期修复。**1Q/2Q/3Q 营收增速分别为-1.9%/-8.4%/-7.4%，自 5 月下旬文化纸价格见底，伴随宏观经济修复，文化纸价格触底回升，进入 9 月传统旺季之后，文化纸价格开始加速提价，9 月底文化纸/铜版纸均价较 6 月底上涨 146/239 元。因去年 3Q 文化纸景气度强于今年同期，因此虽今年 3Q 景气较 2Q 回暖，但公司 3Q 营收和利润同比仍有所下滑。
- **受益浆价低位，毛利率保持较好。**1Q/2Q/3Q 毛利率 24.6%/22.7%/22.6%，同比+6.9/+1.0/-1.3pct，3Q 文化纸/铜版纸均价同比-11.4%/-5.2%，但浆价亦同比降低，因此毛利率同比下滑幅度不大；3Q 毛利率环比基本持平，表明文化纸景气回暖的态势在 3Q 已经确立。前三季度公司期间费用率为 12.4%，同比+2pct，其中销售费用率同比提升 1.1pct 至 4.7%，主要原因是公司老挝项目生产的废纸浆板运输至山东本部导致运输费的增加。
- **4Q2020-1H2021 经济恢复&建党 100 周年，驱动文化纸景气延续上行趋势。**当前文化纸/铜版纸均价较 9 月底提涨+103/86 元，大厂已经宣布 11 月 1 日起，文化纸价格继续上调 300 元/吨（含税），4Q 景气上行已经十分确定。而展望明年上半年，我们认为宏观经济的恢复和建党 100 周年刊物的印刷将继续驱动文化纸的景气上行。
- **2021 迎来产能扩张之年，林浆纸一体化进度加快。**展望 2021 年，太阳纸业将进入新一轮浆、纸扩产周期，公司兖州 45 万吨特色文化用纸项目、14 万吨特种纸项目预计于 2020 年底试产，2021 年正式投产。2021 年广西一期开始释放浆、纸产能，老挝 80 万吨箱板纸投产。行业景气上行&新产能释放&产业链完善，三者将共同驱动太阳纸业在 2021 年的利润实现高增长。

盈利预测和投资建议

- 根据公司 3Q 业绩表现，我们下调公司 2020 年 EPS 至 0.74 元，下调幅度 13.5%，预计 2021-2022 年 EPS 为 1.04、1.33 元，当前股价对应 PE 分别为 17、12、10 倍，公司当前估值较为便宜，考虑到太阳纸业作为国内造纸龙头，公司林浆纸一体化有望显著降低自身周期属性，维持“买入”评级。

风险提示

- 下游需求不及预期的风险；新增产能投放进度不达预期的风险；公司费用率控制不力的风险；原料价格大幅波动的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**18,894**	**21,768**	**22,763**	**21,088**	**25,126**	**30,839**
增长率		15.2%	4.6%	-7.4%	19.2%	22.7%
主营业务成本	-13,976	-16,663	-17,631	-16,204	-18,798	-22,991
%销售收入	74.0%	76.5%	77.5%	76.8%	74.8%	74.6%
毛利	4,919	5,105	5,131	4,883	6,328	7,848
%销售收入	26.0%	23.5%	22.5%	23.2%	25.2%	25.4%
营业税金及附加	-141	-138	-114	-105	-138	-200
%销售收入	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%
销售费用	-663	-750	-942	-1,033	-1,206	-1,480
%销售收入	3.5%	3.4%	4.1%	4.9%	4.8%	4.8%
管理费用	-580	-556	-564	-590	-678	-802
%销售收入	3.1%	2.6%	2.5%	2.8%	2.7%	2.6%
研发费用	0	-267	-412	-380	-503	-617
%销售收入	0.0%	1.2%	1.8%	1.8%	2.0%	2.0%
息税前利润（EBIT）	3,535	3,393	3,100	2,775	3,803	4,748
%销售收入	18.7%	15.6%	13.6%	13.2%	15.1%	15.4%
财务费用	-571	-720	-573	-545	-622	-694
%销售收入	3.0%	3.3%	2.5%	2.6%	2.5%	2.3%
资产减值损失	-25	-10	-69	-52	-73	-72
公允价值变动收益	-13	12	8	7	7	7
投资收益	2	6	22	21	21	21
%税前利润	0.1%	0.2%	0.8%	0.9%	0.6%	0.5%
营业利润	2,950	2,692	2,503	2,221	3,151	4,025
营业利润率	15.6%	12.4%	11.0%	10.5%	12.5%	13.1%
营业外收支	-18	28	91	90	80	90
税前利润	2,931	2,720	2,594	2,311	3,231	4,115
利润率	15.5%	12.5%	11.4%	11.0%	12.9%	13.3%
所得税	-681	-477	-396	-358	-501	-638
所得税率	23.2%	17.6%	15.3%	15.5%	15.5%	15.5%
净利润	2,250	2,242	2,198	1,953	2,730	3,477
少数股东损益	226	5	19	20	20	20
归属于母公司的净利润	**2,024**	**2,238**	**2,178**	**1,933**	**2,711**	**3,457**
净利率	10.7%	10.3%	9.6%	9.2%	10.8%	11.2%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	2,250	2,242	2,198	1,953	2,730	3,477
少数股东损益	226	5	19	20	20	20
非现金支出	1,018	1,162	1,523	1,503	1,643	1,732
非经营收益	413	483	437	452	541	609
营运资金变动	86	591	527	977	260	-10
经营活动现金净流	**3,767**	**4,478**	**4,684**	**4,885**	**5,174**	**5,808**
资本开支	-3,956	-3,026	-4,057	-4,445	-4,455	-3,445
投资	-42	0	0	-9	-11	-14
其他	29	-12	-54	21	21	21
投资活动现金净流	**-3,969**	**-3,038**	**-4,112**	**-4,433**	**-4,445**	**-3,438**
股权募资	264	0	32	-250	0	0
债权募资	2,156	-311	123	1,102	1,444	438
其他	-1,173	-2,275	-73	-1,343	-1,733	-2,110
筹资活动现金净流	**1,248**	**-2,586**	**82**	**-490**	**-289**	**-1,672**
现金净流量	**1,045**	**-1,146**	**655**	**-38**	**440**	**698**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,437	1,971	2,535	2,498	2,938	3,636
应收款项	5,655	5,364	5,314	5,293	5,804	6,818
存货	1,525	2,168	2,456	2,220	2,472	2,835
其他流动资产	811	1,280	928	996	1,071	1,197
流动资产	10,429	10,783	11,233	11,006	12,285	14,485
%总资产	40.0%	36.5%	34.8%	31.3%	31.2%	33.3%
长期投资	307	356	387	403	421	442
固定资产	14,337	17,254	19,238	22,303	25,250	27,109
%总资产	55.0%	58.4%	59.6%	63.4%	64.0%	62.3%
无形资产	672	909	914	933	951	968
非流动资产	15,628	18,740	21,062	24,161	27,145	29,041
%总资产	60.0%	63.5%	65.2%	68.7%	68.8%	66.7%
资产总计	**26,056**	**29,523**	**32,295**	**35,168**	**39,429**	**43,526**
短期借款	6,560	6,933	9,804	11,425	12,870	14,345
应付款项	4,432	6,641	4,043	4,925	5,969	7,405
其他流动负债	654	389	400	358	486	615
流动负债	11,646	13,963	14,246	16,709	19,324	22,364
长期贷款	1,474	1,794	1,653	1,653	1,653	1,653
其他长期负债	2,113	1,138	1,696	1,177	1,177	139
负债	**15,232**	**16,895**	**17,595**	**19,538**	**22,153**	**24,156**
普通股股东权益	**10,325**	**12,573**	**14,591**	**15,502**	**17,128**	**19,203**
其中：股本	2,593	2,592	2,591	2,602	2,602	2,602
未分配利润	5,386	7,241	9,100	10,260	11,887	13,961
少数股东权益	499	56	108	128	148	167
负债股东权益合计	**26,056**	**29,523**	**32,295**	**35,168**	**39,429**	**43,526**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.781	0.863	0.840	0.743	1.042	1.328
每股净资产	3.982	4.849	5.630	5.956	6.581	7.379
每股经营现金净流	1.453	1.727	1.807	1.877	1.988	2.231
每股股利	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	19.61%	17.80%	14.93%	12.47%	15.83%	18.00%
总资产收益率	7.77%	7.58%	6.74%	5.50%	6.88%	7.94%
投入资本收益率	13.05%	12.52%	9.66%	7.88%	9.79%	11.34%
增长率						
主营业务收入增长率	30.71%	15.21%	4.57%	-7.36%	19.15%	22.74%
EBIT增长率	72.76%	-4.01%	-8.65%	-10.49%	37.08%	24.85%
净利润增长率	91.55%	10.54%	-2.66%	-11.26%	40.25%	27.54%
总资产增长率	29.03%	13.31%	9.39%	8.89%	12.12%	10.39%
资产管理能力						
应收账款周转天数	29.0	26.1	24.6	30.0	28.0	26.0
存货周转天数	34.8	40.4	47.9	50.0	48.0	45.0
应付账款周转天数	45.9	47.6	42.7	43.0	46.0	48.0
固定资产周转天数	210.2	278.6	267.7	307.4	279.0	237.5
偿债能力						
净负债/股东权益	69.52%	61.30%	67.70%	74.29%	73.02%	63.78%
EBIT利息保障倍数	6.2	4.7	5.4	5.1	6.1	6.8
资产负债率	58.46%	57.23%	54.48%	55.56%	56.19%	55.50%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-10-30	买入	5.98	N/A
2	2019-04-16	买入	7.70	N/A
3	2019-08-28	买入	7.55	N/A
4	2020-04-21	买入	8.79	11.52～11.52
5	2020-05-01	买入	8.35	11.52～11.52
6	2020-06-11	买入	9.65	12.61～12.61
7	2020-08-28	买入	13.42	N/A

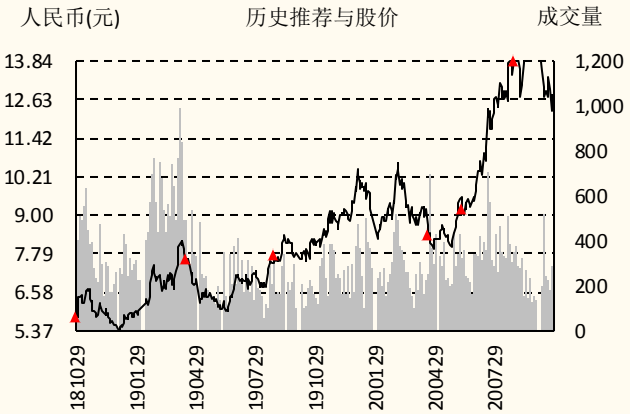
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH