2020 年 8 月 31 日

张楠
H70294@capital.com.tw

目标价(元) 16

太阳纸业(002078.SZ) BUY 买进

中报业绩符合预期，新增产能注入增长新动力

结论与建议：

- **事件：**公司发布 2020 年半年报，上半年实现营收 104.28 亿元，同比下降 3.23%，归母净利 9.36 亿元，同比增加 5.61%，扣非净利 8.75 亿元，同比增加 1.35%，毛利率提升 4pct 至 23.72%。其中，2Q 实现营收 48.76 亿元，同比下降 8.43%，归母净利 4 亿元，同比下降 21%，毛利率提升 1pct 至 22.72%,业绩基本符合预期。

- **疫情影响 2Q 业绩小幅回落：**受疫情影响，开学延迟导致需求疲软，叠加文化纸出口产能转内销及海外低价进口纸流入等因素，4、5 月文化纸价格受到冲击,均价同比下降 10%左右。同时包装纸在疫情冲击下，终端需求不振，纸价 2Q 同比下滑 7-9%，从而导致公司 2Q 业绩有所下滑。公司积极加快企业转型升级，原材料结构和产品结构调整等方面成效逐渐凸显，上半年在溶解浆市场低迷背景下，迅速改产本色木浆作为箱板纸等产品的原料，同时开发多种优质卡纸，无塑包装纸等差异化产品。分产品来看，2020 年上半年公司文化纸占总营收比重 50%以上，其中非涂布文化纸营收 37.86 亿元,同比增长 7.8%,毛利率同比提升 12pct 至 33.51%；铜版纸营收 14.66 亿元，同比下降 2.9%，毛利率提升 14.5pct 至 34.59%；包装纸占营收比重 20%，其中箱板纸营收 16.59 亿元，同比增长 15.82%，毛利率下滑 5.31pct 至 8.72%,淋膜原纸营收 3.86 亿元,毛利率提升 10pct 至 29.16%；生活用纸营收 3.71 亿元，毛利率提升 12pct 至 22.67%；溶解浆营收 13.09 亿元，同比下滑 28%，随着产品结构的持续优化，将有利于提高公司抗风险能力和综合竞争力。

- **成本费用管控能力持续加强：**上半年受益于上游原材料木浆价格下行，较去年同期下降 10%至 3850 元/吨,带动综合毛利率提升 4pct 至 23.72%。费用方面，上半年费用率同比增加 2.41pct 至 12.62%，其中销售费用率上升 1.24pct 至 4.76%，主要是疫情使得运输成本增加，管理费用率上升 0.75pct 至 3.15%，研发费用率上升 0.5pct 至 1.98%，财务费用率 2.73%，同比基本持平。

- **新增产能有望推升未来业绩：**公司在建项目将陆续在 20、21 年投产，包括老挝林浆纸一体化项目，其中 120 万吨包装纸项目中 40 万吨再生浆已于 2019 投产,80 万吨高档包装纸预计 20Q4 和 21Q1 陆续进入试生产阶段；兖州本部 45 万吨特色文化纸项目预计 2020 年底进入试生产阶段；广西 350 万吨林浆纸一体化项目有序推进中，项目分二期陆续实施，其中一期项目包括 55 万吨/年文化纸项目、15 万吨/年生活用纸项目和配套的 80 万吨/年化学木浆项目、60 万吨/年化机浆项目，项目将在 2021 年下半年至 2022 年上半年陆续投产。公司布局山东、老挝、广西三大生产基地实现沿海与内陆的全覆盖，浆纸总产能将达到 1000 万吨，未来业绩增长提供有力保障。

公司基本信息

产业别	轻工制造
A 股价(2020/8/28)	13.86
深圳成指(2020/8/28)	13851.32
股价 12 个月高/低	14.3/7.38
总发行股数(百万)	2591.41
A 股数(百万)	2569.98
A 市值(亿元)	356.20
主要股东	山东太阳控股集团有限公司(47.67%)
每股净值(元)	5.93
股价/账面净值	2.34

	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	9.3	45.9	78.5

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2020-5-12	8.56	买进
2020-4-21	8.48	买进

产品组合

造纸	74.22%
制浆	21.38%
其他	3.8%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	9.72%
一般法人	50.55%

股价相对大盘走势



- **盈利预测：**随着旺季的来临，叠加疫情趋缓，内外需求逐步恢复，文化纸、包装纸价格有望持续提价。此外，伴随产能持续扩张，原材料木浆自给率持续提升，助力公司实现转型升级，同时在环保政策趋严背景下，公司包装纸业务成本优势将进一步强化，多元化的业务结构，提升公司抗风险能力。我们预计公司 20、21 年净利为 23.83 亿元和 27.56 亿元，YOY+9.4%和+15.6%，EPS 为 0.92 元和 1.06 元，当前股价对应 PE 为 15 倍和 13 倍，维持买进的投资建议。
- **风险提示：**原材料价格波动、下游需求不及预期、产能投放不及预期等。

.....接续下页.....

年度截止 12 月 31 日		2017	2018	2019	2020E	2021E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	2,024	2,237	2,178	2,383	2,756
同比增减	%	91.55%	10.54%	-2.66%	9.42%	15.64%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.78	0.86	0.84	0.92	1.06
同比增减	%	87.36%	10.54%	-2.63%	9.42%	15.64%
A 股市盈率(P/E)	X	11.63	6.49	11.71	14.59	12.62
股利 (DPS)	RMB 元	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
股息率 (Yield)	%	1.10%	1.79%	1.02%	0.75%	0.75%

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进（Strong Buy）	潜在上涨空间≥ 35%
买进（Buy）	15%≤潜在上涨空间<35%
区间操作（Trading Buy）	5%≤潜在上涨空间<15%
中立（Neutral）	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2017	2018	2019	2020E	2021E
营业收入	18,894.29	21,768.40	22,762.70	23,987.96	27,658.44
经营成本	13,975.70	16,663.31	17,631.32	18,401.91	21,189.33
毛利	4,918.59	5,105.09	5,131.38	5,586.05	6,469.11
营业税金及附加	141.21	138.34	114.20	119.94	138.29
销售费用	662.62	750.24	941.56	1,079.46	1,161.65
管理费用	430.18	556.17	563.84	599.70	691.46
财务费用	571.48	719.77	572.83	575.71	691.46
资产减值损失	24.97	10.39	(69.30)	0.00	0.00
投资收益	2.13	6.34	21.59	30.00	30.00
营业利润	2,949.86	2,691.70	2,503.15	2,809.46	3,263.07
税前利润	2,931.40	2,719.57	2,593.71	2,899.46	3,353.07
所得税	681.27	477.38	396.15	492.91	570.02
少数股东权益	225.89	4.58	19.44	23.20	26.82
净利润	2,024.23	2,237.61	2,178.12	2,383.35	2,756.22

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2017	2018	2019	2020E	2021E
货币资金	2,437.29	1,970.89	2,535.37	2,345.79	3,072.73
应收账款	1,524.90	2,167.86	2,455.97	2,578.77	2,707.71
存货	5,522.79	5,253.17	1,940.50	2,037.53	2,139.40
流动资产合计	10,428.52	10,782.68	11,233.11	11,462.08	12,219.84
长期股权投资	116.49	137.25	155.41	163.18	171.34
固定资产	10,882.47	16,617.59	16,696.47	17,531.29	18,407.86
在建工程	3,454.16	636.79	2,541.75	2,668.84	2,802.28
非流动资产合计	663.64	859.94	861.50	904.58	949.80
资产总计	26,056.28	29,523.14	32,295.17	33,529.97	35,051.12
流动负债合计	11,645.65	13,963.36	14,246.33	13,189.50	12,037.78
非流动负债合计	3,586.54	2,931.43	3,348.97	3,516.42	3,692.24
负债合计	15,232.19	16,894.79	17,595.30	16,705.91	15,730.02
少数股东权益	499.41	55.63	108.49	113.91	119.61
股东权益合计	10,824.09	12,628.35	14,699.88	16,824.06	19,321.10
负债及股东权益合计	26,056.28	29,523.14	32,295.17	33,529.97	35,051.12

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2017	2018	2019	2020E	2021E
经营活动产生的现金流量净额	3,853.20	4,477.85	4,685.94	3,575.03	4,134.33
投资活动产生的现金流量净额	-3,969.24	-3,037.80	-4,111.62	-3,700.46	-3,330.41
筹资活动产生的现金流量净额	1,162.05	-2,530.79	80.19	-64.15	-76.98
现金及现金等价物净增加额	1,045.23	-1,145.75	656.58	-189.58	726.94

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群证益券(香港)有限公司提供的投资服务.不是.个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司.不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证¡@持意见或立场，或会买进，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证¡@。此份报告.不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。