消费升级与娱乐研究中心

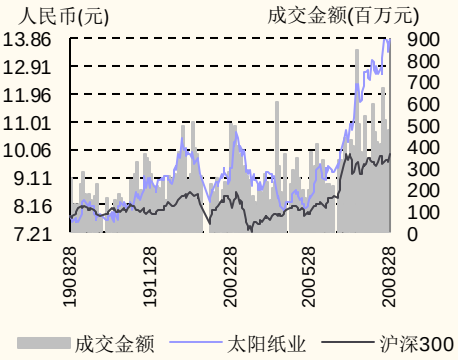
太阳纸业 (002078.SZ) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：13.86 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	25.91
已上市流通 A 股(亿股)	25.70
总市值(亿元)	359.17
年内股价最高最低(元)	13.86/12.02
沪深 300 指数	4844
中小板综	13021



相关报告

1.《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

2.《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

3.《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

4.《单季度盈利环比改善，年内木浆自给率还将提升-太阳纸业 2019...》，2019.8.28

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

2Q 低点已过，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	23,081	27,602	33,671
营业收入增长率	15.21%	4.57%	1.40%	19.59%	21.99%
归母净利润(百万元)	2,238	2,178	2,237	2,722	3,483
归母净利润增长率	10.54%	-2.66%	2.69%	21.69%	27.97%
摊薄每股收益(元)	0.863	0.840	0.863	1.050	1.344
每股经营性现金流净额	1.73	1.81	1.91	2.01	2.27
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.80%	14.93%	14.26%	15.72%	17.95%
P/E	6.60	11.71	16.06	13.20	10.31
P/B	1.18	1.75	2.29	2.07	1.85

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 1H2020 营收 104.3 亿元，同比-3.2%，其中 2Q 营收 48.8 亿元，同比-8.4%；1H2020 归母净利润 9.36 亿元，同比+5.6%，扣非归母净利 8.75 亿元，同比+1.4%，其中 2Q 归母净利润 4 亿元，同比-20.9%。

经营分析

- **2Q 文化纸淡季，当前低点已过。**1Q/2Q 营收同比+1.9%/-8.4%，主要受开学延迟导致国内需求疲软、文化纸出口产能转内销及海外低价进口纸流入的影响，4 月中旬起文化纸价格开始下跌，2Q 双胶纸/铜版纸均价较 1Q 均价环比下跌 11.5%/9.7%，同比下滑 9.2%/4.5%。当前双胶纸/铜版纸均价 5788/5478 元/吨（含税），较 5 月底小幅提涨 2.6%/4.5%。
- **受益浆价低位及高效成本控制能力，毛利率表现靓眼。**1Q/2Q 毛利率 24.6%/22.7%，同比+6.9pct/1.0pct，主要原因是原料木浆价格处于底部疲软态势，其中 1H20 双胶纸/铜版纸毛利率 33.5%/34.6%，同比+12/+14.5pct，较 2H19 环比+1.0/+1.4pct，同期晨鸣纸业 1H20 双胶纸/铜版纸毛利率较 2H19 环比-4.1/-9.9pct，可见公司优秀的成本管理能力。公司期间费用率为 12.6%，同比+2.4pct，其中销售费用率同比提升 1.2pct 至 4.8%，主要原因是运输费的增加。
- **开工率上行+库存下行，看好下半年文化纸景气度提升带来的盈利能力改善。**我们认为开学在即，文化用品市场将再度进入旺季。双胶纸 7 月行业开工负荷率达到 71.4%，较 5 月+5.3pcts，2018 年双胶纸景气高点之时，行业开工率峰值为 83%，文化纸在四季度开工率提升的弹性较小，8 月 24 日起公司计划于 9 月 1 日提价 100 元/吨，看好下半年双胶纸涨价持续落地。
- **2021 迎来产能收获之年，林浆一体化加快周期向成长的进化。**2021 年公司预计合计投放纸产能 195 万吨，产能同比+49.1%。同时，受益于老挝和北海项目的布局，预计 2021 年广西 140 万吨浆产能投放，2021 年自供木浆比例将由 2019 年的 47.7%提升至 92.3%。老挝和北海项目将进一步强化公司成本领先战略，降低公司的周期属性，强化成长能力，提升合理估值水平。

盈利预测和投资建议

- 我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.86、1.05 和 1.34 元，当前股价对应 PE 分别为 16.1、13.2、10.3 倍，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**	**23,081**	**27,602**	**33,671**
增长率		15.2%	4.6%	1.4%	19.6%	22.0%
主营业务成本	-13,976	-16,663	-17,631	-17,627	-20,989	-25,486
%销售收入	74.0%	76.5%	77.5%	76.4%	76.0%	75.7%
毛利	4,919	5,105	5,131	5,454	6,612	8,185
%销售收入	26.0%	23.5%	22.5%	23.6%	24.0%	24.3%
营业税金及附加	-141	-138	-114	-115	-152	-219
%销售收入	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%
销售费用	-663	-750	-942	-1,131	-1,325	-1,616
%销售收入	3.5%	3.4%	4.1%	4.9%	4.8%	4.8%
管理费用	-580	-556	-564	-646	-745	-875
%销售收入	3.1%	2.6%	2.5%	2.8%	2.7%	2.6%
研发费用	0	-267	-412	-416	-552	-673
%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	3,145	3,838	4,801
%销售收入	18.7%	15.6%	13.6%	13.6%	13.9%	14.3%
财务费用	-571	-720	-573	-551	-636	-711
%销售收入	3.0%	3.3%	2.5%	2.4%	2.3%	2.1%
资产减值损失	-25	-10	-69	-57	-81	-78
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%	0.8%	0.6%	0.5%
营业利润	2,950	2,692	2,503	2,580	3,164	4,055
营业利润率	15.6%	12.4%	11.0%	11.2%	11.5%	12.0%
营业外收支	-18	28	91	90	80	90
税前利润	2,931	2,720	2,594	2,670	3,244	4,145
利润率	15.5%	12.5%	11.4%	11.6%	11.8%	12.3%
所得税	-681	-477	-396	-414	-503	-642
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	2,256	2,741	3,503
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**	**2,237**	**2,722**	**3,483**
净利率	10.7%	10.3%	9.6%	9.7%	9.9%	10.3%

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	2,256	2,741	3,503
少数股东损益	226	5	19	20	20	20
非现金支出	1,018	1,162	1,523	1,508	1,650	1,738
非经营收益	413	483	437	460	559	629
营运资金变动	86	591	527	725	261	10
经营活动现金净流	**3,767**	**4,478**	**4,684**	**4,949**	**5,211**	**5,879**
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	1,412	1,540	447
其他	-1,173	-2,275	-73	-1,472	-1,755	-2,140
筹资活动现金净流	**1,248**	**-2,586**	**82**	**-311**	**-215**	**-1,694**
现金净流量	**1,045**	**-1,146**	**655**	**206**	**551**	**748**

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	2,741	3,292	4,040
应收款项	5,655	5,364	5,314	5,793	6,376	7,444
存货	1,525	2,168	2,456	2,415	2,760	3,142
其他流动资产	811	1,280	928	1,039	1,137	1,272
流动资产	10,429	10,783	11,233	11,988	13,565	15,898
%总资产	40.0%	36.5%	34.8%	33.2%	33.3%	35.4%
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%	61.7%	62.0%	60.3%
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%	66.8%	66.7%	64.6%
资产总计	**26,056**	**29,523**	**32,295**	**36,149**	**40,710**	**44,939**
短期借款	6,560	6,933	9,804	11,734	13,275	14,759
应付款项	4,432	6,641	4,043	5,363	6,645	8,186
其他流动负债	654	389	400	410	496	628
流动负债	11,646	13,963	14,246	17,508	20,415	23,573
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**	**20,337**	**23,245**	**25,365**
普通股股东权益	**10,325**	**12,573**	**14,591**	**15,684**	**17,317**	**19,407**
其中：股本	2,593	2,592	2,591	2,591	2,591	2,591
未分配利润	5,386	7,241	9,100	10,442	12,076	14,166
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**	**36,149**	**40,710**	**44,939**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.781	0.863	0.840	0.863	1.050	1.344
每股净资产	3.982	4.849	5.630	6.052	6.682	7.489
每股经营现金净流	1.453	1.727	1.807	1.909	2.010	2.268
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.345	0.420	0.538
回报率						
净资产收益率	19.61%	17.80%	14.93%	14.26%	15.72%	17.95%
总资产收益率	7.77%	7.58%	6.74%	6.19%	6.69%	7.75%
投入资本收益率	13.05%	12.52%	9.66%	8.79%	9.70%	11.27%
增长率						
主营业务收入增长率	30.71%	15.21%	4.57%	1.40%	19.59%	21.99%
EBIT增长率	72.76%	-4.01%	-8.65%	1.48%	22.03%	25.08%
净利润增长率	91.55%	10.54%	-2.66%	2.69%	21.69%	27.97%
总资产增长率	29.03%	13.31%	9.39%	11.93%	12.62%	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	280.9	254.0	217.5
偿债能力						
净负债/股东权益	69.52%	61.30%	67.70%	73.85%	72.52%	63.17%
EBIT利息保障倍数	6.2	4.7	5.4	5.7	6.0	6.8
资产负债率	58.46%	57.23%	54.48%	56.26%	57.10%	56.44%

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	2018-08-28	买入	9.06	N/A
2	2018-10-30	买入	5.98	N/A
3	2019-04-16	买入	7.70	N/A
4	2019-08-28	买入	7.55	N/A
5	2020-04-21	买入	8.79	11.52～11.52
6	2020-05-01	买入	8.35	11.52～11.52
7	2020-06-11	买入	9.65	12.61～12.61

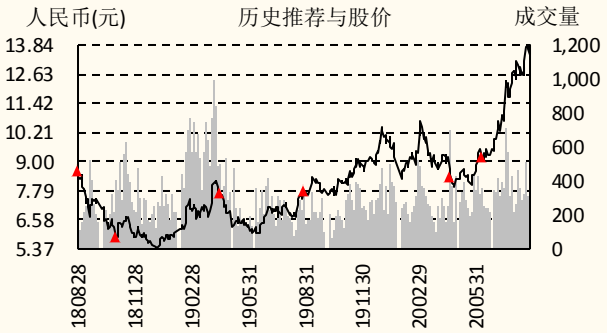
来源：国金证券研究所

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