

强烈推荐-A (维持)

太阳纸业 002078.SZ

目标估值: N.A.

当前股价: 7.34 元

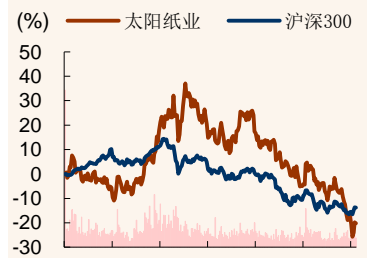
2018 年 09 月 20 日

基础数据

| | |
|------------|-----------|
| 上证综指 | 2729 |
| 总股本(万股) | 259259 |
| 已上市流通股(万股) | 253158 |
| 总市值(亿元) | 190 |
| 流通市值(亿元) | 186 |
| 每股净资产(MRQ) | 4.4 |
| ROE(TTM) | 20.9 |
| 资产负债率 | 59.3% |
| 主要股东 | 山东太阳控股集团有 |
| 主要股东持股比例 | 47.34% |

股价表现

| | | | |
|------|-----|-----|-----|
| % | 1m | 6m | 12m |
| 绝对表现 | -13 | -34 | -21 |
| 相对表现 | -15 | -15 | -7 |



Sep/17 Jan/18 May/18 Aug/18
资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《太阳纸业(002078)——穿越周期的是优秀的企业家》2018-09-11
- 2、《太阳纸业(002078)——业绩符合预期, 量价齐升助营收稳增长》2018-08-28
- 3、《太阳纸业(002078)——老挝项目 1~N 复制启动, 再添发展动力》2018-07-18

郑恺

021-68407559
zhengkai1@cmschina.com.cn
S1090514040003

濮冬燕

pudy@cmschina.com.cn
S1090511040031

李宏鹏

lihongpeng@cmschina.com.cn
S1090515090001

情绪底 VS 供需底

回顾公司历史 PB Band, 我们认为公司对应 18 年仅 1.5x 的 PB 水平, 已达 2016 年 1 月熔断以来的情绪底部, 如果不出现 2008 年 10 月次贷危机类似的经济回落, 我们认为太阳纸业当前已经具备相当的安全边际。

□ 情绪已基本筑底, 对于供需底不必过于悲观。回顾公司过去 10 年的 PB 估值曲线: ①经济危机下的供需底部对应 PB 约 1.1x, 2008 年受金融危机影响纸价大跌 34%, 导致公司业绩下修, 股价回调幅度亦达 30%; ②产能过剩下的供需底部对应 PB 约 1x, 2011 年造纸行业固定资产投资大增 31.1%, 供过于求导致 2013 年企业盈利大幅下滑, 公司 PB 在 1x 附近徘徊 2 年; ③市场情绪影响下的估值底部对应 PB 约 1.5x, 2016 年初熔断机制的推出导致市场情绪急剧恶化, 公司 PB 回落至 1.5x 附近后逐步回升。④我们认为, 对于近期公司股价大幅回落, 市场当前涵盖了较为浓厚的宏观悲观预期。而当前股价对应 18 年 PB 仅 1.5x, 情绪筑底已基本完成, 如果不出现 2008 年 10 月次贷危机类似的经济回落, 我们认为太阳纸业当前已经具备相当的安全边际。

□ 整体经营依然良好, 成本端布局支撑盈利稳增。行业层面, 9 月以来, 文化纸小幅提价, 其余纸价基本稳定, 据我们了解企业整体库存依然偏低。公司层面, 管理层预计前三季度增长区间为 20~40% (1H18 增 40%); 随着下半年纸价同比涨价对业绩贡献弱化, 预计 Q3 单季增长约 15~20%, 公司整体经营依然稳健。三季度同比增长点主要来自 18 年 20 万吨特种文化纸, 老挝 30 万吨木浆, 10 万吨木屑浆、30 万吨半化学浆、80 万吨箱板纸线投产, 至此, 我们可以清晰看到公司的成长点已基本来自于成本端的布局。

□ 高管增持彰显发展信心, 维持“强烈推荐-A”投资评级。持续看好公司老挝项目布局的长期成本战略, 也为企业长期扩张打开市值空间。近期公司高管增持 38 万股, 充分彰显管理层的发展信心; 按历年平均 30% 的分红水平, 目前分红收益率已达 4%。预计 2018-2020 年净利分别为 25.4 亿元、31.2 亿元、37.2 亿元, 同比增长 25%、23%、20%, 目前股价对应 18 年 PE 为 7.5x, 估值安全边际充足, 维持“强烈推荐-A”评级。

□ 风险提示: 浆价大幅走低, 老挝项目运营不达预期。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 14455 | 18894 | 23233 | 26741 | 29743 |
| 同比增长 | 34% | 31% | 23% | 15% | 11% |
| 营业利润(百万元) | 1453 | 2950 | 3665 | 4501 | 5383 |
| 同比增长 | 64% | 103% | 24% | 23% | 20% |
| 净利润(百万元) | 1057 | 2024 | 2539 | 3116 | 3725 |
| 同比增长 | 59% | 92% | 25% | 23% | 20% |
| 每股收益(元) | 0.42 | 0.78 | 0.98 | 1.20 | 1.44 |
| PE | 17.6 | 9.4 | 7.5 | 6.1 | 5.1 |
| PB | 2.3 | 1.8 | 1.5 | 1.2 | 1.0 |

资料来源: 公司数据、招商证券

图 1：太阳纸业历史 PB Band

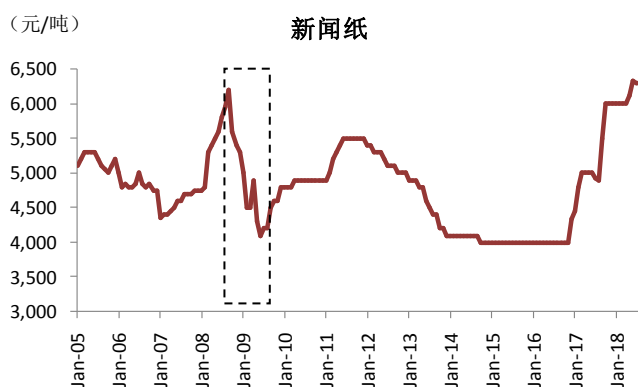


资料来源：Wind、招商证券

从上表看 2008 年 10 月与 2013 年太阳纸业 PB 均回落到 1X 左右，自下图可以看到，2008 年 9 月估值与当下一致，而因为后续发生雷曼倒闭引起的次贷危机事件，导致 10 月出现了纸价大幅崩塌，使得股价进一步下跌 30% 左右；此外，2013 年因为 2 年前行业大规模的产能投放，使得 2013 年出现造纸行业严重过剩，行业直到 2016 年才勉强恢复供需平衡，2013 年这段时间太阳纸业估值也在 1XPB 左右。

由此可见，除非出现严重的供需过剩，或者危机式的纸价下跌，目前股价已经回落到 2016 年 1 月熔断时期的估值水平，应该在此位置就是市场情绪对公司的认知低点，如果不出现 2008 年 10 月次贷危机类似的经济回落，我们认为太阳纸业当前已经具备相当的安全边际。

图 2：次贷危机期间纸价迅速回落 34%



资料来源：卓创资讯、招商证券

图 3：2011 年造纸行业固定资产投资额大增 31%



资料来源：Wind、招商证券

表 1：业绩多季度回顾，各项财务指标均稳定增长

| （百万元） | 17Q2 | 17Q3 | 17Q4 | 18Q1 | 18Q2 |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 4,286 | 5,009 | 5,188 | 5,041 | 5,432 |
| 营业毛利 | 1,136 | 1,245 | 1,502 | 1,387 | 1,432 |
| 营业费用 | 175 | 164 | 174 | 147 | 171 |
| 管理费用 | 129 | 143 | 174 | 152 | 164 |

敬请阅读末页的重要说明

Page 2

| (百万元) | 17Q2 | 17Q3 | 17Q4 | 18Q1 | 18Q2 |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 财务费用 | 147 | 156 | 132 | 142 | 208 |
| 投资收益 | 1 | 3 | -5 | -3 | -2 |
| 营业利润 | 615 | 732 | 1,003 | 896 | 883 |
| 归属母公司净利润 | 435 | 499 | 650 | 617 | 611 |
| EPS (元) | 0.17 | 0.19 | 0.25 | 0.24 | 0.24 |
| 主要比率 | | | | | |
| 毛利率 | 26.5% | 24.9% | 29.0% | 27.5% | 26.4% |
| 销售费用率 | 4.1% | 3.3% | 3.4% | 2.9% | 3.1% |
| 管理费用率 | 3.0% | 2.9% | 3.4% | 3.0% | 3.0% |
| 营业利润率 | 14.3% | 14.6% | 19.3% | 17.8% | 16.3% |
| 有效税率 | 16.1% | 24.9% | 24.9% | 25.0% | 25.3% |
| 净利率 | 10.1% | 10.0% | 12.5% | 12.2% | 11.3% |
| YoY | | | | | |
| 收入 | 17% | 38% | 22% | 14% | 27% |
| 归属母公司净利润 | 106% | 64% | 63% | 40% | 41% |

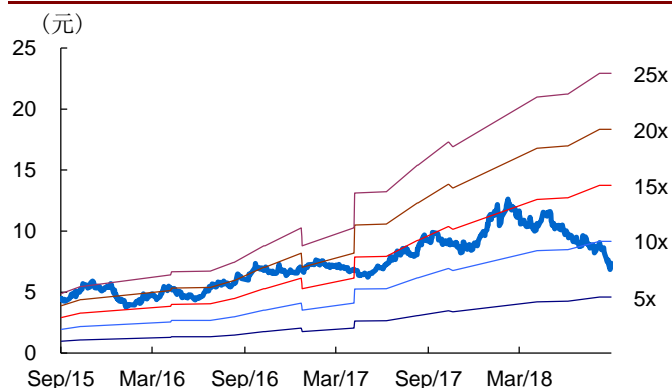
资料来源: Wind、招商证券

表 2: 可比公司平均估值在 2018 年 6.5x

| 公司 | 股价 | EPS | | | PE | | | PB | ROE |
|------|-----------|------|------|------|------|------|-----|------|-------|
| | 2018/9/20 | 17 | 18E | 19E | 17 | 18E | 19E | (LF) | (%) |
| 山鹰纸业 | 3.70 | 0.44 | 0.62 | 0.74 | 8.4 | 5.9 | 5.0 | 2.0 | 21.49 |
| 华泰股份 | 4.61 | 0.58 | 0.71 | 0.80 | 8.0 | 6.5 | 5.8 | 1.1 | 9.86 |
| 博汇纸业 | 3.85 | 0.64 | 0.76 | 1.14 | 6.0 | 5.1 | 3.4 | 1.7 | 18.84 |
| 岳阳林纸 | 4.77 | 0.25 | 0.43 | 0.56 | 19.2 | 11.2 | 8.5 | 1.2 | 5.31 |
| 晨鸣纸业 | 6.32 | 1.38 | 1.65 | 1.92 | 4.6 | 3.8 | 3.3 | 1.5 | 15.08 |
| 平均 | | | | | 9.2 | 6.5 | 5.2 | 1.5 | 14.1 |

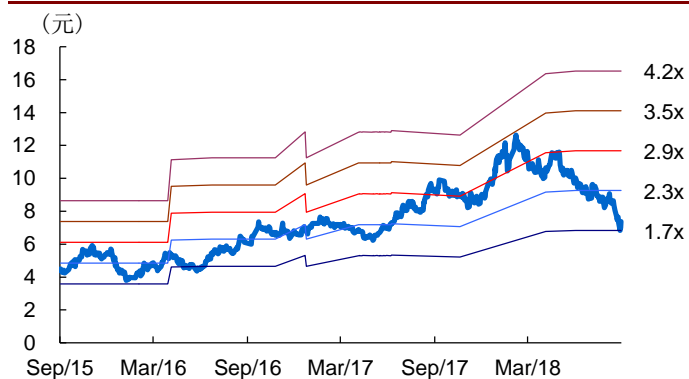
资料来源: Wind、招商证券

图 4: 太阳纸业历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 5: 太阳纸业历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《太阳纸业（002078）—穿越周期的是优秀的企业家》2018-09-11
- 2、《太阳纸业（002078）—业绩符合预期，量价齐升助营收稳增》2018-08-28
- 3、《太阳纸业（002078）—老挝项目 1~N 复制启动，再添发展动力》2018-07-18

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 7331 | 10429 | 11459 | 13503 | 14841 |
| 现金 | 1043 | 2437 | 1631 | 2224 | 2336 |
| 交易性投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收票据 | 2692 | 3878 | 4769 | 5489 | 6105 |
| 应收款项 | 1362 | 1645 | 1998 | 2300 | 2558 |
| 其它应收款 | 123 | 132 | 163 | 187 | 208 |
| 存货 | 1139 | 1525 | 1892 | 2153 | 2364 |
| 其他 | 972 | 811 | 1006 | 1150 | 1270 |
| 非流动资产 | 12863 | 15628 | 17669 | 22852 | 22402 |
| 长期股权投资 | 130 | 116 | 116 | 116 | 116 |
| 固定资产 | 11285 | 10882 | 14991 | 21236 | 20941 |
| 无形资产 | 557 | 664 | 597 | 538 | 484 |
| 其他 | 891 | 3965 | 1963 | 962 | 861 |
| 资产总计 | 20194 | 26056 | 29128 | 36355 | 37243 |
| 流动负债 | 8512 | 11646 | 12154 | 16242 | 13389 |
| 短期借款 | 4168 | 5388 | 6011 | 9366 | 5917 |
| 应付账款 | 1469 | 2043 | 2549 | 2900 | 3185 |
| 预收账款 | 679 | 962 | 1200 | 1365 | 1499 |
| 其他 | 2196 | 3253 | 2394 | 2611 | 2788 |
| 长期负债 | 3342 | 3587 | 3587 | 3587 | 3587 |
| 长期借款 | 1423 | 1474 | 1474 | 1474 | 1474 |
| 其他 | 1919 | 2113 | 2113 | 2113 | 2113 |
| 负债合计 | 11854 | 15232 | 15740 | 19829 | 16975 |
| 股本 | 2536 | 2593 | 2593 | 2593 | 2593 |
| 资本公积金 | 1252 | 1659 | 1659 | 1659 | 1659 |
| 留存收益 | 4175 | 6073 | 8353 | 11144 | 14470 |
| 少数股东权益 | 377 | 499 | 783 | 1131 | 1546 |
| 归属于母公司所有者权益 | 7963 | 10325 | 12605 | 15396 | 18722 |
| 负债及权益合计 | 20194 | 26056 | 29128 | 36355 | 37243 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|--------------|-------------|--------------|------------|------------|
| 经营活动现金流 | 2816 | 3767 | 3541 | 4688 | 5978 |
| 净利润 | 1057 | 2024 | 2539 | 3116 | 3725 |
| 折旧摊销 | 895 | 993 | 1025 | 1380 | 1923 |
| 财务费用 | 424 | 402 | 469 | 554 | 548 |
| 投资收益 | (21) | (2) | (2) | (2) | (2) |
| 营运资金变动 | 299 | 125 | (786) | (722) | (635) |
| 其它 | 162 | 225 | 296 | 362 | 419 |
| 投资活动现金流 | (1552) | (3969) | (3070) | (6570) | (1470) |
| 资本支出 | (1673) | (3980) | (3072) | (6572) | (1472) |
| 其他投资 | 121 | 10 | 2 | 2 | 2 |
| 筹资活动现金流 | (1721) | 1248 | (1277) | 2476 | (4396) |
| 借款变动 | (1546) | 1289 | (549) | 3355 | (3449) |
| 普通股增加 | (1) | 57 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 48 | 407 | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | (127) | (127) | (259) | (325) | (399) |
| 其他 | (95) | (378) | (469) | (554) | (548) |
| 现金净增加额 | (457) | 1046 | (806) | 593 | 112 |

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

| 单位：百万元 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 14455 | 18894 | 23233 | 26741 | 29743 |
| 营业成本 | 11287 | 13976 | 17436 | 19837 | 21785 |
| 营业税金及附加 | 101 | 141 | 174 | 200 | 222 |
| 营业费用 | 572 | 663 | 792 | 884 | 954 |
| 管理费用 | 449 | 580 | 690 | 767 | 853 |
| 财务费用 | 550 | 571 | 469 | 554 | 548 |
| 资产减值损失 | 64 | 25 | 10 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | (13) | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 21 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 营业利润 | 1453 | 2950 | 3665 | 4501 | 5383 |
| 营业外收入 | 23 | 23 | 20 | 20 | 20 |
| 营业外支出 | 8 | 42 | 8 | 8 | 8 |
| 利润总额 | 1468 | 2931 | 3677 | 4513 | 5395 |
| 所得税 | 310 | 681 | 855 | 1049 | 1254 |
| 净利润 | 1158 | 2250 | 2823 | 3464 | 4141 |
| 少数股东损益 | 101 | 226 | 283 | 348 | 416 |
| 归属于母公司净利润 | 1057 | 2024 | 2539 | 3116 | 3725 |
| EPS (元) | 0.42 | 0.78 | 0.98 | 1.20 | 1.44 |

主要财务比率

| | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业收入 | 34% | 31% | 23% | 15% | 11% |
| 营业利润 | 64% | 103% | 24% | 23% | 20% |
| 净利润 | 59% | 92% | 25% | 23% | 20% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 21.9% | 26.0% | 25.0% | 25.8% | 26.8% |
| 净利率 | 7.3% | 10.7% | 10.9% | 11.7% | 12.5% |
| ROE | 13.3% | 19.6% | 20.1% | 20.2% | 19.9% |
| ROIC | 10.6% | 14.3% | 15.2% | 14.2% | 16.5% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 58.7% | 58.5% | 54.0% | 54.5% | 45.6% |
| 净负债比率 | 32.4% | 30.8% | 25.7% | 29.8% | 19.8% |
| 流动比率 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 0.8 | 1.1 |
| 速动比率 | 0.7 | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 0.9 |
| 营运能力 | | | | | |
| 资产周转率 | 0.7 | 0.7 | 0.8 | 0.7 | 0.8 |
| 存货周转率 | 8.9 | 10.5 | 10.2 | 9.8 | 9.6 |
| 应收帐款周转率 | 12.5 | 12.6 | 12.8 | 12.4 | 12.2 |
| 应付帐款周转率 | 7.8 | 8.0 | 7.6 | 7.3 | 7.2 |
| 每股资料 (元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.42 | 0.78 | 0.98 | 1.20 | 1.44 |
| 每股经营现金 | 1.11 | 1.45 | 1.37 | 1.81 | 2.31 |
| 每股净资产 | 3.14 | 3.98 | 4.86 | 5.94 | 7.22 |
| 每股股利 | 0.05 | 0.10 | 0.13 | 0.15 | 0.18 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 17.6 | 9.4 | 7.5 | 6.1 | 5.1 |
| PB | 2.3 | 1.8 | 1.5 | 1.2 | 1.0 |
| EV/EBITDA | 19.7 | 12.6 | 11.0 | 8.8 | 7.2 |

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑恺，毕业于同济大学计算机科学与技术专业和复旦大学经济学（硕士），10 年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工首席行业分析师。2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第 4、第 2、第 3 名；金融界“慧眼”评选轻工制造行业白金分析师。

濮冬燕，经济学硕士，2009 年至今任造纸轻工行业分析师，2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第 4、第 2、第 3 名。

李宏鹏，经济学硕士，5 年证券从业经验，招商证券造纸轻工行业分析师。2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第 4、第 2、第 3 名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。