

公司研究

发布股票激励计划，太阳纸业管理再赋能

——太阳纸业（002078.SZ）限制性股票激励计划（2021-2023）（草案）点评

要点

事件：2021年3月25日，太阳纸业发布限制性股票激励计划（2021-2023）（草案），拟向激励对象授予限制性股票不超过6287.2万股，占总股本的2.4%，授予价为8.45元/股。解禁要求：以2020年净利润为基数，21/22/23年净利润增速不低于30%/40%/50%；解禁比例：授予日后1/2/3年比例分别为40%/40%/20%。

点评：

本次股票激励范围广，以核心技术人员为主，有望进一步强化管理能力及产能可控性。本次股票激励涉及1219人，其中高管7人，核心业务（技术）人员1212人，激励人员覆盖面广且聚焦技术端。太阳纸业建厂效率高，20年11月，45万吨文化纸提前两周投产，21年1月，7万吨特种纸（一期）及80万吨高端包装纸相继投产，彰显“太阳速度”。此外太阳出货量稳定，以非涂文化纸为例，经过测算我们认为，即便是2018年的行业低谷，太阳产能利用率也高于90%，这与公司的高效管理、技术实力密不可分，本次股票激励将进一步强化公司的管理优势。

对于同质化的造纸行业，优秀的管理能力是太阳穿越牛熊的重要保证。在2012-15年的行业去产能中，纸价低迷，太阳依靠积极的管理变革——开启事业部制、实施“模拟法人”制度、重视ERP项目建设，2012-15年毛利率逆势提升9.8pct，穿越牛熊。

预计2021年造纸均价有望提升15%，太阳纸业盈利有充分保障。在前期浆价带动下，截至21年3月25日，双胶纸/双铜纸价格分别处于7338/7310元/吨的高位，并随浆价开始有回调震荡趋势。我们认为，若市场需求在建党100周年的带动下能持续保持活跃，Q2纸价有望维稳或稳步下滑，均价维持在7200元左右，若Q3、Q4均价皆下调500元/吨，全年纸价仍有望保持15%的同比增速，叠加新增产能陆续投产，2021年太阳纸业盈利有充分保障。

盈利预测、估值与评级：公司作为造纸行业高ROE的优质标的，21年迎来造纸行情叠加产能扩张周期，结合“林浆纸一体化”战略的逐步推进，有望持续受益，我们维持20-22年EPS为0.75/1.41/1.33元，对应PE为20/11/11倍，维持“增持”评级

风险提示：木浆价格加速下跌，Q2建党100周年需求不及预期

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	21,768.40	22,762.70	21,732.19	30,003.23	33,857.85
营业收入增长率	15.21%	4.57%	-4.53%	38.06%	12.85%
净利润（百万元）	2,237.61	2,178.12	1,970.06	3,698.02	3,503.42
净利润增长率	10.54%	-2.66%	-9.55%	87.71%	-5.26%
EPS（元）	0.86	0.84	0.75	1.41	1.33
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.80%	14.93%	12.08%	18.71%	15.35%
P/E	18	18	20	11	11
P/B	3.1	2.7	2.4	2.0	1.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-03-25

增持（维持）

当前价：15.18元

作者

分析师：朱悦

执业证书编号：S0930520010001

021-52523798

zhuyue@ebsecn.com

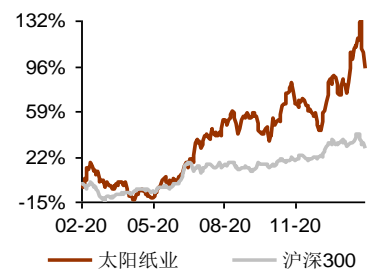
联系人：杨哲

yangz@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	26.25
总市值(亿元)	398.42
一年最低/最高(元)	7.75/21.75
近3月换手率	81.34%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.06	19.07	36.08
绝对	-13.99	16.77	68.42

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	21,768	22,763	21,732	30,003	33,858
营业成本	16,663	17,631	16,721	22,066	25,854
折旧和摊销	1,148	1,447	1,736	1,943	2,122
税金及附加	138	114	124	161	187
销售费用	750	942	1,021	1,350	1,368
管理费用	556	564	695	852	1,022
研发费用	267	412	435	600	677
财务费用	720	573	464	594	618
投资收益	6	22	14	18	16
营业利润	2,692	2,503	2,389	4,382	4,167
利润总额	2,720	2,594	2,411	4,438	4,206
所得税	477	396	386	710	673
净利润	2,242	2,198	2,026	3,728	3,533
少数股东损益	5	19	56	30	30
归属母公司净利润	2,238	2,178	1,970	3,698	3,503
EPS(按最新股本计)	0.86	0.84	0.75	1.41	1.33

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	4,478	4,686	2,515	3,119	5,686
净利润	2,238	2,178	1,970	3,698	3,503
折旧摊销	1,148	1,447	1,736	1,943	2,122
净营运资金增加	-816	2,576	1,591	4,050	1,004
其他	1,908	-1,516	-2,782	-6,572	-943
投资活动产生现金流	-3,038	-4,112	-3,956	-4,007	-3,034
净资本支出	-3,026	-4,057	-4,000	-4,000	-3,000
长期投资变化	137	155	0	0	0
其他资产变化	-150	-210	44	-7	-34
融资活动现金流	-2,531	80	1,326	1,809	-2,222
股本变化	-1	0	33	0	0
债务净变化	-251	2,782	2,046	2,715	-1,142
无息负债变化	1,914	-2,082	926	809	1,503
净现金流	-1,146	657	-115	921	429

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	23.5%	22.5%	23.1%	26.5%	23.6%
EBITDA 率	20.9%	20.4%	20.4%	23.2%	20.4%
EBIT 率	15.6%	14.0%	12.4%	16.7%	14.1%
税前净利润率	12.5%	11.4%	11.1%	14.8%	12.4%
归母净利润率	10.3%	9.6%	9.1%	12.3%	10.3%
ROA	7.6%	6.8%	5.5%	8.5%	7.4%
ROE (摊薄)	17.8%	14.9%	12.1%	18.7%	15.3%
经营性 ROIC	12.5%	10.1%	7.4%	11.4%	10.4%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	57%	54%	56%	55%	51%
流动比率	0.77	0.79	0.85	0.94	1.05
速动比率	0.62	0.62	0.71	0.79	0.87
归母权益/有息债务	1.29	1.17	1.12	1.15	1.42
有形资产/有息债务	2.93	2.50	2.48	2.49	2.89

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	29,523	32,295	37,034	44,049	47,506
货币资金	1,971	2,535	2,421	3,342	3,771
交易性金融资产	0	7	0	0	0
应收帐款	1,464	1,607	1,510	2,102	2,362
应收票据	3,789	333	3,260	4,500	5,079
其他应收款 (合计)	111	174	138	210	227
存货	2,168	2,456	2,299	3,098	3,592
其他流动资产	521	3,702	3,548	4,788	5,366
流动资产合计	10,783	11,233	13,741	18,675	21,206
其他权益工具	0	173	173	173	173
长期股权投资	137	155	155	155	155
固定资产	16,618	16,696	18,513	19,589	20,111
在建工程	637	2,542	2,806	3,605	3,829
无形资产	860	862	844	822	806
商誉	39	39	39	39	39
其他非流动资产	109	394	397	397	397
非流动资产合计	18,740	21,062	23,293	25,374	26,300
总负债	16,895	17,595	20,568	24,091	24,452
短期借款	5,216	8,936	10,850	13,564	12,422
应付账款	2,307	1,815	2,018	2,468	3,006
应付票据	3,213	820	2,001	1,833	2,621
预收账款	826	1,153	963	1,425	1,554
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	13,963	14,246	16,217	19,815	20,201
长期借款	1,794	1,653	2,653	2,653	2,653
应付债券	985	1,038	1,038	1,038	1,038
其他非流动负债	150	135	139	64	39
非流动负债合计	2,931	3,349	4,351	4,276	4,251
股东权益	12,628	14,700	16,466	19,958	23,054
股本	2,592	2,591	2,625	2,625	2,625
公积金	2,350	2,439	2,602	2,849	2,849
未分配利润	7,241	9,100	10,614	13,830	16,896
归属母公司权益	12,573	14,591	16,302	19,764	22,830
少数股东权益	56	108	164	194	224

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	3.45%	4.14%	4.70%	4.50%	4.04%
管理费用率	2.55%	2.48%	3.20%	2.84%	3.02%
财务费用率	3.31%	2.52%	2.14%	1.98%	1.83%
研发费用率	1.23%	1.81%	2.00%	2.00%	2.00%
所得税率	18%	15%	16%	16%	16%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.10	0.10	0.09	0.17	0.16
每股经营现金流	1.73	1.81	0.96	1.19	2.17
每股净资产	4.85	5.63	6.21	7.53	8.70
每股销售收入	8.40	8.78	8.28	11.43	12.90

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	18	18	20	11	11
PB	3.1	2.7	2.4	2.0	1.7
EV/EBITDA	10.8	11.2	12.3	8.2	8.1
股息率	0.7%	0.7%	0.6%	1.1%	1.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------