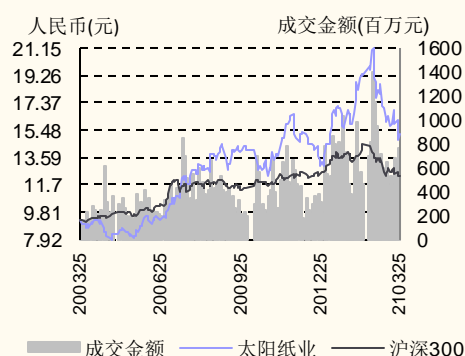


市场价格 (人民币): 16.87 元

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	26.25
已上市流通 A 股(亿股)	26.13
总市值(亿元)	442.78
年内股价最高最低(元)	21.18/7.92
沪深 300 指数	5104
深证成指	13979



## 相关报告

- 1.《发布股权激励计划草案,上下绑定强化信心-太阳纸业点评报告》,2021.3.26
- 2.《业绩符合预期,产能释放+高景气保障成长-太阳纸业-业绩快报点评...》,2021.2.28
- 3.《3Q 环比修复,盈利预期逐季改善-太阳纸业-三季报点评》,2020.10.29
- 4.《2Q 低点已过,盈利预期逐季改善-太阳纸业-中报点评》,2020.8.28
- 5.《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

尹新悦 联系人  
yinxinyue@gzq.com.cn

jiangnaue@gzq.com.cn

## 1Q 业绩超预期,景气上行量利齐升

## 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	21,568	28,551	33,969
营业收入增长率	15.21%	4.57%	-5.25%	32.37%	18.98%
归母净利润(百万元)	2,238	2,178	1,970	3,841	4,137
归母净利润增长率	10.54%	-2.66%	-9.57%	95.03%	7.70%
摊薄每股收益(元)	0.863	0.840	0.750	1.464	1.576
每股经营性现金流净额	1.73	1.75	1.85	2.29	2.45
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.80%	14.93%	12.27%	19.57%	17.60%
P/E	6.60	11.71	19.23	11.53	10.70
P/B	1.18	1.75	2.36	2.26	1.88

来源:公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 4月7日公司发布一季度业绩预告,1Q 公司实现归母净利润 10.7-11.3 亿元,同比+100%-110%,1Q 业绩超市场预期。

## 经营分析

- **产能爬坡+景气度上行,量利齐升如期兑现。**产能角度,伴随兖州 45 万吨特色文化用纸项目、14 万吨特种纸项目、老挝 80 万吨箱板纸项目的相继投产以及产能的顺利爬坡,产销量释放增厚业绩。价格角度,文化纸方面,教材招标+党政印刷需求(预计增量 6%-8%)催化短期景气度抬升,当前双胶纸/铜版纸均价 7300/7340 元/吨,较 1 月初提涨 1900/1680 元/吨,涨幅达 +35%/+30%;溶解浆受益于浆价上涨+下游粘胶短纤景气度提升,溶解浆价格加速提涨,当前价格 8700 元/吨,较 1 月初提涨 2900 元/吨,进一步提高利润弹性。
- **看好文化纸、溶解浆景气度延续带来的吨净利走阔,下半年箱板纸业绩弹性值得期待。**文化纸方面,伴随海外疫情修复带来的出口复苏、成本端浆价高位支撑,预计上半年文化纸仍将保持高景气度,公司木浆自供比率 40%左右,业绩弹性值得期待。在全球需求修复、大宗商品涨价影响下,粘胶短纤高价运行,溶解浆供求关系较好,高价位支撑性仍足。此外,受下游淡季影响,当前箱板纸价格提涨较为温和,公司在老挝 40 万吨高品质外废浆产能,叠加本部半化学浆、木屑浆合计产能接近 110 万吨作为高端箱板纸原料储备,待旺季到来有望充分受益提价红利。综合来看,预计 2Q 起业绩环比进一步上行。
- **2021 迎来产能扩张之年,林浆纸一体化进度加快。**4Q 广西一期 80 万吨化学浆、60 万吨化机浆产能落地,55 万吨文化纸、15 万吨生活用纸产能将在下半年如期投放。预计 2021 年底,公司自供浆比例将达到 81%。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今、明两年利润实现高增长。

## 盈利预测和投资建议

- 考虑到公司 1Q 业绩表现,以及对年内造纸高景气度的看好,我们将公司 2021-2022 年 EPS 上调至 1.46、1.58 元,上调幅度分别为 11.3%、5.5%,当前股价对应 PE 分别为 11.5、10.7 倍,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

- 下游需求不及预期导致纸品涨价不及预期的风险;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。

13

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	18,894	21,768	22,763	21,568	28,551	33,969	货币资金	2,437	1,971	2,535	2,563	3,277	4,012
增长率		15.2%	4.6%	-5.2%	32.4%	19.0%	应收账款	5,655	5,364	5,314	5,413	6,595	7,510
主营业务成本	-13,976	-16,663	-17,631	-16,525	-20,584	-25,142	存货	1,525	2,168	2,456	2,264	2,707	3,100
%销售收入	74.0%	76.5%	77.5%	76.6%	72.1%	74.0%	其他流动资产	811	1,280	928	1,006	1,125	1,261
毛利	4,919	5,105	5,131	5,043	7,967	8,826	流动资产	10,429	10,783	11,233	11,246	13,703	15,883
%销售收入	26.0%	23.5%	22.5%	23.4%	27.9%	26.0%	%总资产	40.0%	36.5%	34.8%	31.8%	33.5%	35.4%
营业税金及附加	-141	-138	-114	-108	-157	-221	长期投资	307	356	387	403	421	442
%销售收入	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%	固定资产	14,337	17,254	19,238	22,303	25,250	27,109
销售费用	-663	-750	-942	-1,035	-1,370	-1,630	%总资产	55.0%	58.4%	59.6%	63.0%	61.8%	60.3%
%销售收入	3.5%	3.4%	4.1%	4.8%	4.8%	4.8%	无形资产	672	909	914	933	951	968
管理费用	-580	-556	-564	-690	-771	-883	非流动资产	15,628	18,740	21,062	24,161	27,145	29,041
%销售收入	3.1%	2.6%	2.5%	3.2%	2.7%	2.6%	%总资产	60.0%	63.5%	65.2%	68.2%	66.5%	64.6%
研发费用	0	-267	-412	-388	-571	-679	<b>资产总计</b>	<b>26,056</b>	<b>29,523</b>	<b>32,295</b>	<b>35,407</b>	<b>40,848</b>	<b>44,924</b>
%销售收入	0.0%	1.2%	1.8%	1.8%	2.0%	2.0%	短期借款	6,560	6,933	9,804	11,000	10,998	10,628
息税前利润 (EBIT)	3,535	3,393	3,100	2,821	5,098	5,412	应付款项	4,432	6,641	4,043	5,026	6,582	8,108
%销售收入	18.7%	15.6%	13.6%	13.1%	17.9%	15.9%	其他流动负债	654	389	400	375	663	725
财务费用	-571	-720	-573	-534	-562	-551	流动负债	11,646	13,963	14,246	16,401	18,243	19,462
%销售收入	3.0%	3.3%	2.5%	2.5%	2.0%	1.6%	长期贷款	1,474	1,794	1,653	1,653	1,653	1,653
资产减值损失	-25	-10	69	-53	-89	-75	其他长期负债	2,113	1,138	1,696	1,177	1,177	139
公允价值变动收益	-13	12	8	7	7	7	<b>负债</b>	<b>15,232</b>	<b>16,895</b>	<b>17,595</b>	<b>19,230</b>	<b>21,072</b>	<b>21,254</b>
投资收益	2	6	22	21	21	21	<b>普通股股东权益</b>	<b>10,325</b>	<b>12,573</b>	<b>14,591</b>	<b>16,049</b>	<b>19,628</b>	<b>23,503</b>
%税前利润	0.1%	0.2%	0.8%	0.9%	0.5%	0.4%	其中：股本	2,593	2,592	2,591	2,625	2,624	2,624
营业利润	2,950	2,692	2,503	2,277	4,489	4,829	未分配利润	5,386	7,241	9,100	10,807	14,386	18,261
营业利润率	15.6%	12.4%	11.0%	10.6%	15.7%	14.2%	少数股东权益	499	56	108	128	148	167
营业外收支	-18	28	91	88	80	90	<b>负债股东权益合计</b>	<b>26,056</b>	<b>29,523</b>	<b>32,295</b>	<b>35,407</b>	<b>40,848</b>	<b>44,924</b>
税前利润	2,931	2,720	2,594	2,365	4,569	4,919	<b>比率分析</b>						
利润率	15.5%	12.5%	11.4%	11.0%	16.0%	14.5%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-681	-477	-396	-376	-708	-762	<b>每股指标</b>						
所得税率	23.2%	17.6%	15.3%	15.9%	15.5%	15.5%	每股收益	0.781	0.863	0.840	0.750	1.464	1.576
净利润	2,250	2,242	2,198	1,989	3,861	4,157	每股净资产	3.982	4.849	5.630	6.114	7.478	8.955
少数股东损益	226	5	19	20	20	20	每股经营现金净流	1.453	1.727	1.754	1.850	2.291	2.450
归属于母公司的净利润	2,024	2,238	2,178	1,970	3,841	4,137	每股股利	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100
净利率	10.7%	10.3%	9.6%	9.1%	13.5%	12.2%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	19.61%	17.80%	14.93%	12.27%	19.57%	17.60%
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	总资产收益率	7.77%	7.58%	6.74%	5.56%	9.40%	9.21%
净利润	2,250	2,242	2,198	1,989	3,861	4,157	投入资本收益率	13.05%	12.52%	9.66%	7.94%	12.87%	12.72%
少数股东损益	226	5	19	20	20	20	<b>增长率</b>						
非现金支出	1,018	1,162	1,384	1,504	1,658	1,735	主营业务收入增长率	30.71%	15.21%	4.57%	-5.25%	32.37%	18.98%
非经营收益	413	483	437	443	483	469	EBIT 增长率	72.76%	-4.01%	-8.65%	-8.97%	80.67%	6.18%
营运资金变动	86	591	527	919	11	69	净利润增长率	91.55%	10.54%	-2.66%	-9.57%	95.03%	7.70%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>3,767</b>	<b>4,478</b>	<b>4,546</b>	<b>4,857</b>	<b>6,014</b>	<b>6,430</b>	总资产增长率	29.03%	13.31%	9.39%	9.64%	15.37%	9.98%
资本开支	-3,956	-3,026	-4,057	-4,447	-4,455	-3,445	<b>资产管理能力</b>						
投资	-42	0	0	-9	-11	-14	应收账款周转天数	29.0	26.1	24.6	30.0	28.0	26.0
其他	29	-12	-54	21	21	21	存货周转天数	34.8	40.4	47.9	50.0	48.0	45.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-3,969</b>	<b>-3,038</b>	<b>-4,112</b>	<b>-4,435</b>	<b>-4,445</b>	<b>-3,438</b>	应付账款周转天数	45.9	47.6	42.7	43.0	46.0	48.0
股权募资	264	0	32	-249	0	0	固定资产周转天数	210.2	278.6	267.7	300.6	245.6	215.6
债权募资	2,156	-311	123	677	-2	-1,407	<b>偿债能力</b>						
其他	-1,173	-2,275	-73	-822	-854	-850	净负债/股东权益	69.52%	61.30%	67.70%	68.74%	52.61%	34.90%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>1,248</b>	<b>-2,586</b>	<b>82</b>	<b>-394</b>	<b>-856</b>	<b>-2,257</b>	EBIT 利息保障倍数	6.2	4.7	5.4	5.3	9.1	9.8
<b>现金净流量</b>	<b>1,045</b>	<b>-1,146</b>	<b>516</b>	<b>28</b>	<b>714</b>	<b>735</b>	资产负债率	58.46%	57.23%	54.48%	54.31%	51.59%	47.31%

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	1	9	29	39	90
增持	0	4	10	11	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.31	1.26	1.22	1.00

来源：朝阳永续

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。

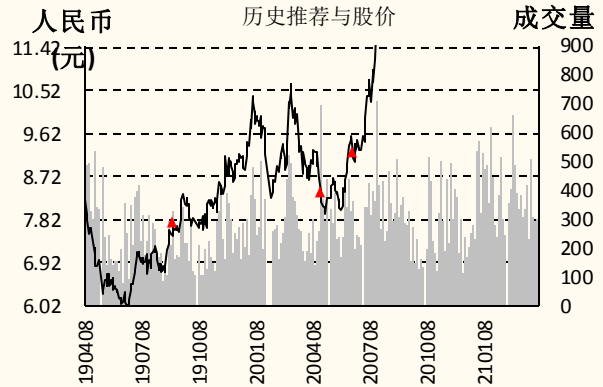
最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-08-28	买入	7.55	N/A
2	2020-04-21	买入	8.79	11.52~11.52
3	2020-05-01	买入	8.35	11.52~11.52
4	2020-06-11	买入	9.65	12.61~12.61
5	2020-08-28	买入	13.42	N/A
6	2020-10-29	买入	12.64	N/A
7	2021-02-28	买入	17.65	N/A
8	2021-03-26	买入	15.18	N/A

来源：国金证券研究所



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，不作为或被视作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：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402