

公司研究

受益于浆纸行情与产能扩张，21年Q1业绩超预期

——太阳纸业（002078.SZ）2021年一季度业绩预告点评

要点

事件：公司发布2021年Q1业绩预告，实现归母净利润10.72-11.26亿元，同比增长100%-110%，盈利改善超预期。

点评：

我们判断1Q21公司利用浆纸一体化与储备纸浆熨平部分浆价，文化纸吨毛利或明显优于行业。1Q20双胶纸/双铜纸价格同比变动0%/9%，变化不大，但1Q20因浆价下跌幅度超过纸价，行业双胶纸/双铜纸税后吨毛利为1400+/1000+元/吨左右，而1Q21由于浆价上涨过快，行业平均双胶纸/双铜纸税后吨毛利为370/500元/吨左右，根据公司1Q21的利润指引，我们推测公司吨毛利明显优于行业，而这主要得益于：（1）公司拥有30%的纸浆自给率，抵消部分成本上扬；（2）前期浆价低迷，公司对纸浆有所储备，部分熨平成本上扬。从过往实际结果上看，公司往往能消化1/2-2/3的浆价上涨。

化机浆与溶解浆价格上行增厚盈利。受益于纸浆行情与下游纺织需求复苏，1Q21化机浆均价同比上涨10%至4400元/吨，溶解浆均价同比上涨32%至7100元/吨，我们判断公司溶解浆有望从4Q20的微利提升至吨毛利1000+元/吨，成为1Q21重要的新增盈利。

3Q20以来公司累计新增155万吨浆纸产能，1H22有望突破1000万吨。公司高效的管理能力保证产能按时甚至提前投产，3Q20以来公司45万吨文化纸、80万吨箱板纸及其他各类浆纸产能30万吨陆续投产，增厚1Q21业绩。随着广西北海一期项目210万吨浆纸产能在21年末-22年上半年陆续投产，届时公司浆纸产能有望达到1054万吨。

建党100周年需求有望支撑Q2纸价表现，太阳纸业将优先受益。受益于建党100周年招标，2021年3月文化纸需求开始发力，双胶纸/双铜纸终端需求环比+98%/52%，同比+93%/31%，基本上有望支撑纸价，考虑到建党100周年招标集中于3-5月，预计Q2公司纸价及盈利仍将充分受益。

盈利预测、估值与评级：作为造纸行业优质标的，公司经营稳健，浆纸一体化的推进及纸浆储备将使公司在高浆价的环境中充分受益，当前文化纸需求较好，Q2纸价仍有支撑，同时包装纸、溶解浆等有望继续增厚业绩。我们维持20-22年EPS为0.75/1.41/1.33元，对应PE为22/12/13倍，维持“增持”评级。

风险提示：Q2文化纸需求不及预期，纸浆价格大幅回撤

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	22,763	21,732	30,003	33,858
营业收入增长率	15.21%	4.57%	-4.53%	38.06%	12.85%
净利润（百万元）	2,238	2,178	1,970	3,698	3,503
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	20	20	22	12	13
P/B	3.5	3.0	2.7	2.2	1.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-04-07

增持（维持）

当前价：16.87元

作者

分析师：朱悦

执业证书编号：S0930520010001

021-52523798

zhuyue@ebsecn.com

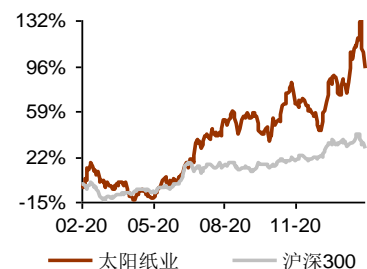
联系人：杨哲

yangz@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	26.25
总市值(亿元)	442.78
一年最低/最高(元)	7.75/21.75
近3月换手率	78.49%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-1.35	7.85	53.20
绝对	-0.88	0.41	87.58

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	20	20	22	12	13
PB	3.5	3.0	2.7	2.2	1.9
EV/EBITDA	11.8	12.1	13.3	8.9	8.8
股息率	0.6%	0.6%	0.5%	1.0%	0.9%

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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

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。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE