

公司研究

纸价提涨改善业绩，优质管理穿越牛熊

——太阳纸业（002078.SZ）2020 年年报及 2021 年一季报点评

增持（维持）

当前价：15.51 元

作者

分析师：朱悦

执业证书编号：S0930520010001

021-52523798

zhuyue@ebsecn.com

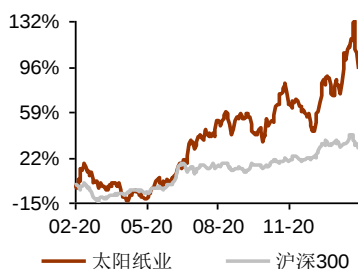
联系人：杨哲

yangz@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	26.25
总市值(亿元):	407.09
一年最低/最高(元):	8.01/21.75
近 3 月换手率:	72.21%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-3.05	-8.50	85.60
绝对	-1.34	-6.79	87.31

资料来源：Wind

相关研报

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（2021-04-07）
 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（2021-03-25）
 高 ROE 优质标的，将充分受益纸价上涨行情——太阳纸业（002078.SZ）投资价值分析报告（2021-03-21）

要点

事件：太阳纸业 2020 年实现收入 215.89 亿元，同比下滑 5.2%，实现归母净利润 19.53 亿元，同比下滑 10.3%；其中 4Q20 实现收入 59.5 亿元，同比下滑 6.5%，归母净利润 5.71 亿元，同比下滑 17.6%。1Q21 公司实现收入 76.43 亿元，同比增长 37.66%，归母净利润 11.08 亿元，同比增长 106.71%。

点评：

2020 年文化纸贡献主要收入，扩产拉动 1Q21 业绩，2Q21 纸价有望高位维稳

2020 年文化纸贡献主要收入，4Q20 以来收入跌幅收窄，1Q21 增长主要由扩产驱动。公司 2020 年非涂布文化纸/双铜纸/瓦楞箱板纸/溶解浆/化机浆实现收入 72.1/35.1/42.5/21.8/17.9 亿元，同比变动-2.4%/1.3%/4.9%/-39.3%/12.9%，文化纸（非涂布+双铜纸）贡献近 50%的收入。各类纸品创收基本符合预期，考虑到纸价自 4Q20 以来加速上行，我们判断 Q4 文化纸收入降幅收窄。1Q21 双胶纸/双铜纸均价同比上涨 0.2%/8.8%，收入却有较大幅度的同比增长，我们认为系产能扩张带动（4Q20 山东兖州投产 45 万吨文化纸）。

在建党 100 周年需求保障下，文化纸 2021 年全年均价有望同比提升 17%。自 3 月中旬起，纸浆价格转头向下，并带动文化纸价格下探，截至 2021 年 4 月 29 日，双胶纸/双铜纸价格分别为 6975/7150 元/吨，较前期高位回落 400/200 元/吨左右。我们认为当前文化纸价格继续上探概率不大，但 3-5 月正值建党 100 周年招标采购，文化纸仍有望维持高位横盘，由此 2Q21 均价有望同比上涨 30%-40%，以双胶纸为例，我们假设 2Q21 纸价均价维持在 7000 元/吨，若 Q3-Q4 均价各降低 500 元，则全年纸价仍有望同比增长 17%，太阳纸业作为文化纸龙头，在纸价回暖及产能扩张周期中有望优先受益。

包装纸产能大幅扩张，有望成为新的收入驱动

1Q21 老挝 80 万吨包装纸投产，公司该业务实现量价齐升。1Q21 公司老挝 80 万吨箱板纸投产，公司包装纸产能达到 220 万吨，阶段性超过双胶纸的 185 万吨成为公司产能最大的纸种，且 1Q21 箱板纸均价同比上涨 15%，公司充分受益。

禁废令落地是未来废纸系的政策主旋律，有望支撑全年包装纸均价。我们测算认为，尽管龙头积极布局海外产能，且东南亚进口低端纸占比提升，禁废令仍然会带来 400 万吨废纸缺口，将支撑 2021 年的废纸行情。截至 2021 年 4 月 29 日，箱板纸/瓦楞纸价格为 4760/3832 元/吨，较前期高点下降约 350/400 元，但我们判断主要是季节性回落，随着 Q3 旺季到来，纸价仍有上探可能，我们推测包装纸全年均价有望同比增长 15%左右。

纸价提升改善 1Q21 毛利，未来公司自制浆比例提升将进一步扩大盈利优势

公司 2020 年/4Q20 毛利率为 19.44%/9.20%，同比减少 3.10/16.99 pct，4Q20 毛利率大幅萎缩系 4Q20 以来浆价大幅提涨所致，但随着 2021 年纸价提速上涨，截至 2021 年 4 月 29 日，行业税后吨毛利同比提升 400 元，公司 1Q21 实现毛利率 23.44%，环比改善明显。根据以往财务数据，公司依托 30%+的自制浆比例及低价浆库存，可吸收 1/3-2/3 的浆价上涨，而随着广西 140 万吨纸浆产能在 2H21-1H22 投放，我们判断太阳纸业自制浆比例将提升至 58%，有望加强成本吸收能力，若 Q2 纸价维稳，将进一步扩大盈利优势。

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。

此外，公司在新会计准则下，运输成本从销售费用转到营业成本核算，2020 年公司还原后的销售费用率（包括运输费用）/管理费用率同比小幅增加 0.35/0.64 pct，疫情之下费率管控良好。1Q21 不包括运输费用的销售费用率 0.39%，环比下降 0.09 pct，管理费用率 3.02%，环比/同比下降 1.71/0.57 pct，我们判断系纸价上涨后的摊薄效应。

我们看好太阳优秀的管理能力，有望在同质化的造纸行业中护卫公司穿越牛熊

造纸属于典型的周期性行业，但回顾太阳的历史，即便是在纸价低迷的 2012-15 年，公司仍能通过积极的组织架构改革提升管理活力，通过事业部制、上马 ERP 项目等措施降本增效，2015 年公司毛利率较 2012 年提升 9.8 pct，带动业绩穿越牛熊。随着 2021 年 3 月公司开展新一轮的股票激励措施，我们认为太阳的管理能力和组织活力将得到进一步强化，有望在周期中稳步扩大自身份额，提升业务盈利空间。

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，管理优秀，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，考虑到当前纸价难创新高，下半年呈现回落态势概率较大，为 2022 年行情上涨腾挪价格空间，我们小幅下调 2021 年 EPS 预测为 1.40 元（原预测为 1.41 元）。公司较为优秀的管理能力有望保证北海 350 万吨浆纸项目在 2022-2023 年稳步投产，我们上调 2022 年 EPS 预测为 1.60 元（上调 20%），新增 2023 年 EPS 预测为 1.89 元，对应 PE 为 11/10/8 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。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	22,763	21,589	31,280	37,358	38,374
营业收入增长率	4.57%	-5.16%	44.89%	19.43%	2.72%
净利润（百万元）	2,178	1,953	3,686	4,201	4,951
净利润增长率	-2.66%	-10.33%	88.74%	13.96%	17.85%
EPS（元）	0.84	0.74	1.40	1.60	1.89
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.93%	12.12%	18.87%	18.06%	17.89%
P/E	18	21	11	10	8
P/B	2.8	2.5	2.1	1.7	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-29

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	22,763	21,589	31,280	37,358	38,374
营业成本	17,631	17,392	22,961	27,690	28,150
折旧和摊销	1,447	1,434	1,739	1,944	2,121
税金及附加	114	106	155	184	190
销售费用	942	103	1,470	1,681	1,328
管理费用	564	653	1,001	1,162	1,211
研发费用	412	411	626	747	767
财务费用	573	533	637	913	889
投资收益	22	17	19	18	19
营业利润	2,503	2,322	4,433	4,997	5,899
利润总额	2,594	2,378	4,455	5,037	5,930
所得税	396	410	713	806	949
净利润	2,198	1,968	3,742	4,231	4,981
少数股东损益	19	15	56	30	30
归属母公司净利润	2,178	1,953	3,686	4,201	4,951
EPS(元)	0.84	0.74	1.40	1.60	1.89

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	4,686	6,616	-2,281	3,852	7,784
净利润	2,178	1,953	3,686	4,201	4,951
折旧摊销	1,447	1,434	1,739	1,944	2,121
净营运资金增加	2,602	-2,600	9,737	4,047	335
其他	-1,542	5,829	-17,442	-6,340	376
投资活动产生现金流	-4,112	-6,261	-3,837	-4,007	-3,031
净资本支出	-4,057	-6,291	-4,000	-4,000	-3,000
长期投资变化	155	204	0	0	0
其他资产变化	-210	-175	163	-7	-31
融资活动现金流	80	-387	7,451	991	-4,612
股本变化	0	33	0	0	0
债务净变化	2,782	718	8,540	2,509	-3,154
无息负债变化	-2,082	1,314	-935	-78	183
净现金流	657	-31	1,333	836	140

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	22.5%	19.4%	26.6%	25.9%	26.6%
EBITDA 率	20.4%	20.6%	21.9%	21.1%	23.2%
EBIT 率	14.0%	14.0%	16.3%	15.9%	17.7%
税前净利润率	11.4%	11.0%	14.2%	13.5%	15.5%
归母净利润率	9.6%	9.0%	11.8%	11.2%	12.9%
ROA	6.8%	5.5%	8.0%	8.0%	9.1%
ROE (摊薄)	14.9%	12.1%	18.9%	18.1%	17.9%
经营性 ROIC	9.9%	8.6%	10.4%	10.6%	11.7%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	54%	55%	58%	56%	49%
流动比率	0.79	0.69	0.90	0.97	1.14
速动比率	0.62	0.49	0.73	0.79	0.92
归母权益/有息债务	1.17	1.22	0.90	0.96	1.31
有形资产/有息债务	2.50	2.62	2.10	2.14	2.53

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	32,295	35,866	46,951	53,143	54,605
货币资金	2,535	2,970	4,303	5,139	5,279
交易性金融资产	7	0	0	0	0
应收帐款	1,607	1,610	2,268	2,747	2,802
应收票据	333	50	4,692	5,604	5,756
其他应收款 (合计)	174	76	175	170	194
存货	2,456	2,897	3,557	4,450	4,442
其他流动资产	3,702	2,053	3,507	4,418	4,571
流动资产合计	11,233	10,001	19,001	23,105	23,644
其他权益工具	173	159	159	159	159
长期股权投资	155	204	204	204	204
固定资产	16,696	20,954	22,745	23,803	24,314
在建工程	2,542	2,435	2,726	3,545	3,784
无形资产	862	1,023	1,003	978	958
商誉	39	39	39	39	39
其他非流动资产	394	805	674	674	674
非流动资产合计	21,062	25,866	27,950	30,038	30,960
总负债	17,595	19,628	27,233	29,664	26,693
短期借款	8,936	7,764	16,713	19,222	16,068
应付账款	1,815	2,441	2,793	3,627	3,556
应付票据	820	441	825	848	937
预收账款	1,153	0	792	473	729
其他流动负债	0	154	-480	-1,076	-1,159
流动负债合计	14,246	14,402	21,198	23,763	20,814
长期借款	1,653	3,209	4,209	4,209	4,209
应付债券	1,038	830	830	830	830
其他非流动负债	135	164	-26	-161	-182
非流动负债合计	3,349	5,226	6,035	5,901	5,880
股东权益	14,700	16,239	19,718	23,479	27,912
股本	2,591	2,625	2,625	2,625	2,625
公积金	2,439	2,921	3,164	3,164	3,164
未分配利润	9,100	10,594	13,775	17,506	21,908
归属母公司权益	14,591	16,112	19,535	23,266	27,669
少数股东权益	108	127	183	213	243

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	4.14%	0.48%	4.70%	4.50%	3.46%
管理费用率	2.48%	3.02%	3.20%	3.11%	3.16%
财务费用率	2.52%	2.47%	2.04%	2.45%	2.32%
研发费用率	1.81%	1.90%	2.00%	2.00%	2.00%
所得税率	15%	17%	16%	16%	16%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.10	0.10	0.18	0.21	0.24
每股经营现金流	1.81	2.52	-0.87	1.47	2.97
每股净资产	5.63	6.14	7.44	8.86	10.54
每股销售收入	8.78	8.23	11.92	14.23	14.62

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	18	21	11	10	8
PB	2.8	2.5	2.1	1.7	1.5
EV/EBITDA	11.5	12.1	9.1	8.3	7.0
股息率	0.6%	0.6%	1.2%	1.3%	1.6%

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的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所载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