

# 业绩符合预期，静待文化纸旺季行情

## 太阳纸业(002078)

评级:	买入	股票代码:	002078
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	21.75/9.44
目标价格:		总市值(亿)	350.39
最新收盘价:	13.35	自由流通市值(亿)	348.79
		自由流通股数(百万)	2,612.67

### 事件概述

公司发布 2021 年半年度业绩预告，2021 年 H1，公司实现净利润 21.54 亿元至 22.94 亿元，同比增长 130% - 145%。基本每股收益为 0.82 元/股至 0.87 元/股。公司业绩符合我们的预期。

### 分析判断:

**▶ 新产能陆续投产叠加溶解浆景气度恢复致使公司利润大幅增长。**2020 年 12 月和 2021 年 1 月，公司老挝 120 万吨的造纸项目中的两条分别年产 40 万吨的高档包装纸生产线暨 PM1、PM2 相继投产运行。同时，公司山东兖州本部 45 万吨特色文化用纸项目于 2020 年 12 月份进入试生产阶段。公司产能实现较大幅度的释放，致使公司 2021 年上半年主要纸产品的产量、销量及收入、利润同比均实现增长。同时，国内溶解浆产品的市场景气度恢复，致使公司溶解浆产品盈利能力提升。

**▶ 文化纸价格触底，静待旺季行情。**2021 年 H1，文化纸受到进口纸冲击较大。2021 年 1-5 月累计进口 39.57 万吨，同比增加 143.44%。单 2021 年 5 月，我国双胶纸进口量约 10.96 万吨，同比增加 131.86%，不过环比减少了 6.51%。进口纸的大量涌入对文化纸市场造成了较大冲击，不过我们认为文化纸的市场价已经处于历史低位，再向下的可能性不大。同时，多家文化纸厂也发出了最低指导价函，联合稳定市场的意图明显。而在成本端，中国进口纸浆价格持续下跌，也有望释放文化纸厂盈利空间。

### 投资建议

我们认为文化纸已经触底，后续旺季行情有望提振文化纸市场行情。目前公司文化纸产能位居全国前列，而随着公司北海基地的开工建设，未来有望继续提高其市场占有率。我们维持公司的盈利预测不变，2021 年-2023 年公司将实现收入 323.55/370.88/402.99 亿元，归母净利润为 36.56/41.42/45.88 亿元，对应的 EPS 为 1.39/1.58/1.75 元/股，继续给予“买入”评级。

### 风险提示

1) 文化纸需求低于预期。2) 原材料大幅上涨导致溶解浆利润降低。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	22,763	21,589	32,355	37,088	40,299
YoY (%)	4.6%	-5.2%	49.9%	14.6%	8.7%
归母净利润(百万元)	2,178	1,953	3,656	4,142	4,588
YoY (%)	-2.7%	-10.3%	87.2%	13.3%	10.8%
毛利率 (%)	22.5%	19.4%	22.0%	21.6%	22.9%
每股收益(元)	0.83	0.74	1.39	1.58	1.75

ROE	14.9%	12.1%	18.7%	17.7%	16.6%
市盈率	18.69	20.84	11.13	9.83	8.87

资料来源: wind, 华西证券研究所

**分析师: 戚志圣**

邮箱: qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

联系电话:

**分析师: 徐林锋**

邮箱: xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系电话:

**分析师: 杨维维**

邮箱: yangww@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520080001

联系电话:

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	21,589	32,355	37,088	40,299	净利润	1,968	3,686	4,174	4,624
YoY (%)	-5.2%	49.9%	14.6%	8.7%	折旧和摊销	1,435	808	738	761
营业成本	17,392	25,226	29,071	31,052	营运资金变动	2,659	-195	24	-30
营业税金及附加	106	161	183	199	经营活动现金流	6,616	4,631	5,371	5,923
销售费用	103	178	189	383	资本开支	-6,291	30	-989	-29
管理费用	653	1,181	1,231	1,531	投资	-18	0	0	0
财务费用	533	325	354	388	投资活动现金流	-6,261	46	-971	-9
资产减值损失	-59	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	17	16	19	20	债务募资	13,598	2,000	2,000	2,000
营业利润	2,322	4,670	5,314	5,926	筹资活动现金流	-387	1,346	1,256	1,166
营业外收支	57	55	38	3	现金净流量	-31	6,024	5,657	7,080
利润总额	2,378	4,725	5,352	5,929					
所得税	410	1,040	1,177	1,304	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
净利润	1,968	3,686	4,174	4,624	<b>成长能力 (%)</b>				
归属于母公司净利润	1,953	3,656	4,142	4,588	营业收入增长率	-5.2%	49.9%	14.6%	8.7%
YoY (%)	-10.3%	87.2%	13.3%	10.8%	净利润增长率	-10.3%	87.2%	13.3%	10.8%
每股收益	0.74	1.39	1.58	1.75	<b>盈利能力 (%)</b>				
					毛利率	19.4%	22.0%	21.6%	22.9%
					净利率	9.1%	11.4%	11.3%	11.5%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	总资产收益率 ROA	5.4%	8.4%	8.2%	8.0%
货币资金	2,970	8,994	14,650	21,730	净资产收益率 ROE	12.1%	18.7%	17.7%	16.6%
预付款项	346	501	578	617	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	2,897	4,201	4,842	5,172	流动比率	<b>0.69</b>	<b>0.99</b>	<b>1.16</b>	<b>1.35</b>
其他流动资产	3,789	4,654	5,035	5,293	速动比率	0.47	0.74	0.91	1.11
流动资产合计	10,001	18,351	25,105	32,812	现金比率	0.21	0.49	0.68	0.90
长期股权投资	204	204	204	204	资产负债率	54.7%	54.7%	53.3%	51.3%
固定资产	20,954	21,671	21,458	21,721	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	1,023	1,014	1,009	1,001	总资产周转率	0.60	0.75	0.74	0.70
非流动资产合计	25,866	25,073	25,355	24,610	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	35,866	43,424	50,460	57,422	每股收益	0.74	1.39	1.58	1.75
短期借款	7,764	9,764	11,764	13,764	每股净资产	6.14	7.43	8.91	10.56
应付账款及票据	2,881	4,179	4,816	5,144	每股经营现金流	2.52	1.76	2.05	2.26
其他流动负债	3,756	4,589	5,073	5,342	每股股利	0.00	0.10	0.10	0.10
流动负债合计	14,402	18,532	21,654	24,251	<b>估值分析</b>				
长期借款	3,209	3,209	3,209	3,209	PE	20.84	11.13	9.83	8.87
其他长期负债	2,017	2,017	2,017	2,017	PB	2.35	2.09	1.74	1.47
非流动负债合计	5,226	5,226	5,226	5,226					
负债合计	19,628	23,758	26,880	29,477					
股本	2,625	2,625	2,625	2,625					
少数股东权益	127	156	189	225					
股东权益合计	16,239	19,665	23,580	27,945					
负债和股东权益合计	35,866	43,424	50,460	57,422					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

**徐林锋：**轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，8年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

**戚志圣：**轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，5年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

**杨维维：**轻工行业分析师。2020年7月加盟华西证券，3年从业经验。厦门大学资产评估硕士，重庆大学管理学学士

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。