

## 太阳纸业 (002078.SZ) 买入 (维持评级)

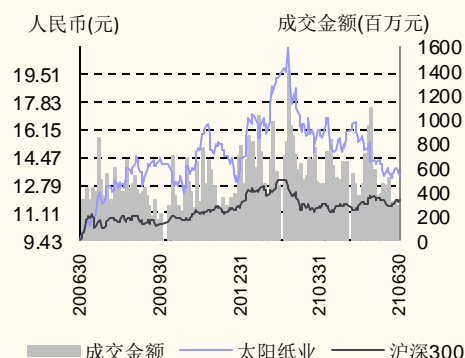
公司点评

市场价格 (人民币): 13.35 元

## 2Q 业绩略超预期, 静待旺季到来

## 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)	350.39
年内股价最高最低(元)	21.18/9.43
沪深 300 指数	5224
深证成指	15162



## 公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	22,763	21,589	29,728	33,893	39,085
营业收入增长率	4.57%	-5.16%	37.70%	14.01%	15.32%
归母净利润(百万元)	2,178	1,953	4,121	4,547	5,059
归母净利润增长率	-2.66%	-10.33%	110.99%	10.34%	11.25%
摊薄每股收益(元)	0.840	0.744	1.570	1.732	1.927
每股经营性现金流净额	1.75	2.46	1.65	2.89	2.96
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.93%	12.12%	20.64%	18.75%	17.42%
P/E	11.71	19.40	8.50	7.71	6.93
P/B	1.75	2.35	1.75	1.45	1.21

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 6月30日公司发布半年报业绩预告, 1H2021 公司实现归母净利润 21.5-22.9 亿元, 同比+130%-145%, 其中 2Q 实现归母净利 10.5-11.9 亿元, 同比+161.2%-196.3%。2Q 业绩略超预期。

## 经营分析

- 原材料价格回落+需求进入淡季, 2Q 文化纸价格前高后低。**2Q 归母净利环比-5.7%+7.1%, 同比+161.2%-196.3%。价格方面, 受益 1Q 文化纸旺季涨价落实+去年低基数影响, 2Q 双胶纸/铜版纸均价 6650/6845 元/吨, 同比+1100/+1570 元/吨 (涨幅+15.0%/+21.4%), 较 1Q 环比+270/+450 元/吨; 溶解浆高景气度保持, 价格维持高位, 当前价格 8600 元/吨, 较 3 月底提滑 700 元/吨, 进一步提高利润弹性。当前文化纸价格表现平淡, 较 3 月底下滑 1770 元/吨 (幅度-24.2%)。
- 静待 3Q 文化纸价格触底回升, 箱板纸业绩弹性值得期待。**原材料角度, 3 月起木浆价格触顶回落, 当前阔叶浆价格较 3 月底下滑 670 元/吨, 鉴于 8 月巴西 200 万吨阔叶浆产能投放, 我们认为浆价有望延续走低的态势, 但幅度预计有限。文化纸方面, 当前处于经销商消化库存阶段, 伴随 9 月学汛到来, 文化纸在需求改善的刺激下, 价格有望触底回升, 吨净利有望重拾升势。箱瓦纸方面, 5 月初以来箱瓦纸价格进入缓慢提价区间, 当前公司拥有高端箱瓦纸产能 220 万吨, 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 8 月底旺季到来有望充分受益提价红利。
- 新产能有序释放, 林浆纸一体化进度加快。**4Q 广西一期 80 万吨化学浆、20 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如期投放。预计 2021 年底公司纸产能超过 600 万吨, 自供浆比例将超过 80%。广西三期项目已进入环评公示期, 176 万吨浆纸产能预计于 22 年底投放, 新产能释放&产业链完善, 中长期成长可期。

## 盈利预测和投资建议

- 考虑到后续对原料成本、纸价的综合判断, 我们上调 2021-2022 年 EPS 至 1.57/1.73 元, 上调幅度为 7.2%/9.9%, 预计公司 2023 年 EPS 为 1.93 元, 当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 8.5/7.7/6.9 倍, 考虑到太阳纸业作为国内造纸龙头, 林浆纸一体化有望显著降低周期属性, 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。

## 相关报告

- 《1Q 业绩超预期, 景气上行量利齐升-太阳纸业一季报点评》, 2021.4.7
- 《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
- 《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
- 《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
- 《2Q 低点已过, 盈利预期逐季改善-太阳纸业-中报点评》, 2020.8.28

尹新悦 联系人  
yinxinyue@gjzq.com.cn

jiangnao@gjzq.com.cn

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)							
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
<b>主营业务收入</b>	<b>21,768</b>	<b>22,763</b>	<b>21,589</b>	<b>29,728</b>	<b>33,893</b>	<b>39,085</b>	货币资金	1,971	2,535	2,970	3,005	2,670	3,150	
增长率	4.6%	-5.2%	37.7%	14.0%	15.3%		应收账款	5,364	5,314	3,324	7,447	7,813	8,623	
<b>主营业务成本</b>	<b>-16,663</b>	<b>-17,631</b>	<b>-17,392</b>	<b>-21,066</b>	<b>-24,351</b>	<b>-28,596</b>	存货	2,168	2,456	2,897	2,886	3,202	3,526	
%销售收入	76.5%	77.5%	80.6%	70.9%	71.8%	73.2%	其他流动资产	1,280	928	810	1,097	1,231	1,358	
<b>毛利</b>	<b>5,105</b>	<b>5,131</b>	<b>4,196</b>	<b>8,661</b>	<b>9,542</b>	<b>10,489</b>	流动资产	10,783	11,233	10,001	14,435	14,916	16,656	
%销售收入	23.5%	22.5%	19.4%	29.1%	28.2%	26.8%	%总资产	36.5%	34.8%	27.9%	34.1%	32.7%	33.9%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-138</b>	<b>-114</b>	<b>-106</b>	<b>-149</b>	<b>-186</b>	<b>-254</b>	长期投资	356	387	416	632	850	1,071	
%销售收入	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%	固定资产	17,254	19,238	23,390	26,113	28,742	30,302	
<b>销售费用</b>	<b>-750</b>	<b>-942</b>	<b>-103</b>	<b>-1,427</b>	<b>-1,627</b>	<b>-1,876</b>	%总资产	58.4%	59.6%	65.2%	61.8%	63.0%	61.7%	
%销售收入	3.4%	4.1%	0.5%	4.8%	4.8%	4.8%	无形资产	909	914	1,078	1,092	1,105	1,119	
<b>管理费用</b>	<b>-556</b>	<b>-564</b>	<b>-653</b>	<b>-951</b>	<b>-915</b>	<b>-1,016</b>	非流动资产	18,740	21,062	25,866	27,837	30,697	32,492	
%销售收入	2.6%	2.5%	3.0%	3.2%	2.7%	2.6%	%总资产	63.5%	65.2%	72.1%	65.9%	67.3%	66.1%	
<b>研发费用</b>	<b>-267</b>	<b>-412</b>	<b>-411</b>	<b>-535</b>	<b>-678</b>	<b>-782</b>	<b>资产总计</b>	<b>29,523</b>	<b>32,295</b>	<b>35,866</b>	<b>42,272</b>	<b>45,613</b>	<b>49,148</b>	
%销售收入	1.2%	1.8%	1.9%	1.8%	2.0%	2.0%	短期借款	6,933	9,804	9,173	10,738	8,455	6,483	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>3,393</b>	<b>3,100</b>	<b>2,924</b>	<b>5,599</b>	<b>6,136</b>	<b>6,561</b>	应付款项	5,815	2,890	3,382	5,228	6,334	7,561	
%销售收入	15.6%	13.6%	13.5%	18.8%	18.1%	16.8%	其他流动负债	1,215	1,553	1,846	2,009	2,246	2,563	
<b>财务费用</b>	<b>-720</b>	<b>-573</b>	<b>-533</b>	<b>-757</b>	<b>-782</b>	<b>-626</b>	流动负债	13,963	14,246	14,402	17,975	17,035	16,607	
%销售收入	3.3%	2.5%	2.5%	2.5%	2.3%	1.6%	长期贷款	1,794	1,653	3,209	3,209	3,209	3,209	
<b>资产减值损失</b>	<b>-10</b>	<b>71</b>	<b>91</b>	<b>-73</b>	<b>-96</b>	<b>-82</b>	其他长期负债	1,138	1,696	2,017	994	994	164	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>12</b>	<b>8</b>	<b>-18</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>负债</b>	<b>16,895</b>	<b>17,595</b>	<b>19,628</b>	<b>22,178</b>	<b>21,238</b>	<b>19,980</b>	
<b>投资收益</b>	<b>6</b>	<b>22</b>	<b>17</b>	<b>21</b>	<b>21</b>	<b>21</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>12,573</b>	<b>14,591</b>	<b>16,112</b>	<b>19,967</b>	<b>24,248</b>	<b>29,041</b>	
%税前利润	0.2%	0.8%	0.7%	0.4%	0.4%	0.4%	其中：股本	2,592	2,591	2,625	2,658	2,658	2,658	
<b>营业利润</b>	<b>2,692</b>	<b>2,503</b>	<b>2,322</b>	<b>4,812</b>	<b>5,301</b>	<b>5,897</b>	未分配利润	7,241	9,100	10,594	14,449	18,730	23,523	
<b>营业利润率</b>	<b>12.4%</b>	<b>11.0%</b>	<b>10.8%</b>	<b>16.2%</b>	<b>15.6%</b>	<b>15.1%</b>	少数股东权益	56	108	127	127	127	127	
<b>营业外收支</b>	<b>28</b>	<b>91</b>	<b>57</b>	<b>88</b>	<b>80</b>	<b>90</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>29,523</b>	<b>32,295</b>	<b>35,866</b>	<b>42,272</b>	<b>45,613</b>	<b>49,148</b>	
<b>税前利润</b>	<b>2,720</b>	<b>2,594</b>	<b>2,378</b>	<b>4,900</b>	<b>5,381</b>	<b>5,987</b>	<b>比率分析</b>		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>利润率</b>	<b>12.5%</b>	<b>11.4%</b>	<b>11.0%</b>	<b>16.5%</b>	<b>15.9%</b>	<b>15.3%</b>	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-477</b>	<b>-396</b>	<b>-410</b>	<b>-779</b>	<b>-834</b>	<b>-928</b>	每股收益	0.863	0.840	0.744	1.570	1.732	1.927	
<b>所得税率</b>	<b>17.6%</b>	<b>15.3%</b>	<b>17.3%</b>	<b>15.9%</b>	<b>15.5%</b>	<b>15.5%</b>	每股净资产	4.849	5.630	6.137	7.607	9.238	11.065	
<b>净利润</b>	<b>2,242</b>	<b>2,198</b>	<b>1,968</b>	<b>4,121</b>	<b>4,547</b>	<b>5,059</b>	每股经营现金净流	1.727	1.754	2.463	1.655	2.895	2.960	
<b>少数股东损益</b>	<b>5</b>	<b>19</b>	<b>15</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	每股股利	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>2,238</b>	<b>2,178</b>	<b>1,953</b>	<b>4,121</b>	<b>4,547</b>	<b>5,059</b>	<b>回报率</b>							
<b>净利率</b>	<b>10.3%</b>	<b>9.6%</b>	<b>9.0%</b>	<b>13.9%</b>	<b>13.4%</b>	<b>12.9%</b>	净资产收益率	17.80%	14.93%	12.12%	20.64%	18.75%	17.42%	
							总资产收益率	7.58%	6.74%	5.45%	9.75%	9.97%	10.29%	
							投入资本收益率	12.52%	9.66%	8.21%	13.50%	14.06%	14.27%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	15.21%	4.57%	-5.16%	37.70%	14.01%	15.32%	
							EBIT增长率	-4.01%	-8.65%	-5.67%	91.50%	9.59%	6.93%	
							净利润增长率	10.54%	-2.66%	-10.33%	110.99%	10.34%	11.25%	
							总资产增长率	13.31%	9.39%	11.06%	17.86%	7.90%	7.75%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	26.1	24.6	27.2	30.0	28.0	26.0	
							存货周转天数	40.4	47.9	56.2	50.0	48.0	45.0	
							应付账款周转天数	47.6	42.7	44.7	43.0	46.0	48.0	
							固定资产周转天数	278.6	267.7	354.3	266.2	245.6	218.2	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	61.30%	67.70%	63.07%	58.58%	40.30%	22.43%	
							EBIT利息保障倍数	4.7	5.4	5.5	7.4	7.8	10.5	
							资产负债率	57.23%	54.48%	54.72%	52.47%	46.56%	40.65%	

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	3	9	25	56	98
增持	0	1	4	9	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.10	1.14	1.14	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。

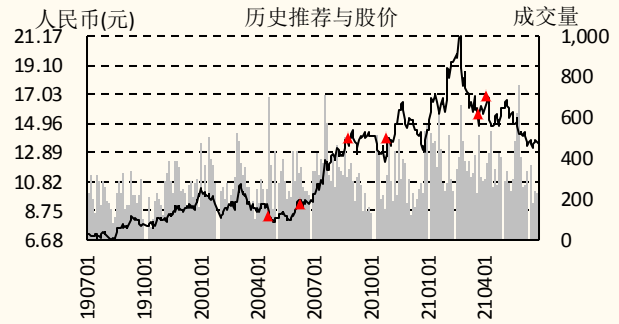
最终评分与平均投资建议对照：

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	2020-04-21	买入	8.79	11.52~11.52
2	2020-05-01	买入	8.35	11.52~11.52
3	2020-06-11	买入	9.65	12.61~12.61
4	2020-08-28	买入	13.42	N/A
5	2020-10-29	买入	12.64	N/A
6	2021-02-28	买入	17.65	N/A
7	2021-03-26	买入	15.18	N/A
8	2021-04-07	买入	16.49	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