太阳纸业（002078.SZ）

2021 年 07 月 01 日

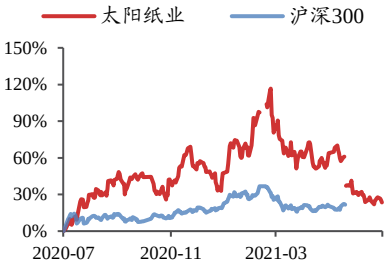
2021H1 业绩符合预期，新产能释放强化成长属性

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2021/6/30
当前股价(元)	13.35
一年最高最低(元)	21.75/9.47
总市值(亿元)	350.39
流通市值(亿元)	348.79
总股本(亿股)	26.25
流通股本(亿股)	26.13
近 3 个月换手率(%)	70.45

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-Q1 业绩符合预期，盈利能力提升、产能加快释放》-2021.4.30

《公司信息更新报告-2020 年业绩符合预期，行业景气度加快恢复》-2021.4.25

《公司信息更新报告-Q1 单季盈利创新高，成长属性与周期共振》-2021.4.8

吕明（分析师）
lvming@kysec.cn
证书编号：S0790520030002

王宇俊（联系人）
wangyujun@kysec.cn
证书编号：S0790120080064

● **2021H1 业绩符合预期，新产能释放强化公司成长属性，维持“买入”评级**

公司发布 2021 年半年度业绩预告，2021H1 公司归母净利润为 21.54-22.94 亿元，同比增长 130%-145%，行业集中度提升，周期属性进一步弱化，新增产能释放、溶解浆价格上涨提升盈利弹性，公司业绩符合预期，维持盈利预测不变，我们预计公司 2021-2023 年归母净利润为 38.76/45.66/51.48 亿元，对应 EPS 分别为 1.48/1.74/1.96 元，当前股价对应 PE 为 10.6/9.0/8.0 倍，维持“买入”评级。

● **国内溶解浆景气度恢复带来盈利弹性，文化纸竞争格局优化**

报告期内受到木浆、下游粘胶以及棉花价格影响，国内溶解浆价格上涨并维持高位，溶解浆价格最高达到 8500 元/吨以上，公司拥有山东济宁、山东邹城、老挝三大溶解浆生产线，溶解浆产能合计达到约 80 万吨，产能规模位居全国领先地位，目前公司溶解浆产能利用率将近 100%，预计溶解浆景气度恢复将为公司带来较为客观的盈利弹性。2021Q2 文化纸需求有所回落，中小纸厂面临淘汰，文化纸赛道中头部企业话语权提高，行业格局进一步优化，随着 2021 年下半年文化纸旺季来临，文化纸行业需求有望提升。

● **新投产项目产能陆续释放，林浆纸一体化项目带来成本优势**

2020Q3 以来山东、老挝项目已相继顺利投产，新增牛皮箱板纸、非涂布文化用纸、特种纸、生活用纸等纸品产能近 140 万吨，广西北海项目一期已进入实施阶段，将于 2021 年下半年至 2022 年上半年陆续投产，预计全部项目投产后，公司造纸产能将达到 606 万吨，纸浆产能将达到 450 万吨。新项目投产为公司带来较大产能释放空间并提高业绩弹性。伴随公司林浆纸一体化项目逐步投产，在进一步扩张产能的同时，有助于扩大公司在造纸原材料和制浆木片上的成本优势，公司木浆自给率已达到 48.9%，林木方面，截至 2020 年年底，公司林场面积达到 6 万多公顷，预计 2021 年将增加 1 万公顷以上，造纸行业头部企业向产业链上游延伸已成为趋势，公司积极发展林浆纸一体化项目，成本优势有望进一步增加。

● **风险提示：**需求恢复不及预期，原材料价格波动，公司产能不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	22,763	21,589	31,538	37,120	40,367
YOY(%)	4.6	-5.2	46.1	17.7	8.7
归母净利润(百万元)	2,178	1,953	3,876	4,566	5,148
YOY(%)	-2.7	-10.3	98.5	17.8	12.8
毛利率(%)	22.5	19.4	24.5	26.0	25.7
净利率(%)	9.6	9.0	12.3	12.3	12.8
ROE(%)	14.9	12.1	20.0	19.0	17.8
EPS(摊薄/元)	0.83	0.74	1.48	1.74	1.96
P/E(倍)	18.9	21.1	10.6	9.0	8.0
P/B(倍)	2.9	2.6	2.1	1.7	1.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	11233	10001	13591	12231	15740
现金	2535	2970	2447	2881	3133
应收票据及应收账款	1941	1660	3600	2591	4141
其他应收款	174	76	289	140	327
预付账款	418	346	770	543	885
存货	2456	2897	4432	4023	5202
其他流动资产	3709	2053	2053	2053	2053
非流动资产	21062	25866	32947	35904	36597
长期投资	155	204	273	344	416
固定资产	16696	20954	27549	30337	31127
无形资产	862	1023	1095	1179	1261
其他非流动资产	3349	3684	4030	4044	3794
资产总计	32295	35866	46538	48135	52338
流动负债	14246	14402	21142	19050	19370
短期借款	8936	7764	11453	11102	8495
应付票据及应付账款	2635	2881	4671	4042	5465
其他流动负债	2675	3756	5018	3906	5410
非流动负债	3349	5226	5425	4755	3677
长期借款	2690	4039	4238	3568	2490
其他非流动负债	659	1187	1187	1187	1187
负债合计	17595	19628	26567	23805	23046
少数股东权益	108	127	246	301	377
股本	2591	2625	2625	2625	2625
资本公积	1570	1851	1851	1851	1851
留存收益	9969	11663	15162	19213	23783
归属母公司股东权益	14591	16112	19726	24029	28915
负债和股东权益	32295	35866	46538	48135	52338

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	4686	6616	5774	7634	8099
净利润	2198	1968	3995	4621	5224
折旧摊销	1453	1435	1743	2198	2481
财务费用	573	533	756	873	757
投资损失	-22	-17	-12	-14	-16
营运资金变动	523	2655	-712	-45	-350
其他经营现金流	-40	41	3	0	3
投资活动现金流	-4112	-6261	-8816	-5142	-3161
资本支出	4091	6309	7012	2886	622
长期投资	0	-18	-69	-72	-72
其他投资现金流	-20	29	-1873	-2327	-2611
筹资活动现金流	80	-387	-1168	-1708	-2078
短期借款	3720	-1172	0	0	0
长期借款	-88	1349	199	-670	-1079
普通股增加	-0	33	0	0	0
资本公积增加	29	282	0	0	0
其他筹资现金流	-3581	-879	-1367	-1038	-1000
现金净增加额	657	-31	-4211	784	2859

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	22763	21589	31538	37120	40367
营业成本	17631	17392	23811	27471	29975
营业税金及附加	114	106	187	206	216
营业费用	942	103	804	1262	1292
管理费用	564	653	757	1206	1251
研发费用	412	411	378	594	655
财务费用	573	533	756	873	757
资产减值损失	-69	-59	0	0	0
其他收益	28	31	0	0	0
公允价值变动收益	8	-18	-3	-0	-3
投资净收益	22	17	12	14	16
资产处置收益	-9	-8	0	0	0
营业利润	2503	2322	4853	5521	6234
营业外收入	93	66	55	63	69
营业外支出	3	9	16	9	9
利润总额	2594	2378	4892	5575	6294
所得税	396	410	897	954	1069
净利润	2198	1968	3995	4621	5224
少数股东损益	19	15	119	56	76
归母净利润	2178	1953	3876	4566	5148
EBITDA	4690	4462	7272	8505	9378
EPS(元)	0.83	0.74	1.48	1.74	1.96

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	4.6	-5.2	46.1	17.7	8.7
营业利润(%)	-7.0	-7.2	109.0	13.8	12.9
归属于母公司净利润(%)	-2.7	-10.3	98.5	17.8	12.8
获利能力					
毛利率(%)	22.5	19.4	24.5	26.0	25.7
净利率(%)	9.6	9.0	12.3	12.3	12.8
ROE(%)	14.9	12.1	20.0	19.0	17.8
ROIC(%)	9.9	8.2	12.0	12.7	13.5
偿债能力					
资产负债率(%)	54.5	54.7	57.1	49.5	44.0
净负债比率(%)	72.2	70.4	77.5	58.1	34.9
流动比率	0.8	0.7	0.6	0.6	0.8
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	6.3	12.0	12.0	12.0	12.0
应付账款周转率	4.3	6.3	6.3	6.3	6.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.83	0.74	1.48	1.74	1.96
每股经营现金流(最新摊薄)	1.79	2.52	2.20	2.91	3.09
每股净资产(最新摊薄)	5.46	6.07	7.44	9.08	10.94
估值比率					
P/E	18.9	21.1	10.6	9.0	8.0
P/B	2.9	2.6	2.1	1.7	1.4
EV/EBITDA	11.1	11.8	7.8	6.5	5.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn