

2021年07月02日

证券分析师 张潇

执业证号: S0600521050003

zhangxiao@dwzq.com.cn

证券分析师 邹文婕

执业证号: S0600521060001

zouwj@dwzq.com

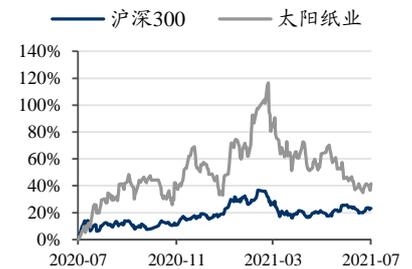
中报延续高增，看好文化纸 Q3 触底反弹 买入（首次）

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	21,589	32,124	35,625	38,903
同比 (%)	-5.2%	48.8%	10.9%	9.2%
归母净利润 (百万元)	1,953	4,032	4,353	4,560
同比 (%)	-10.3%	106.4%	8.0%	4.7%
每股收益 (元/股)	0.74	1.54	1.66	1.74
P/E (倍)	18.59	9.00	8.34	7.96

投资要点

- **事件:** 公司披露 2021 年半年度业绩预告, 预计实现归母净利润 21.54-22.94 亿元, 同比+130%-145%; 其中 Q2 预计实现归母净利润 10.46-11.86 亿元, 同比+161%-196%, 业绩符合市场预期。
- **Q2 溶解浆维持高景气度, 继续看好全年利润兑现。** 根据 CCFEI 数据, 20Q1-3 溶解浆价格维持在 5300-5400 元的低位, 20Q3 起溶解浆价格随着纸浆价格反弹。21Q2 溶解浆报价维持在 8600-8700 元高位, 较底部上涨 60-65%。公司 20 年溶解浆业务毛利率为-3.53%, 我们测算 2020 年溶解浆单吨亏损 500-800 元, 21Q2 溶解浆吨盈利约 1500-1800 元。后续来看, 我们看好溶解浆全年盈利水平维持高位: 1) 下游粘胶纤维产业链景气度维持高位, 需求良好; 2) 湖南骏泰 (产能 30 万吨/年)、福建青山 (产能 10 万吨/年)、安徽华泰 (产能 10 万吨/年) 等产能处于排产纸浆状态, 公司邹城 30 万吨产能交替生产溶解浆和本色浆, 供给端偏紧且公司可通过合理排产计划对国内溶解浆供给进行调节; 3) 原材料木片价格较为稳定, 根据公司公告, 2020 年公司木片采购均价为 0.11 万元/吨, 2021Q1 采购均价为 0.12 亿元/吨, 木片价格波动较为平稳。假设公司全年溶解浆产量为 50 万吨, 相比 2020 年, 我们测算溶解浆带来的利润弹性可达 10-12 亿元。
- **判断文化纸盈利触底, Q3 旺季提价可期。** 21 年上半年文化纸价格经历急涨急跌, 21Q1 在浆价上涨及党建需求催化下, 文化纸价格从年初的 5500 元上涨至 7300 元; 21Q2 海外疫情反复, 进口成品纸冲击下文化纸价持续下跌至年初低位。21Q2 文化纸跌幅高于浆价跌幅, 根据卓创资讯, 截至 6 月 30 日, 行业双胶纸税前吨毛利约为 90 元, 处于 2016 年至今的底部区间。后续来看, Q3 末至 Q4 为文化纸传统旺季, 我们认为建党 100 周年的宣传需求将持续释放, 同时进口成品纸冲击边际改善, 文化纸盈利水平基本见底, 有望于 Q3 反弹。
- **废纸系景气度上行, 原材料优势突出。** 21 年 5-6 月废纸系价格持续上涨, 广东煤改气政策下我们预计 7 月箱板纸价格上涨斜率将增大。此外, 外废停止进口带来结构化行情, 高端纸种景气度优于低端纸种。公司老挝 80 万吨箱板纸全部为高端品种, 国内 160 万吨箱板纸也以中高端为主。公司国内箱板纸产能配套 20 万吨针叶本色浆、50 万吨半化学浆及 40 万吨老挝废纸浆, 邹城 30 万吨溶解浆产能也可转产本色浆, 原材料布局领先, 有较大机会受益于中高端成品纸的结构化行情。
- **盈利预测与投资评级:** 公司林浆纸一体化布局以及较为完善的产品结构抚平价格波动, 成长性凸显。中长期看, 老挝自有林地逐渐进入轮伐期, 成本优势持续加强, 我们预计公司 21-23 年净利润分别为 40.3、43.5、45.6 亿元, 对应 PE9.0、8.3、8.0X。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 进口纸冲击, 原材料价格波动, 产能投放推迟等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.83
一年最低/最高价	9.47/21.75
市净率(倍)	2.12
流通 A 股市值(百万元)	36133.55

基础数据

每股净资产(元)	6.51
资产负债率(%)	55.16
总股本(百万股)	2624.70
流通 A 股(百万股)	2612.69

相关研究

太阳纸业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	10,001	17,864	20,361	26,026	营业收入	21,589	32,124	35,625	38,903
现金	2,970	6,723	10,183	14,490	减:营业成本	17,392	24,916	28,148	31,007
应收账款	1,660	5,479	4,361	5,365	营业税金及附加	106	191	198	208
存货	2,897	2,579	3,224	3,040	营业费用	103	154	135	147
其他流动资产	2,474	3,082	2,594	3,132	管理费用	1,063	1,381	1,425	1,595
非流动资产	25,866	24,931	25,589	27,238	研发费用	411	578	570	661
长期股权投资	204	275	348	421	财务费用	533	570	403	364
固定资产	20,954	20,619	21,446	23,318	资产减值损失	59	67	93	97
在建工程	2,435	1,697	1,374	1,001	加:投资净收益	17	15	18	17
无形资产	1,023	1,095	1,179	1,261	其他收益	31	0	0	0
其他非流动资产	1,249	1,245	1,241	1,237	资产处置收益	-8	-6	-8	-7
资产总计	35,866	42,795	45,950	53,264	营业利润	2,322	4,852	5,232	5,491
流动负债	14,402	18,518	18,279	21,890	加:营业外净收支	57	58	68	61
短期借款	7,764	6,764	7,564	8,064	利润总额	2,378	4,910	5,301	5,552
应付账款	2,881	7,598	6,945	9,075	减:所得税费用	410	847	915	958
其他流动负债	3,756	4,156	3,770	4,751	少数股东损益	15	30	33	34
非流动负债	5,226	4,238	3,509	2,880	归属母公司净利润	1,953	4,032	4,353	4,560
长期借款	4,039	3,051	2,322	1,693	EBIT	3,026	5,322	5,570	5,722
其他非流动负债	1,187	1,187	1,187	1,187	EBITDA	4,462	6,820	7,193	7,555
负债合计	19,628	22,756	21,788	24,770	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	127	157	190	225	每股收益(元)	0.74	1.54	1.66	1.74
归属母公司股东权益	16,112	19,881	23,972	28,269	每股净资产(元)	6.07	7.50	9.06	10.70
负债和股东权益	35,866	42,795	45,950	53,264	发行在外股份(百万股)	2625	2625	2625	2625
					ROIC(%)	9.5%	18.6%	18.9%	19.6%
					ROE(%)	12.1%	20.3%	18.2%	16.1%
现金流量表 (百万元)									
	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	19.4%	22.4%	21.0%	20.3%
经营活动现金流	6,616	7,732	6,305	8,489	销售净利率(%)	9.0%	12.6%	12.2%	11.7%
投资活动现金流	-6,261	-558	-2,271	-3,477	资产负债率(%)	54.7%	53.2%	47.4%	46.5%
筹资活动现金流	-387	-3,421	-575	-706	收入增长率(%)	-5.2%	48.8%	10.9%	9.2%
现金净增加额	-31	3,754	3,459	4,307	净利润增长率(%)	-10.5%	106.4%	8.0%	4.7%
折旧和摊销	1,435	1,499	1,623	1,833	P/E	18.59	9.00	8.34	7.96
资本开支	6,309	-1,006	585	1,576	P/B	2.28	1.84	1.53	1.29
营运资本变动	2,655	1,608	-97	1,704	EV/EBITDA	10.73	6.09	5.31	4.48

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>