

# 太阳纸业（002078）：产能持续扩张，关注旺季行业景气度回升

2021年09月01日

推荐/维持

太阳纸业 公司报告

**事件：**公司公布中期业绩。2021年上半年公司实现收入158.13亿元，同比+51.64%，归母净利润22.32亿元，同比+138.29%。其中Q2公司实现收入81.70亿元，同比+67.55%，归母净利润11.24亿元，同比+180.56%。

**产能顺利释放，充分受益上半年高景气度。**公司上半年造纸收入124.82亿元，同比+61.27%（其中非涂布文化纸/箱板纸/铜版纸收入46.70亿/43.21亿/22.63亿元，同比+23.33%/+160.48%/+54.33%）；溶解浆收入18.33亿元，同比+40.09%。收入端高速增长主要由于：（1）**产能增加：**去年12月至今年1月，公司陆续投产年产45万吨文化纸和80万吨包装纸产能，测算上半年造纸产能同比+37%。（2）**产品价格上涨：**上半年双胶纸/箱板纸/铜版纸/溶解浆市场价格同比+9%/+16%/+19%/+47%。我们认为公司新增产能消化情况良好，并且有能力根据市场需求灵活调整产品结构，产销有望保持较好水平。

**产品价格上涨，成本控制较好，毛利率同比改善。**上半年公司毛利率22.76%（考虑了运费调整至营业成本的影响，下同），同比+3.34 pct。其中非涂布文化纸/箱板纸/铜版纸/溶解浆毛利率25.25%/16.51%/31.22%/23.49%，同比-3.96%/+13.51%/+1.62%/+29.40 pct。毛利率上升主要受益于产品价格上涨，同时我们认为：（1）浆价同步纸价上涨周期中，公司得以通过低成本木浆库存和自制木浆（自给率约40%）控制文化纸成本。（2）箱板纸原材料自给率较高（约70%），有助于稳定成本。海运问题影响下，老挝工厂暂时面临美度采购价格上升、供应受限；未来海运问题缓解后箱板纸毛利率有望进一步提升（参考2020年下半年箱板纸毛利率25.18%）。

**关注文化纸行业触底回暖，箱板纸、溶解浆有助于平滑盈利能力波动。**（1）**文化纸：**6月以来价格大幅回落，除淡季波动因素外，疫情导致海外需求不足，国内外纸企转而增加在华销售，致使国内供给增加较多；双减政策亦对下游需求有所影响。判断Q3文化纸收入与盈利能力承压。考虑到纸价大幅回调，判断目前文化纸行业整体处于盈亏平衡点附近，文化纸价格下行空间有限。9月旺季来临，期待文化纸市场有所复苏。（2）**箱板纸：**供需相对良性，旺季有望提价，公司部分文化纸产能适时转产箱板纸，部分溶解浆产能配合转产以保障原料供给。（3）**溶解浆：**产量按需把控，价格维持高位水平，7-8月市场均价相比2020年下半年仍高出43%。上半年公司箱板纸/溶解浆收入占比已提升至27%/12%，有助于平滑文化纸景气度波动的影响。

**广西项目最早于年内投产，纸浆自给能力将进一步增强。**公司广西在建项目推进顺利，预计将在2021年下半年至2022年投产，届时公司将新增文化纸/生活用纸年产能55万吨/12万吨（造纸总产能+12%），以及化学浆/化机浆年产能80万吨/20万吨。公司当前文化纸产能集中于山东，广西项目投产有利于发展南方市场，提升市场份额。公司目前制浆产能以化机浆为主（产能120万吨/年），化学浆供给能力有限（产能30万吨/年）。随着木浆产能尤其是化学浆产能的投产，公司纸浆自给率将明显提升，成本优势有望加强。

**盈利预测与投资评级：**预计公司2021-2023年归母净利润分别为36.65、

## 公司简介：

公司已发展成为一家全球先进的跨国造纸集团和林浆纸一体化企业，主导产品有高级美术铜版纸、高级文化办公用纸、太阳生活用纸、特种纤维溶解浆等系列。

资料来源：Wind，东兴证券研究所

## 未来3-6个月重大事项提示：

无

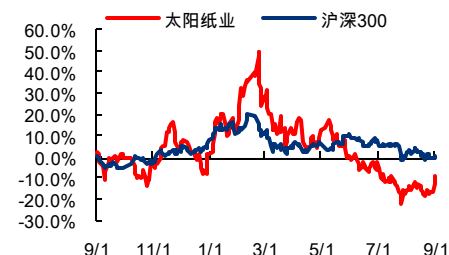
## 发债及交叉持股介绍：

太阳转债、16太阳01等9只债券

## 交易数据

|              |                 |
|--------------|-----------------|
| 52周股价区间（元）   | 10.92-21.58     |
| 总市值（亿元）      | 345.55          |
| 流通市值（亿元）     | 345.55          |
| 总股本/流通A股（万股） | 268,699/261,270 |
| 流通B股/H股（万股）  | 0/0             |
| 52周日均换手率     | 1.15            |

## 52周股价走势图



资料来源：wind，东兴证券研究所

## 首席分析师：刘田田

010-66554038 liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480521010001

## 分析师：常子杰

010-66554067 changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480521080005

## 研究助理：沈逸伦

010-66554045 shenyil@sxzq.net.cn

执业证书编号：S1480121050014

39.68、41.92 亿元人民币，EPS 为 1.40、1.51、1.60 元，目前股价对应 PE 分别为 9.21、8.51、8.05 倍，维持“推荐”评级。

**风险提示：**宏观经济不及预期；疫情波动影响供需；行业产能投放过剩；项目投产进度不及预期。

### 财务指标预测

| 指标         | 2019A     | 2020A     | 2021E     | 2022E     | 2023E     |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元)  | 22,762.70 | 21,588.65 | 31,412.34 | 33,565.23 | 35,178.36 |
| 增长率(%)     | 4.57%     | -5.16%    | 45.50%    | 6.85%     | 4.81%     |
| 归母净利润(百万元) | 2,178.12  | 1,953.11  | 3,664.99  | 3,967.69  | 4,192.27  |
| 增长率(%)     | -1.99%    | -10.45%   | 86.80%    | 8.26%     | 5.66%     |
| 净资产收益率(%)  | 14.93%    | 12.12%    | 19.20%    | 17.58%    | 15.96%    |
| 每股收益(元)    | 0.84      | 0.75      | 1.40      | 1.51      | 1.60      |
| PE         | 15.31     | 17.15     | 9.21      | 8.51      | 8.05      |
| PB         | 2.28      | 2.09      | 1.77      | 1.50      | 1.28      |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所



附表：公司盈利预测表

| 资产负债表           | 单位:百万元  |         |         |         |         | 利润表            | 单位:百万元 |         |        |        |        |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------------|--------|---------|--------|--------|--------|
|                 | 2019A   | 2020A   | 2021E   | 2022E   | 2023E   |                | 2019A  | 2020A   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
| <b>流动资产合计</b>   | 11233   | 10001   | 11496   | 12426   | 13201   | <b>营业收入</b>    | 22763  | 21589   | 31412  | 33565  | 35178  |
| 货币资金            | 2535    | 2970    | 3455    | 3692    | 3870    | <b>营业成本</b>    | 17631  | 17392   | 24731  | 26278  | 27546  |
| 应收账款            | 1607    | 1610    | 2152    | 2299    | 2409    | 营业税金及附加        | 114    | 106     | 126    | 134    | 141    |
| 其他应收款           | 174     | 76      | 110     | 118     | 123     | 营业费用           | 942    | 103     | 132    | 141    | 148    |
| 预付款项            | 418     | 346     | 544     | 754     | 974     | 管理费用           | 564    | 653     | 785    | 839    | 879    |
| 存货              | 2456    | 2897    | 3591    | 3816    | 4000    | 财务费用           | 573    | 533     | 741    | 835    | 824    |
| 其他流动资产          | 503     | 465     | 612     | 644     | 668     | 研发费用           | 412    | 411     | 597    | 638    | 668    |
| <b>非流动资产合计</b>  | 21062   | 25866   | 31168   | 33548   | 37150   | 资产减值损失         | -69.30 | -59.09  | -20.00 | 0.00   | 0.00   |
| 长期股权投资          | 155     | 204     | 204     | 204     | 204     | 公允价值变动收益       | 7.61   | -18.19  | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 固定资产            | 16696   | 20954   | 24571   | 26872   | 28890   | 投资净收益          | 21.59  | 16.84   | 30.00  | 18.00  | 18.00  |
| 无形资产            | 862     | 1023    | 1198    | 1369    | 1536    | 加:其他收益         | 27.56  | 31.16   | 30.00  | 30.00  | 30.00  |
| 其他非流动资产         | 592     | 985     | 886     | 798     | 718     | <b>营业利润</b>    | 2503   | 2322    | 4381   | 4748   | 5020   |
| <b>资产总计</b>     | 32295   | 35866   | 42665   | 45974   | 50351   | 营业外收入          | 93.36  | 65.62   | 65.00  | 65.00  | 65.00  |
| <b>流动负债合计</b>   | 14246   | 14402   | 18054   | 17868   | 18528   | 营业外支出          | 2.80   | 9.11    | 3.00   | 3.00   | 3.00   |
| 短期借款            | 8936    | 7764    | 9849    | 9194    | 9424    | <b>利润总额</b>    | 2594   | 2378    | 4443   | 4810   | 5082   |
| 应付账款            | 1815    | 2441    | 3252    | 3456    | 3622    | 所得税            | 396    | 410     | 767    | 830    | 877    |
| 预收款项            | 1153    | 1290    | 1478    | 1680    | 1891    | <b>净利润</b>     | 2198   | 1968    | 3676   | 3980   | 4205   |
| 一年内到期的非流动负债     | 867     | 1408    | 1408    | 1408    | 1408    | 少数股东损益         | 19     | 15      | 11     | 12     | 13     |
| <b>非流动负债合计</b>  | 3349    | 5226    | 5176    | 5176    | 5176    | 归属母公司净利润       | 2178   | 1953    | 3665   | 3968   | 4192   |
| 长期借款            | 1653    | 3209    | 5009    | 5009    | 5009    | <b>主要财务比率</b>  |        |         |        |        |        |
| 应付债券            | 1038    | 830     | 0       | 0       | 0       |                | 2019A  | 2020A   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
| <b>负债合计</b>     | 17595   | 19628   | 23230   | 23044   | 23703   | <b>成长能力</b>    |        |         |        |        |        |
| 少数股东权益          | 108     | 127     | 138     | 150     | 163     | 营业收入增长         | 4.57%  | -5.16%  | 45.50% | 6.85%  | 4.81%  |
| 实收资本(或股本)       | 2591    | 2625    | 2625    | 2625    | 2625    | 营业利润增长         | -7.01% | -7.24%  | 88.68% | 8.38%  | 5.73%  |
| 资本公积            | 1570    | 1851    | 1851    | 1851    | 1851    | 归属于母公司净利润增长    | -2.66% | -10.33% | 87.65% | 8.26%  | 5.66%  |
| 未分配利润           | 9100    | 10594   | 14211   | 18127   | 22265   | <b>获利能力</b>    |        |         |        |        |        |
| 归属母公司股东权益合计     | 14591   | 16112   | 19085   | 22569   | 26274   | 毛利率(%)         | 22.54% | 19.44%  | 21.27% | 21.71% | 21.70% |
| <b>负债和所有者权益</b> | 32295   | 35866   | 42665   | 45974   | 50351   | 净利率(%)         | 9.65%  | 9.12%   | 11.70% | 11.86% | 11.95% |
| <b>现金流量表</b>    | 单位:百万元  |         |         |         |         | 总资产净利润(%)      | 6.74%  | 5.45%   | 8.59%  | 8.63%  | 8.33%  |
|                 | 2019A   | 2020A   | 2021E   | 2022E   | 2023E   | ROE(%)         | 14.93% | 12.12%  | 19.20% | 17.58% | 15.96% |
| <b>经营活动现金流</b>  | 4686    | 6616    | 6542    | 6504    | 7061    | <b>偿债能力</b>    |        |         |        |        |        |
| 净利润             | 2198    | 1968    | 3676    | 3980    | 4205    | 资产负债率(%)       | 54%    | 55%     | 54%    | 50%    | 47%    |
| 折旧摊销            | 1453.35 | 1435.46 | 1608.80 | 1931.77 | 2218.21 | 流动比率           | 0.79   | 0.69    | 0.64   | 0.70   | 0.71   |
| 财务费用            | 573     | 533     | 741     | 835     | 824     | 速动比率           | 0.62   | 0.49    | 0.44   | 0.48   | 0.50   |
| 应收帐款减少          | -144    | -2      | -542    | -147    | -110    | <b>营运能力</b>    |        |         |        |        |        |
| 预收帐款增加          | 327     | 137     | 188     | 201     | 211     | 总资产周转率         | 0.74   | 0.63    | 0.80   | 0.76   | 0.73   |
| <b>投资活动现金流</b>  | -4112   | -6261   | -7294   | -4726   | -6235   | 应收账款周转率        | 15     | 13      | 17     | 15     | 15     |
| 公允价值变动收益        | 8       | -18     | 0       | 0       | 0       | 应付账款周转率        | 11.04  | 10.15   | 11.04  | 10.01  | 9.94   |
| 长期投资减少          | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | <b>每股指标(元)</b> |        |         |        |        |        |
| 投资收益            | 22      | 17      | 30      | 18      | 18      | 每股收益(最新摊薄)     | 0.84   | 0.75    | 1.40   | 1.51   | 1.60   |
| <b>筹资活动现金流</b>  | 80      | -387    | 1238    | -1542   | -649    | 每股净现金流(最新摊薄)   | 0.25   | -0.01   | 0.19   | 0.09   | 0.07   |
| 应付债券增加          | 53      | -208    | -830    | 0       | 0       | 每股净资产(最新摊薄)    | 5.63   | 6.14    | 7.27   | 8.60   | 10.01  |
| 长期借款增加          | -141    | 1556    | 1800    | 0       | 0       | <b>估值比率</b>    |        |         |        |        |        |
| 普通股增加           | 0       | 33      | 0       | 0       | 0       | P/E            | 15.31  | 17.15   | 9.21   | 8.51   | 8.05   |
| 资本公积增加          | 29      | 282     | 0       | 0       | 0       | P/B            | 2.28   | 2.09    | 1.77   | 1.50   | 1.28   |
| <b>现金净增加额</b>   | 655     | -32     | 486     | 237     | 177     | EV/EBITDA      | 9.57   | 10.26   | 6.92   | 6.08   | 5.67   |

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

| 报告类型   | 标题                                      | 日期         |
|--------|---|------------|
| 公司普通报告 | 太阳纸业（002078.SZ）：2021年迎来量价齐升，成本优势有望加强    | 2021-04-21 |
| 公司深度报告 | 太阳纸业（002078.SZ）：林浆纸一体化布局正当时，多元化战略平抑周期波动 | 2020-04-10 |

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

### 常子杰

中央财经大学金融学硕士，2019年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

## 研究助理简介

### 沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士，2021年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300/恒生指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300/恒生指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526