

2021 中报点评：业绩高增，静待文化纸景气度回升

买入（维持）

2021 年 09 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

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%	106.5%	8.0%	4.8%
每股收益（元/股）	0.74	1.54	1.66	1.74
P/E（倍）	17.28	8.37	7.75	7.40

投资要点

- **业绩落于预告中枢偏上水平，符合市场预期。**公司 2021H1 实现营业收入 158.13 亿元，同比+51.64%；归母净利润 22.32 亿元，同比+138.29%。2021Q2 营业收入 81.7 亿元，同比+67.55%；归母净利润 11.24 亿元，同比+180.56%。公司业绩略高于此前预告中枢，符合市场预期。
- **量价齐升下各产品收入高增，溶解浆高景气度驱动盈利能力大幅提升。**分产品看，2021H1 非涂布文化纸、铜版纸、牛皮箱板纸、淋膜原纸、生活用纸、溶解浆分别实现营业收入 46.7、22.6、43.2、8.8、3.5、18.3 亿元，同比+23.33%、+54.33%、+160.48%、+128.27%、-6.61%、+40.09%。除生活用纸外，其余主要产品收入端同比均实现较快增长，主要得益于成品纸价格上涨及公司产能产量的持续提升。**盈利能力方面**，2021H1 公司综合毛利率同比-0.96pp 至 22.76%，销售净利率同比+5.12pp 至 14.15%。2021Q2 综合毛利率同比-0.58pp 至 22.14%，销售净利率同比+5.51pp 至 13.78%（环比-0.76pp）。2021H1 会计准则调整，销售相关运输费重分类至营业成本，若剔除该影响，毛利率同比有显著提升。2021Q2 溶解浆报价维持在 8600-8700 元高位，较 2020Q1-3 上涨 60-65%，为利润端增长带来较大贡献。
- **经营现金流表现良好，经营效率提升。**2021H1 公司实现经营现金流 26.63 亿元，同比+22.55%。净营业周期同比下降 22.5 天至 30.8 天，其中存货周转天数同比下降 13.3 天至 48.1 天，应收账款周转天数同比下降 6.6 天至 24.8 天，经营效率显著提升。
- **溶解浆吨盈利仍处于较高水平，看好箱板纸旺季提价及文化纸反弹。**溶解浆方面，根据 CCFEI 价格指数，截至 2021 年 8 月 31 日，溶解浆价格为 7500 元/吨，测算吨净利仍有 1000-1500 元左右。箱板纸方面，海运费价格高涨下进口成品纸价格竞争力下降，高端纸种有望在盈利层面与低端品种持续分化。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，同时配套原材料布局领先，有较大机会受益于中高端成品纸的结构性行情。文化纸方面，根据卓创资讯，截至 2021 年 8 月 31 日，双胶纸、双铜纸价格分别为 5450、5380 元/吨，行业中小厂已持续亏损约 2 月，9 月出版旺季来临后文化纸价有望触底回升。
- **盈利预测与投资评级：**公司 2021H1 业绩符合市场预期，溶解浆景气度仍维持高位，我们维持此前盈利预测，预计公司 2021-2023 年净利润分别为 40.3、43.5、45.6 亿元，对应 PE8、8、7X。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，维持“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)	12.86
一年最低/最高价	10.92/21.75
市净率(倍)	1.87
流通 A 股市值(百万元)	33599.37

基础数据

每股净资产(元)	6.89
资产负债率(%)	55.65
总股本(百万股)	2686.99
流通 A 股(百万股)	2612.70

相关研究

1、《太阳纸业（002078）：中报延续高增，看好文化纸 Q3 触底反弹》2021-07-02

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	15,372	16,747	22,465	营业收入	21,589	32,124	35,625	38,903
现金	2,970	4,232	6,568	10,929	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	108	84	92
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	27,968	29,889	31,338	研发费用	411	578	570	661
长期股权投资	204	275	348	421	财务费用	533	615	454	418
固定资产	20,954	23,121	25,404	27,043	资产减值损失	59	67	93	97
在建工程	2,435	2,231	1,717	1,375	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	43,340	46,636	53,803	营业利润	2,322	4,852	5,232	5,492
流动负债	14,402	18,591	18,395	21,999	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	5,553
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	4,228	3,885	4,860	少数股东损益	15	30	33	34
非流动负债	5,226	4,710	4,079	3,309	归属母公司净利润	1,953	4,032	4,353	4,560
长期借款	4,039	3,523	2,892	2,122	EBIT	3,026	5,367	5,679	5,847
其他非流动负债	1,187	1,187	1,187	1,187	EBITDA	4,462	6,826	7,377	7,783
负债合计	19,628	23,301	22,473	25,309	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	28,270	每股净资产(元)	6.07	7.50	9.06	10.70
负债和股东权益	35,866	43,340	46,636	53,803	发行在外股份(百万股)	2625	2625	2625	2625
					ROIC(%)	9.5%	16.6%	16.4%	17.1%
					ROE(%)	12.1%	20.3%	18.2%	16.1%
					毛利率(%)	19.4%	22.4%	21.0%	20.3%
					销售净利率(%)	9.0%	12.6%	12.2%	11.7%
					资产负债率(%)	54.7%	53.8%	48.2%	47.0%
					收入增长率(%)	-5.2%	48.8%	10.9%	9.2%
					归母净利润增长率(%)	-10.3%	106.5%	8.0%	4.8%
					P/E	17.28	8.37	7.75	7.40
					P/B	2.12	1.71	1.42	1.20
					EV/EBITDA	10.15	6.16	5.42	4.55

数据来源: Wind, 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>