

证券研究报告—动态报告

轻工

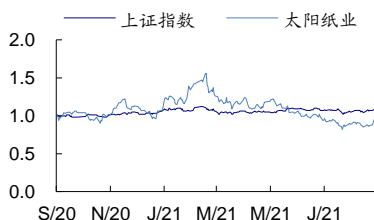
造纸

太阳纸业(002078)
买入

2021 年中报点评

(维持评级)

2021 年 09 月 07 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通股(百万股)	2,687/2,613
总市值/流通(百万元)	34,931/33,965
上证综指/深圳成指	3,582/14,180
12 个月最高/最低(元)	21.75/10.92

相关研究报告:

《太阳纸业-002078-2020 年和 2021 年一季度财报点评: 项目获丰收, 砥砺前行》——2021-05-19

《国信证券-太阳纸业-002078-2020 年三季度报点评: 业绩环比改善, 产能扩张可期》——2020-10-31

《国信证券-太阳纸业-002078-2020 年中报点评: 行业出清叠加林纸一体化推动估值中枢上行-20200904》——2020-09-04

《太阳纸业-002078-2020 年一季报点评: 净利润同比大增, 各项目如期推进》——2020-05-06

《太阳纸业-002078-2019 年年报点评: 积土成山, 优势渐显》——2020-04-22

证券分析师: 荣泽宇

电话: 010-88005307

E-MAIL: rongzeyu@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519060003

联系人: 蔡志明

电话: 010-88005330

E-MAIL: caizhiming@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

一体化稳步推进孕育新增长机遇

● 利润同比大增, 各项费用率优化

2021H1 收入 158.13 亿元 (+51.6%), 归母净利润 22.32 亿元 (+138.3%); 收入利润大幅增长一方面源于 2020 年新增产能对业绩的增厚, 另一方面则源于溶解浆价格上涨与部分纸种利润率的提升。按季度拆分看, 2021Q2 收入利润分别为 81.70 (+67.6%) 亿元、11.24 (+180.6%) 亿元, 均优于一季度。整体毛利率 22.8% (-0.9%), 净利率 14.2% (+5.2%)。毛利率下降主要原因是新会计准则将运输费用计入成本而非销售费用, 实际可比口径应有所上升。销售、管理、财务费用率分别为 0.4% (-4.4%)、3.2% (-1.9%)、2.0% (-0.7%)。

● 林浆纸一体化稳步推进, 产品覆盖区域扩张

公司林浆纸一体化未来几年有望迎来项目建设丰收期, 从而在极大增厚业绩的同时提升原材料自主程度、提升盈利水平、降低盈利波动性。广西项目中 55 万吨/年文化用纸项目、12 万吨/年生活用纸项目和配套的 80 万吨/年化学木浆项目、20 万吨/年化机浆项目正稳步建设, 预计 2021 年下半年至 2022 年上半年陆续投产。老挝基地目前已形成 150 万吨的浆纸生产能力。公司未来计划在老挝重点推进速生林建设, 预计每年新增约 1 万公顷的种植面积, 并于未来加大种植力度。

老挝、广西、山东基地的逐步建成与扩大使得公司产品能够实现对“一带一路”经济带、中国内陆及沿海地区的全覆盖。地理覆盖半径的增加既拓宽了市场, 又因运输成本降低而提升了成本竞争优势, 为公司长期成长打开空间。

● 投资建议: 维持业绩预测和“买入”评级

预测公司 2021-2023 年收入 273.84/378.05/423.41 亿元; 归母净利润 33.61/39.96/33.04 亿元, BPS 为 7.38/8.77/9.92 元/股, 2021 年 9 月 3 日收盘价 13.00 元对应 2021-2023 年预测 PB 为 1.76/1.48/1.31X。

我们对公司林浆纸一体化项目推进带来的长期可持续成长空间较为乐观预期, 维持公司“买入”评级和合理估值区间 17.90-18.50 元。

● 风险提示

原材料价格涨幅和涨速超预期; 公司新项目建设不及预期。

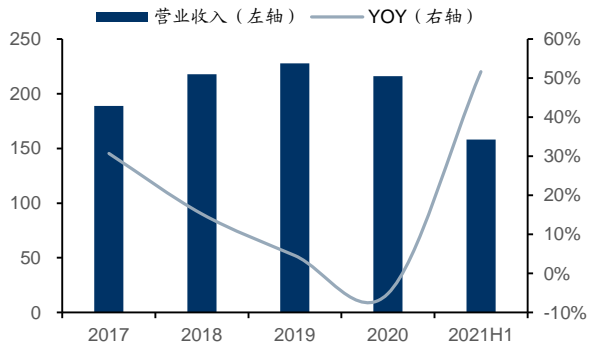
盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	21,589	27,384	37,805	42,341
(+/-%)	-5.16%	26.84%	38.06%	12.00%
净利润(百万元)	1,953	3,361	3,996	3,304
(+/-%)	-10.33%	72.09%	18.88%	-17.31%
摊薄每股收益(元)	0.75	1.30	1.54	1.27
EBIT Margin	15.45%	17.17%	15.71%	14.23%
净资产收益率(ROE)	12.12%	17.56%	17.58%	12.85%
市盈率(PE)	17.26	10.02	8.43	10.20
EV/EBITDA	11.18	9.22	8.42	8.29
市净率(PB)	2.09	1.76	1.48	1.31

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

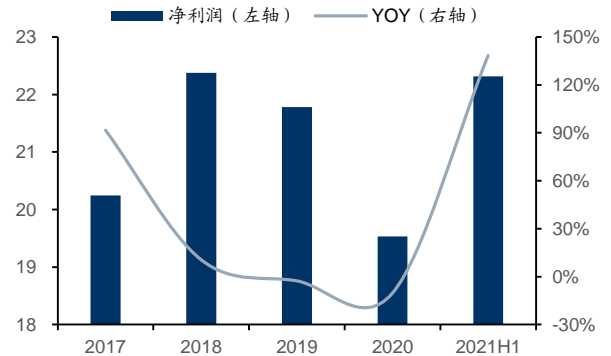
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 公司营业收入和同比变化 (百万元)



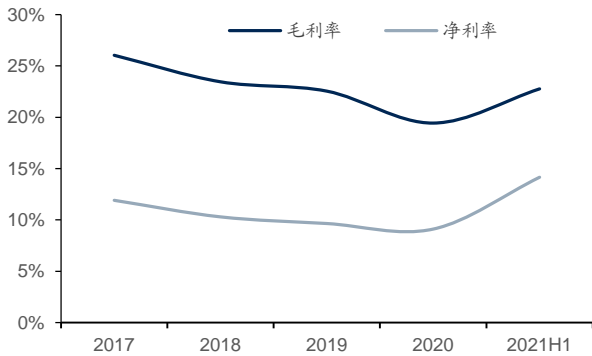
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 公司归母净利润和同比变化 (百万元)



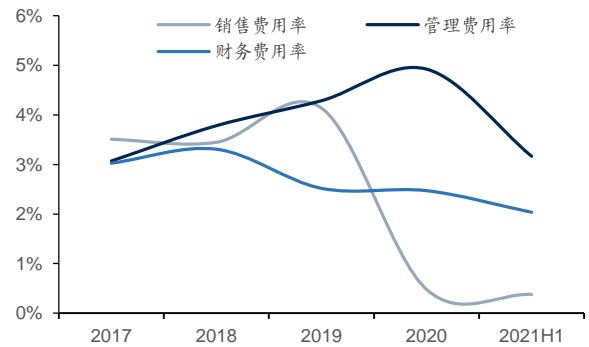
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 公司毛利率和净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 公司各项费率变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 1: 2021H1 主要产品表现

产品	收入 (亿元)	收入同比 (%)	收入占比 (%)	占比变化 (%)	毛利率 (%)	毛利率变化 (%)
文化纸	158.13	23.3%	29.5%	-6.8%	25.3%	-8.3%
牛皮箱板纸	46.70	160.5%	27.3%	11.4%	16.5%	7.8%
铜版纸	43.21	54.3%	14.3%	0.3%	31.2%	-3.4%
溶解浆	22.63	40.1%	11.6%	-1.0%	23.5%	22.8%
化学机械浆	18.33	4.3%	5.9%	-2.7%	14.3%	-10.5%
原纸	9.33	128.2%	5.6%	1.9%	27.4%	-1.8%
电及蒸汽	8.80	14.6%	2.8%	-0.9%	23.2%	-1.7%
生活用纸	4.44	-6.6%	2.2%	-1.4%	16.9%	-5.7%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

投资建议：看好林浆纸一体化机遇，维持“买入”评级

维持业绩预测。预测公司 2021-2023 年收入 273.84/378.05/423.41 亿元，同比增速 26.8%/38.1%/12.0%；归母净利润 33.61/39.96/33.04 亿元，同比增速 72.1%/18.9%/-17.3%。BPS 为 7.38/8.77/9.92 元/股，2021 年 9 月 3 日收盘价 13.00 元对应 2021-2023 年预测 PB 为 1.76/1.48/1.31X。

公司未来几年的产能增长以及林浆纸一体化布局，有望提升原材料自主程度，从而增厚业绩、提升盈利水平、同时降低盈利波动性。基于对公司林浆纸一体化持续推进带来的长期成长空间乐观预期，我们维持公司“买入”评级和合理估值区间 17.90-18.50 元。

表 6：造纸行业可比公司相对估值部分数据比较（截至 2021.9.3）

代码	简称	股价 (元)	BPS (元/股)			PB			PE (TTM)	总市值 (亿元)
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E		
002078.SZ	太阳纸业	13.00	*7.38	*8.77	*9.92	*1.76	*1.48	*1.31	10.75	349.31
000488.SZ	晨鸣纸业	8.28	9.26	10.40	11.67	0.89	0.80	0.71	7.68	191.44
600567.SH	山鹰纸业	3.47	3.90	4.40	4.99	0.89	0.79	0.69	8.50	160.17
2689.HK	玖龙纸业	9.28	*9.93	*11.63	*13.69	*0.93	*0.80	*0.68	7.49	435.98
2314.HK	理文造纸	6.04	6.09	6.77	-	0.99	0.89	-	7.67	262.98

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

注：带*数据为国信证券经济研究所预测，其余数据来源于 Wind

风险提示

原材料价格涨幅和增速超预期；公司新项目建设不及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	2970	1500	2000	4029	营业收入	21589	27384	37805	42341
应收款项	1736	7127	10357	11600	营业成本	17392	21222	29866	34085
存货净额	2897	2371	3396	3700	营业税金及附加	106	192	265	296
其他流动资产	2399	3121	5019	4833	销售费用	103	131	181	202
流动资产合计	10001	14119	20773	24162	管理费用	823	1095	1512	1694
固定资产	19131	20437	23146	23714	财务费用	544	822	1323	1694
无形资产及其他	1023	982	941	900	投资收益	17	0	0	0
投资性房地产	5507	5507	5507	5507	资产减值及公允价值变动	41	15	15	15
长期股权投资	204	204	204	204	其他收入	(356)	(41)	(41)	(41)
资产总计	35866	41249	50571	54488	营业利润	2322	3896	4632	4344
短期借款及交易性金融负债	9173	8545	11288	11000	营业外净收支	57	58	68	61
应付款项	2881	6064	7897	8572	利润总额	2378	3954	4701	4406
其他流动负债	2348	2028	3052	3483	所得税费用	410	593	705	1101
流动负债合计	14402	16638	22237	23056	少数股东损益	15	25	29	27
长期借款及应付债券	4039	4139	4239	4339	归属于母公司净利润	1953	3361	3996	3304
其他长期负债	1187	1187	1187	1187					
长期负债合计	5226	5326	5426	5526	现金流量表 (百万元)				
负债合计	19628	21964	27663	28582	净利润	1953	3361	3996	3304
少数股东权益	127	149	175	200	资产减值准备	20	(83)	0	1
股东权益	16112	19137	22733	25706	折旧摊销	1434	1332	1348	1486
负债和股东权益总计	35866	41249	50571	54488	公允价值变动损失	(41)	(15)	(15)	(15)
					财务费用	544	822	1323	1694
关键财务与估值指标					营运资本变动	(1707)	(2807)	(3298)	(252)
每股收益	0.75	1.30	1.54	1.27	其它	(7)	105	26	23
每股红利	0.10	0.13	0.15	0.13	经营活动现金流	1652	1894	2057	4547
每股净资产	6.21	7.38	8.77	9.92	资本开支	(1362)	(2500)	(4000)	(2000)
ROIC	10%	14%	15%	12%	其它投资现金流	7	0	0	0
ROE	12%	18%	18%	13%	投资活动现金流	(1404)	(2500)	(4000)	(2000)
毛利率	19%	23%	21%	20%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	15%	17%	16%	14%	负债净变化	1556	100	100	100
EBITDA Margin	22%	22%	19%	18%	支付股利、利息	(259)	(336)	(400)	(330)
收入增长	-5%	27%	38%	12%	其它融资现金流	(2408)	(627)	2743	(288)
净利润增长率	-10%	72%	19%	-17%	融资活动现金流	186	(864)	2443	(519)
资产负债率	55%	54%	55%	53%	现金净变动	434	(1470)	500	2029
股息率	0.8%	1.0%	1.2%	1.0%	货币资金的期初余额	2535	2970	1500	2000
P/E	17.26	10.02	8.43	10.20	货币资金的期末余额	2970	1500	2000	4029
P/B	2.09	1.76	1.48	1.31	企业自由现金流	1124	23	(901)	3751
EV/EBITDA	11.18	9.22	8.42	8.29	权益自由现金流	272	(505)	1942	3563

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032