太阳纸业(002078) 造纸/轻工制造

发布时间：2021-03-01

证券研究报告 / 公司点评报告

行业上行推动盈利提升，成本优势奠定长期竞争力

买入

上次评级：买入

股票数据	2021/02/26
6 个月目标价（元）	24.00
收盘价（元）	17.65
12 个月股价区间（元）	8.00~21.18
总市值（百万元）	46,334.51
总股本（百万股）	2,625
A 股（百万股）	2,625
B 股/H 股（百万股）	0/0
日均成交量（百万股）	48

事件：

公司 2 月 26 日发布业绩快报，2020 年实现营业收入 215.68 亿元，同比下降 5.25%，实现归母净利润 19.70 亿元，同比下降 9.55%。其中，2020Q4 实现营业收入 22.95 亿元，同比下降 6.79%，实现归母净利润 5.88 亿元，同比下降 15.17%。

点评：

行业景气度上行，四季度环比改善。受益于行业景气上行带动盈利提升，公司 2020Q4 营收、净利润增速分别为-5.25%、-15.17%，较 Q3 的-7.37%、-25.52%环比改善。2020 年 11 月以来受通胀预期和下游需求回暖推动，纸浆价格开启快速上涨，针叶浆、阔叶浆外盘报价从 630、470 美元/吨上涨至 900、720 美元/吨，达到历史较高水平。在成本端浆价快速上涨叠加需求回暖的驱动下，龙头纸企提价较为顺利，公司 1 月双胶纸、铜版纸提价 500 元/吨基本落实，2 月再次提价 500 元/吨将逐步落地，而公司自有浆线以及低价库存将带来成本优势，预计后续文化纸将继续提价，公司盈利能力有望大幅提升。同时，在高端箱板纸原料紧缺背景下，原材料成本上涨利好箱板纸价格上行，公司牛皮箱板纸盈利有望提升。此外，溶解浆近期价格持续回升亦将改善利润。

产能扩张稳步推进，成本优势奠定长期竞争力。目前，公司兖州 45 万吨文化纸、7 万吨特种纸以及老挝 80 万吨高档箱板纸产能已开始投产，到 2021 年底至 2022 年初广西北海林浆纸一体化项目一期 55 万吨文化纸和 15 万吨生活用纸产能将陆续投产，新增产能将有力支撑公司扩大销售规模和利润。同时，广西北海 140 万吨纸浆产线将于 2021 年底至 2022 年初投产，将带动公司纸浆自给率提升至 60%以上，叠加老挝 40 万吨再生纤维浆板产线已投入运营，公司成本优势进一步深化，奠定长期竞争力。

盈利预测：考虑行业景气上行将推动公司盈利显著提升，上调 2020-2022 年 EPS 至 0.75/ 1.20/ 1.43 元，当前股价对应 PE 分别为 23.52/ 14.71/ 12.36x。同时上调目标价，维持“买入”评级。

风险提示：需求不及预期，纸价不及预期，浆价波动。

财务摘要（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	21,768	22,763	21,568	28,947	34,273
(+/-)%	15.21%	4.57%	-5.25%	34.21%	18.40%
归属母公司净利润	2,238	2,178	1,970	3,150	3,747
(+/-)%	10.54%	-2.66%	-9.55%	59.91%	18.93%
每股收益（元）	0.85	0.83	0.75	1.20	1.43
市盈率	6.69	11.86	23.52	14.71	12.36
市净率	1.19	1.77	2.47	1.85	1.41
净资产收益率(%)	17.80%	14.93%	10.48%	12.55%	11.41%
股息收益率(%)	0.57%	0.57%	0.43%	0.49%	0.54%
总股本（百万股）	2,592	2,591	2,625	2,625	2,625

历史收益率曲线

涨跌幅（%）	1M	3M	12M
绝对收益	8%	18%	96%
相对收益	11%	10%	65%

相关报告

《轻工行业投资策略：聚焦景气向上，把握跨境电商新机遇》

--20201113

《太阳纸业（002078.SZ）-景气触底回升，产能稳步扩张助力长期发展》

--20201030

《太阳纸业（002078.SZ）-二季度业绩略超预期，三大产能项目稳步推进》

--20200830

证券分析师：唐凯
执业证书编号：S0550516120001
021-20363260 tangkai@nesc.cn

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,535	988	1,153	1,329
交易性金融资产	7	7	7	7
应收款项	1,941	1,839	2,468	2,922
存货	2,456	2,333	3,072	3,657
其他流动资产	4,294	4,387	4,589	4,736
流动资产合计	**11,233**	**9,554**	**11,289**	**12,651**
可供出售金融资产				
长期投资净额	155	195	195	195
固定资产	16,696	19,395	22,964	27,525
无形资产	862	1,043	1,061	1,060
商誉	39	39	39	39
非流动资产合计	**21,062**	**26,304**	**31,783**	**38,086**
资产总计	**32,295**	**35,857**	**43,072**	**50,737**
短期借款	8,936	8,511	6,702	5,791
应付款项	2,635	2,822	3,637	4,293
预收款项	1,153	1,002	1,344	1,616
一年内到期的非流动负债	867	867	867	867
流动负债合计	**14,246**	**13,853**	**13,411**	**13,583**
长期借款	1,653	2,414	1,722	1,434
其他长期负债	1,696	672	2,692	2,692
长期负债合计	**3,349**	**3,085**	**4,413**	**4,125**
负债合计	**17,595**	**16,939**	**17,825**	**17,709**
归属于母公司股东权益合计	14,591	18,793	25,093	32,840
少数股东权益	108	126	154	188
负债和股东权益总计	**32,295**	**35,857**	**43,072**	**50,737**

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**22,763**	**21,568**	**28,947**	**34,273**
营业成本	17,631	16,746	22,057	26,253
营业税金及附加	114	108	145	172
资产减值损失	-69	0	0	0
销售费用	942	863	1,187	1,405
管理费用	564	533	720	850
财务费用	573	698	657	601
公允价值变动净收益	8	0	0	0
投资净收益	22	13	19	23
营业利润	**2,503**	**2,335**	**3,776**	**4,508**
营业外收支净额	91	91	91	91
利润总额	**2,594**	**2,426**	**3,867**	**4,598**
所得税	396	438	688	819
净利润	2,198	1,988	3,178	3,780
归属于母公司净利润	**2,178**	**1,970**	**3,150**	**3,747**
少数股东损益	19	18	28	33

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	**2,198**	**1,988**	**3,178**	**3,780**
资产减值准备	71	0	0	0
折旧及摊销	1,453	1,553	1,666	1,777
公允价值变动损失	-8	0	0	0
财务费用	473	720	685	633
投资损失	-22	-13	-19	-23
运营资本变动	527	164	-204	-101
其他	-6	-85	-82	-80
经营活动净现金流量	**4,686**	**4,327**	**5,225**	**5,985**
投资活动净现金流量	**-4,112**	**-4,265**	**-3,666**	**-3,728**
融资活动净现金流量	**80**	**-1,609**	**-1,394**	**-2,082**
企业自由现金流	**-666**	**-386**	**1,797**	**2,288**

财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标				
每股收益（元）	0.83	0.75	1.20	1.43
每股净资产（元）	5.56	7.16	9.56	12.51
每股经营性现金流量（元）	1.79	1.65	1.99	2.28
成长性指标				
营业收入增长率	4.6%	-5.2%	34.2%	18.4%
净利润增长率	-2.7%	-9.6%	59.9%	18.9%
盈利能力指标				
毛利率	22.5%	22.4%	23.8%	23.4%
净利润率	9.6%	9.1%	10.9%	10.9%
运营效率指标				
应收账款周转天数	25.77	25.77	25.77	25.77
存货周转天数	50.84	50.84	50.84	50.84
偿债能力指标				
资产负债率	54.5%	47.2%	41.4%	34.9%
流动比率	0.79	0.69	0.84	0.93
速动比率	0.59	0.48	0.56	0.60
费用率指标				
销售费用率	4.1%	4.0%	4.1%	4.1%
管理费用率	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
财务费用率	2.5%	3.2%	2.3%	1.8%
分红指标				
分红比例	11.9%	10.2%	7.2%	6.6%
股息收益率	0.6%	0.4%	0.5%	0.5%
估值指标				
P/E（倍）	11.86	23.52	14.71	12.36
P/B（倍）	1.77	2.47	1.85	1.41
P/S（倍）	2.01	2.15	1.60	1.35
净资产收益率	14.9%	10.5%	12.6%	11.4%

资料来源：东北证券

分析师简介:

唐凯：美国纽约州立大学宾汉姆顿分校会计学硕士，武汉大学经济学学士、数学学士。现任东北证券轻工组组长。曾任尼尔森（上海）分析师，久谦咨询有限公司咨询师，东海证券研究员。具有 5 年证券研究从业经历。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称"本公司"）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称"该客户"）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票投资评级说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准: A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业投资评级说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

网址：http://www.nesc.cn 电话：400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区三里河东路五号中商大厦 4 层	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏（总监）	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
周之斌	021-20361111	18054655039	zhouzb@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航（总监）	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouying1@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozy@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇（总监）	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
姜青豆	0755-33975865	18561578188	jiangqd@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵（总监）	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-20361229	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-20361229	19512216027	wangtg@nesc.cn