

太阳纸业（002078）2021年一季度报点评

业绩表现超预期，高景气下盈利有望延续

事项:

- ❖ 公司发布2021年一季度报告，2021年一季度实现营业收入76.43亿元，同比增长37.66%；实现归母净利润11.08亿元，同比增长106.71%；实现扣非后归母净利润10.83亿元，同比增长118.89%。实现基本每股收益0.42元。

评论:

- ❖ **Q1高速增长，业绩表现超预期。**公司Q1营收同比+37.66%（2020Q4同比-6.47%），归母净利润同比+106.71%（20Q4同比-17.62%），Q1业绩高速增长，表现超出我们之前预期。主要由于前期新投产能在Q1顺利释放，同时伴随2020年底木浆价格快速上涨，21年2-3月文化纸价格也明显上涨，截至4月初铜板纸/双胶纸价格较年初已累计上涨29.68/34.25%，基本实现原材料成本向下游传导，此外由于粘胶短纤生产企业开工率提升，溶解浆需求逐渐恢复，溶解浆价格自年初以来也不断上涨，截至4月初已经达到8700元/吨，较年初累计上涨50%，公司80万吨溶解浆产能贡献了主要业绩弹性。我们预计浆、纸价格将继续维持高位，随着公司产能逐步释放，收入业绩有望进一步提升。
- ❖ **高景气度下毛利率提升，盈利能力达到历史高位。**2021年Q1毛利率水平23.44%，同比下降1.15pct，由于新准则下运输费用划入营业成本，2020年运输费用率约为4%，若剔除运费影响，21年Q1毛利率同比明显提升，主要由于报告期内成品纸通过涨价和消耗库存浆等方式扩大毛利空间，同时木浆价格上涨使得浆毛利显著提升。期间费用率方面，销售费用率同比下降4.96pct至0.39%，主要由于运费调整至营业成本；管理及研发费用率同比下降1.89pct至3.02%，主要由于营收扩大摊薄管理费用，同时研发投入同比减少所致；财务费用率同比下降0.49pct至2.09%。综合影响下公司净利率同比上升4.85pct至14.54%，达到近十年最高水平。预计随着公司林浆纸一体化布局逐渐完善，新投产产能预计将有明显成本优势，广西一期投产后料将带动毛利率继续上行。
- ❖ **产能建设稳步推进，三大基地战略布局初成。**2020年Q3以来公司六台纸机相继投产，新增造纸产能137万吨，预计广西项目55万吨文化纸、12万吨生活纸以及配套的80万吨化学浆、20万吨化机浆产线在21年下半年至22年上半年将陆续投产。广西项目投产后公司将形成山东、广西、老挝三大生产基地的战略格局，以老挝作为未来的原料基地，往林浆纸一体化发展方向持续前进。
- ❖ **行业高景气预计将延续，高质量产能保障持续增长，维持“强推”评级。**木浆价格预计将维持高位，公司自有浆线充分受益。4月底公司再发涨价函，文化纸价格有望提升。禁废令下公司手握海外废纸浆及箱板纸产线，高档箱板纸领域竞争优势凸显。随着公司新增产能陆续释放，未来业绩有望保持较快增长。我们维持公司盈利预测，预计公司2021-2023年归母净利润分别为37.11/40.26/45.01亿元，对应EPS分别为1.41/1.53/1.71元，对应当前股价PE分别为12/11/10倍，考虑到造纸行业景气度较高，公司广西产能接近投放，我们维持公司目标价24.6元，对应2021年17倍PE，维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**宏观经济超预期下行影响需求，造纸行业格局发生变化。

主要财务指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万)	21,589	33,030	37,444	40,113
同比增速(%)	-5.2%	53.0%	13.4%	7.1%
归母净利润(百万)	1,953	3,711	4,026	4,501
同比增速(%)	-10.3%	90.0%	8.5%	11.8%
每股盈利(元)	0.74	1.41	1.53	1.71
市盈率(倍)	22	12	11	10
市净率(倍)	3	2	2	2

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2021年5月7日收盘价

强推（维持）

目标价：24.6元

当前价：16.45元

华创证券研究所

证券分析师：陈梦

电话：010-66500831

邮箱：chenmeng1@hcyjs.com

执业编号：S0360518110002

公司基本数据

总股本(万股)	262,468
已上市流通股(万股)	261,267
总市值(亿元)	420.47
流通市值(亿元)	418.55
资产负债率(%)	55.2
每股净资产(元)	6.6
12个月内最高/最低价	21.75/8.01

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《太阳纸业（002078）深度研究报告：涨价之下浆线价值凸显，产能投放有望延续高质量增长》

2021-03-01

《太阳纸业（002078）2021年一季度业绩预增公告点评：溶解浆贡献业绩弹性，扩产能实现稳步增长》

2021-04-08

《太阳纸业（002078）2020年报点评：整体表现符合预期，新增产能逐步释放》

2021-04-20

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,970	2,682	6,031	9,762
应收票据	50	77	87	94
应收账款	1,610	2,382	2,631	2,781
预付账款	346	516	593	632
存货	2,897	3,880	3,863	3,486
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	2,128	3,257	3,692	3,955
流动资产合计	10,001	12,794	16,897	20,710
其他长期投资	33	33	33	33
长期股权投资	204	204	204	204
固定资产	20,954	26,736	25,535	24,425
在建工程	2,435	586	586	586
无形资产	1,023	1,044	940	846
其他非流动资产	1,216	1,214	1,213	1,211
非流动资产合计	25,865	29,817	28,511	27,305
资产合计	35,866	42,611	45,408	48,015
短期借款	7,764	8,764	7,764	6,764
应付票据	441	658	756	806
应付账款	2,441	3,636	4,177	4,454
预收款项	0	0	0	0
合同负债	1,290	1,974	2,237	2,397
其他应付款	501	501	501	501
一年内到期的非流动负债	1,408	0	0	0
其他流动负债	556	970	1,069	1,171
流动负债合计	14,401	16,503	16,504	16,093
长期借款	3,209	4,209	3,209	2,209
应付债券	830	830	830	830
其他非流动负债	1,187	1,187	1,187	1,187
非流动负债合计	5,226	6,226	5,226	4,226
负债合计	19,627	22,729	21,730	20,319
归属母公司所有者权益	16,112	19,722	23,482	27,460
少数股东权益	127	160	196	236
所有者权益合计	16,239	19,882	23,678	27,696
负债和股东权益	35,866	42,611	45,408	48,015

现金流量表

单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	6,616	4,427	6,683	7,415
现金收益	3,936	6,040	6,779	7,164
存货影响	-441	-983	17	377
经营性应收影响	412	-905	-275	-133
经营性应付影响	-660	1,413	639	327
其他影响	3,369	-1,137	-477	-321
投资活动现金流	-6,261	-5,624	-800	-800
资本支出	-5,749	-5,625	-801	-801
股权投资	-48	0	0	0
其他长期资产变化	-464	1	1	1
融资活动现金流	-387	909	-2,534	-2,884
借款增加	718	592	-2,000	-2,000
股利及利息支付	-723	-912	-1,159	-1,228
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-382	1,229	625	344

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	21,589	33,030	37,444	40,113
营业成本	17,392	25,971	29,836	31,817
税金及附加	106	162	184	197
销售费用	103	165	187	201
管理费用	653	958	1,048	1,083
研发费用	411	595	674	722
财务费用	533	623	610	617
信用减值损失	-32	-67	-20	-11
资产减值损失	-59	-64	-62	-63
公允价值变动收益	-18	1	-3	-7
投资收益	17	19	18	19
其他收益	31	29	30	30
营业利润	2,322	4,465	4,859	5,436
营业外收入	65	80	73	76
营业外支出	9	6	8	7
利润总额	2,378	4,539	4,924	5,505
所得税	410	795	862	964
净利润	1,968	3,744	4,062	4,541
少数股东损益	15	33	36	40
归属母公司净利润	1,953	3,711	4,026	4,501
NOPLAT	2,409	4,259	4,566	5,050
EPS(摊薄)(元)	0.74	1.41	1.53	1.71

主要财务比率

	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	-5.2%	53.0%	13.4%	7.1%
EBIT 增长率	-12.0%	77.3%	7.2%	10.6%
归母净利润增长率	-10.3%	90.0%	8.5%	11.8%
获利能力				
毛利率	19.4%	21.4%	20.3%	20.7%
净利率	9.1%	11.3%	10.8%	11.3%
ROE	12.0%	18.7%	17.0%	16.3%
ROIC	9.1%	13.9%	14.1%	14.7%
偿债能力				
资产负债率	54.7%	53.3%	47.9%	42.3%
债务权益比	88.7%	75.4%	54.9%	39.7%
流动比率	69.4%	77.5%	102.4%	128.7%
速动比率	49.3%	54.0%	79.0%	107.0%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.8	0.8	0.8
应收账款周转天数	27	22	24	24
应付账款周转天数	44	42	47	49
存货周转天数	55	47	47	42
每股指标(元)				
每股收益	0.74	1.41	1.53	1.71
每股经营现金流	2.52	1.69	2.55	2.83
每股净资产	6.14	7.51	8.95	10.46
估值比率				
P/E	22	12	11	10
P/B	3	2	2	2
EV/EBITDA	18	11	10	9

轻工纺服组团队介绍

分析师：陈梦

北京大学工学硕士。曾任职于民生证券。2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：田晨曦

伯明翰大学硕士，2020 年加入华创证券研究所。

助理研究员：王文杰

日本庆应义塾大学经济学硕士。2020 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	包青青	销售经理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	张嘉慧	销售助理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	销售助理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	资深销售经理	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522