太阳纸业（002078.SZ）

2021 年 02 月 27 日

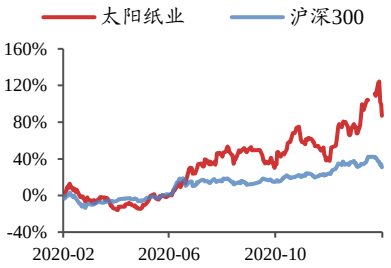
Q4 净利润率环比提升，产品涨价有望带来盈利释放

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2021/2/26
当前股价(元)	17.65
一年最高最低(元)	21.75/7.82
总市值(亿元)	463.25
流通市值(亿元)	461.13
总股本(亿股)	26.25
流通股本(亿股)	26.13
近 3 个月换手率(%)	73.29

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-2020Q3 业绩符合预期，行业景气度逐渐上行》-2020.10.30

《公司信息更新报告-2020H1 业绩符合预期，上行周期有望逐步开启》-2020.8.30

《公司首次覆盖报告-成长属性穿越周期，林浆纸一体化打造龙头优势》-2020.8.1

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

● 2020Q4 净利润率环比提升，行业景气度继续上行，维持“买入”评级

2020 年公司收入 215.7 亿元，同比下降 5.3%，归母净利润 19.7 亿元，同比下降 9.6%。其中，2020Q4 公司收入 59.3 亿元，同比下降 6.8%，归母净利润为 5.9 亿元，同比下降 15.2%。2020 年，公司业绩同比下降，主要系报告期内，公司溶解浆等产品的市场景气度低迷，产品量价均受较大影响。但 2020Q4，公司净利润率已出现环比提升的趋势。根据业绩快报上调盈利预测，我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 19.70/27.83/33.69 亿元（原为 18.92/26.39/31.16 亿元），对应 EPS 为 0.76/1.07/1.29 元，当前股价对应 PE 为 18.4/13.0/10.7 倍，维持“买入”评级。

● 纸浆涨价带动行业景气度上行，看好公司盈利能力提升

受到需求回暖和通胀预期带动，2021 年以来纸浆价格进入上升周期。根据卓创资讯的数据，至 2021 年 2 月 25 日，国内木浆主流参考周均价已相较 2020 年低点上涨约 60%，达到 2017 年中高点水平。在木浆价格上涨驱动下，以公司主营产品文化纸为代表的浆纸系价格也出现了明显的涨幅。双胶纸周价格上涨至 6659 元/吨，相较 2020 年低点上涨约 24%，铜版纸周价格上涨至约 6600 元/吨，相较 2020 年低点上涨约 29%。除浆纸外，箱板纸价格受益于需求和供需结构改善也呈现上行趋势，箱板纸周价格上涨至 5043 元/吨，相较 2020 年低点上涨约 33%。在纸价上行外，我们同时建议关注溶解浆价格上行给公司带来的盈利弹性。根据 Wind，2021 年 2 月底溶解浆价格已上涨至 7500 元/吨，相较 2020 年低点上涨约 40%。在产品价格全线上涨下，我们继续看好后续公司盈利能力提升。

● 产能建设稳步推进，老挝箱板纸项目投产有望带来业绩释放

公司山东兖州、广西北海、老挝项目均稳步推进。其中，兖州本部 45 万吨特色文化纸和 7 万吨特种纸已于 2020 年底投产。老挝项目中两条分别年产 40 万吨的高档包装纸生产线预计已于 2021Q1 投产。广西林浆纸一体化项目一期或有望于 2021H2 投产。新产能的陆续投放将有望支撑公司未来 2-3 年内的业绩增长。

● 风险提示：疫情持续蔓延，需求恢复不及预期，原材料价格波动。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	21,768	22,763	21,568	28,491	33,505
YOY(%)	15.2	4.6	-5.3	32.1	17.6
归母净利润(百万元)	2,238	2,178	1,970	2,783	3,369
YOY(%)	10.5	-2.7	-9.6	41.3	21.1
毛利率(%)	23.5	22.5	21.9	22.2	22.7
净利率(%)	10.3	9.6	9.1	9.8	10.1
ROE(%)	17.8	14.9	12.1	14.8	15.4
EPS(摊薄/元)	0.86	0.84	0.76	1.07	1.29
P/E(倍)	16.2	16.6	18.4	13.0	10.7
P/B(倍)	2.9	2.5	2.3	1.9	1.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	10783	11233	13285	15018	17486
现金	1971	2535	4972	3048	6363
应收票据及应收账款	5253	1941	2852	4270	4106
其他应收款	111	174	92	249	162
预付账款	731	418	727	747	1009
存货	2168	2456	1961	3853	2939
其他流动资产	549	3709	2680	2850	2907
非流动资产	18740	21062	21400	23424	24782
长期投资	137	155	199	241	283
固定资产	16618	16696	16951	18423	19370
无形资产	860	862	793	1025	1179
其他非流动资产	1126	3349	3458	3735	3951
资产总计	29523	32295	34685	38442	42268
流动负债	13963	14246	15594	17337	18328
短期借款	5216	8936	8936	8936	8936
应付票据及应付账款	5520	2635	4712	5236	6824
其他流动负债	3227	2675	1945	3164	2567
非流动负债	2931	3349	2654	2122	1822
长期借款	2778	2690	2186	1844	1383
其他非流动负债	153	659	468	278	439
负债合计	16895	17595	18247	19459	20150
少数股东权益	56	108	124	147	174
股本	2592	2591	2602	2602	2602
资本公积	1540	1570	1570	1570	1570
留存收益	8050	9969	11715	14182	17173
归属母公司股东权益	12573	14591	16313	18836	21945
负债和股东权益	29523	32295	34685	38442	42268

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	4478	4686	5719	2729	7341
净利润	2242	2198	1986	2805	3396
折旧摊销	1151	1453	1258	1420	1609
财务费用	720	573	434	512	569
投资损失	-6	-22	-26	-24	-24
营运资金变动	591	523	2053	-1965	1804
其他经营现金流	-220	-40	14	-19	-13
投资活动现金流	-3038	-4112	-1585	-3400	-2931
资本支出	3035	4091	601	1981	1289
长期投资	0	0	-44	-42	-42
其他投资现金流	-3	-20	-1027	-1461	-1684
筹资活动现金流	-2531	80	-1698	-1253	-1095
短期借款	-172	3720	0	0	0
长期借款	-624	-88	-505	-342	-461
普通股增加	-1	-0	11	0	0
资本公积增加	94	29	0	0	0
其他筹资现金流	-1828	-3581	-1204	-911	-634
现金净增加额	-1146	657	2437	-1924	3315

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	21768	22763	21568	28491	33505
营业成本	16663	17631	16844	22172	25900
营业税金及附加	138	114	123	152	185
营业费用	750	942	908	1142	1340
管理费用	556	564	520	635	737
研发费用	267	412	479	671	873
财务费用	720	573	434	512	569
资产减值损失	10	-69	-17	-14	-9
其他收益	14	28	10	8	8
公允价值变动收益	12	8	10	9	11
投资净收益	6	22	26	24	24
资产处置收益	0	-9	-16	6	4
营业利润	2692	2503	2307	3267	3958
营业外收入	37	93	43	53	60
营业外支出	9	3	7	9	9
利润总额	2720	2594	2343	3311	4008
所得税	477	396	358	506	612
净利润	2242	2198	1986	2805	3396
少数股东损益	5	19	16	22	27
归母净利润	2238	2178	1970	2783	3369
EBITDA	4311	4690	4111	5218	6070
EPS(元)	0.86	0.84	0.76	1.07	1.29

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	15.2	4.6	-5.3	32.1	17.6
营业利润(%)	-8.8	-7.0	-7.8	41.6	21.1
归属于母公司净利润(%)	10.5	-2.7	-9.6	41.3	21.1
获利能力					
毛利率(%)	23.5	22.5	21.9	22.2	22.7
净利率(%)	10.3	9.6	9.1	9.8	10.1
ROE(%)	17.8	14.9	12.1	14.8	15.4
ROIC(%)	11.6	9.9	8.5	10.6	11.3
偿债能力					
资产负债率(%)	57.2	54.5	52.6	50.6	47.7
净负债比率(%)	62.5	72.2	43.6	45.4	22.7
流动比率	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0
速动比率	0.5	0.3	0.5	0.4	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.6	0.8	0.8
应收账款周转率	4.0	6.3	9.0	8.0	8.0
应付账款周转率	3.8	4.3	4.6	4.5	4.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.86	0.84	0.76	1.07	1.29
每股经营现金流(最新摊薄)	1.72	1.80	2.20	1.05	2.82
每股净资产(最新摊薄)	4.73	5.51	6.17	7.14	8.33
估值比率					
P/E	16.2	16.6	18.4	13.0	10.7
P/B	2.9	2.5	2.3	1.9	1.7
EV/EBITDA	10.2	10.0	10.6	8.6	6.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn