

公司研究

公司经营稳健，静待行情拐点

——太阳纸业（002078.SH）2021年三季度业绩预告点评

要点

事件：公司发布2021年Q3业绩预告，前三季度实现归母净利润26.95-28.34亿元，同比增长95%-105%，其中Q3实现归母净利润4.63-6.02亿元，同比增长4%-35%。

点评：

文化纸价格同比持平，增量或来自新增产能。从价格上看，4月以来文化纸价格持续下行，7月后其下行速度放缓但趋势不改，Q3双胶纸/双铜纸均价同比增加0.7%/3.6%，基本持平，从量上看，4Q20公司兖州45万吨新增产能投产，将在今年贡献增量。此外，9月26日广西55万吨文化纸出纸成功，有望在Q4贡献增量业绩。

文化纸需求不振抑制纸价，静待行情拐点。自5月以来，文化纸终端需求进入下行通道，9月双胶纸/双铜纸终端需求同比减少16%/30%，成为压制纸价的重要原因，即便前期有停产限电的扰动也难以对纸价形成刺激。从纸浆库存上看，9月港口库存173万吨，依旧高位盘整，纸厂前期囤纸仍有待消化，行情开启仍需等待。

溶解浆进入下行周期，但同比盈利空间仍然丰厚。7月份溶解浆结束涨势开始下行，9月30日收盘价7400元/吨，但仍远高于去年同期的5300元/吨，太阳纸业依靠其全球第三的溶解浆产能布局（80万吨），有望获得优于去年的增量收益。

包装纸增长稳健，或实现量价齐升。得益于贯穿全年的禁废令影响，Q3瓦楞纸、包装纸均价上涨7%左右，相对文化纸较为稳健，9月以来，在拉闸限电和动力煤上涨的催化下，包装纸厂涨价函发布有所加快，有望对纸价形成支撑。此外，太阳纸业Q1有80万吨新增产能，相当于包装纸产能增长57%，有望形成量价齐升的局面。

盈利预测、估值与评级：公司作为造纸行业优质标的的经营稳健，尽管当前文化纸仍处下行周期，但依靠多品类布局及新增产能平滑价格影响，浆纸一体化的推进将使公司成本结构进一步优化。我们维持预测21-23年EPS为1.37/1.56/1.85元，对应PE为8/7/6倍，维持“增持”评级。

风险提示：文化纸需求不及预期，纸浆价格大幅回撤

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	22,763	21,589	31,673	37,655	38,748
营业收入增长率	4.57%	-5.16%	46.71%	18.89%	2.90%
净利润（百万元）	2,178	1,953	3,685	4,205	4,959
净利润增长率	-2.66%	-10.33%	88.67%	14.11%	17.93%
EPS（元）	0.84	0.74	1.37	1.56	1.85
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.93%	12.12%	18.86%	18.07%	17.91%
P/E	14	16	8	7	6
P/B	2.1	1.9	1.6	1.3	1.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-10-12

截止2021年9月30日，公司因转债转股及股权激励使总股本增加至26.87亿股

增持（维持）

当前价：11.61元

作者

分析师：朱悦

执业证书编号：S0930520010001

021-52523798

zhuyue@ebsecn.com

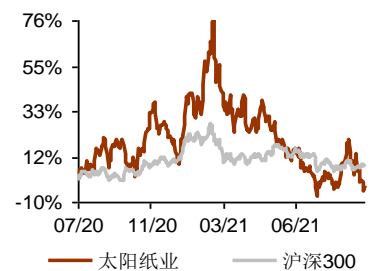
联系人：杨哲

yangz@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	26.87
总市值(亿元)	311.96
一年最低/最高(元)	10.92/21.58
近3月换手率	89.06%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-13.09	-4.58	-12.98
绝对	-14.13	-8.51	-10.21

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	22,763	21,589	31,673	37,655	38,748
营业成本	17,631	17,392	23,289	27,945	28,465
折旧和摊销	1,447	1,434	1,739	1,944	2,121
税金及附加	114	106	157	186	192
销售费用	942	103	1,520	1,694	1,348
管理费用	564	653	1,014	1,172	1,223
研发费用	412	411	633	753	775
财务费用	573	533	642	922	897
投资收益	22	17	19	18	19
营业利润	2,503	2,322	4,431	5,002	5,908
利润总额	2,594	2,378	4,453	5,042	5,939
所得税	396	410	712	807	950
净利润	2,198	1,968	3,741	4,235	4,989
少数股东损益	19	15	56	30	30
归属母公司净利润	2,178	1,953	3,685	4,205	4,959
EPS(元)	0.84	0.74	1.37	1.56	1.85

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	4,686	6,616	-2,449	3,897	7,771
净利润	2,178	1,953	3,685	4,205	4,959
折旧摊销	1,447	1,434	1,739	1,944	2,121
净营运资金增加	2,602	-2,600	9,962	4,002	375
其他	-1,542	5,829	-17,835	-6,253	316
投资活动产生现金流	-4,112	-6,261	-3,831	-4,007	-3,031
净资本支出	-4,057	-6,291	-4,000	-4,000	-3,000
长期投资变化	155	204	0	0	0
其他资产变化	-210	-175	169	-7	-31
融资活动现金流	80	-387	7,667	932	-4,589
股本变化	0	33	62	0	0
债务净变化	2,782	718	8,770	2,457	-3,120
无息负债变化	-2,082	1,314	-899	-85	189
净现金流	657	-31	1,387	823	150

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2022E
毛利率	22.5%	19.4%	26.5%	25.8%	26.5%
EBITDA 率	20.4%	20.6%	21.5%	21.0%	23.0%
EBIT 率	14.0%	14.0%	16.1%	15.8%	17.5%
税前净利润率	11.4%	11.0%	14.1%	13.4%	15.3%
归母净利润率	9.6%	9.0%	11.6%	11.2%	12.8%
ROA	6.8%	5.5%	7.9%	7.9%	9.1%
ROE (摊薄)	14.9%	12.1%	18.9%	18.1%	17.9%
经营性 ROIC	9.9%	8.6%	10.3%	10.5%	11.7%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2022E
资产负债率	54%	55%	58%	56%	49%
流动比率	0.79	0.69	0.90	0.97	1.13
速动比率	0.62	0.49	0.73	0.78	0.92
归母权益/有息债务	1.17	1.22	0.89	0.95	1.30
有形资产/有息债务	2.50	2.62	2.09	2.13	2.52

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	32,295	35,866	47,215	53,352	54,861
货币资金	2,535	2,970	4,357	5,180	5,330
交易性金融资产	7	0	0	0	0
应收帐款	1,607	1,610	2,297	2,769	2,829
应收票据	333	50	4,751	5,648	5,812
其他应收款 (合计)	174	76	177	171	196
存货	2,456	2,897	3,615	4,505	4,504
其他流动资产	3,702	2,053	3,566	4,463	4,627
流动资产合计	11,233	10,001	19,270	23,319	23,905
其他权益工具	173	159	159	159	159
长期股权投资	155	204	204	204	204
固定资产	16,696	20,954	22,745	23,803	24,314
在建工程	2,542	2,435	2,726	3,545	3,784
无形资产	862	1,023	1,003	978	958
商誉	39	39	39	39	39
其他非流动资产	394	805	669	669	669
非流动资产合计	21,062	25,866	27,945	30,033	30,955
总负债	17,595	19,628	27,498	29,870	26,939
短期借款	8,936	7,764	16,942	19,400	16,279
应付账款	1,815	2,441	2,833	3,660	3,595
应付票据	820	441	837	856	947
预收账款	1,153	0	802	477	736
其他流动负债	0	154	-506	-1,093	-1,182
流动负债合计	14,246	14,402	21,470	23,975	21,066
长期借款	1,653	3,209	4,209	4,209	4,209
应付债券	1,038	830	830	830	830
其他非流动负债	135	164	-34	-166	-189
非流动负债合计	3,349	5,226	6,028	5,895	5,872
股东权益	14,700	16,239	19,717	23,482	27,922
股本	2,591	2,625	2,687	2,687	2,687
公积金	2,439	2,921	3,133	3,133	3,133
未分配利润	9,100	10,594	13,742	17,477	21,888
归属母公司权益	14,591	16,112	19,534	23,269	27,679
少数股东权益	108	127	183	213	243

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2022E
销售费用率	4.14%	0.48%	4.80%	4.50%	3.48%
管理费用率	2.48%	3.02%	3.20%	3.11%	3.16%
财务费用率	2.52%	2.47%	2.03%	2.45%	2.32%
研发费用率	1.81%	1.90%	2.00%	2.00%	2.00%
所得税率	15%	17%	16%	16%	16%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2022E
每股红利	0.10	0.10	0.17	0.20	0.24
每股经营现金流	1.81	2.52	-0.91	1.45	2.89
每股净资产	5.63	6.14	7.27	8.66	10.30
每股销售收入	8.78	8.23	11.79	14.01	14.42

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2022E
PE	14	16	8	7	6
PB	2.1	1.9	1.6	1.3	1.1
EV/EBITDA	9.3	9.8	7.8	7.1	5.9
股息率	0.9%	0.9%	1.5%	1.8%	2.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE