

Q3 业绩承压不改长期发展前景，盈利能力有望持续改善

太阳纸业(002078)

评级:	买入	股票代码:	002078
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	21.75/10.92
目标价格:		总市值(亿)	297.18
最新收盘价:	11.06	自由流通市值(亿)	288.97
		自由流通股数(百万)	2,612.71

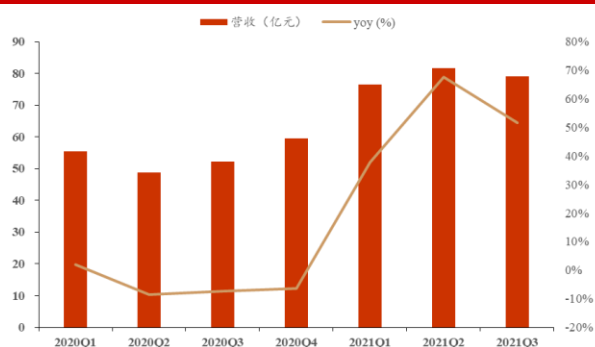
事件概述

太阳纸业发布 2021 年三季报，2021 前三季度公司实现营收 237.15 亿元，同比增长 51.64%；归母净利润 27.68 亿元，同比增长 100.28%；扣非后净利润为 27.21 亿元，同比增长 104.98%。分季度看，公司 2021 年 Q1/Q2/Q3 分别实现营收 76.43/81.70/79.02 亿元，同比增长 37.66%/67.55%/51.65%，分别实现归母净利润 11.08/11.24/5.37 亿元，同比增长 106.71%/180.56%/20.43%。

► 收入端：新增产能释放致使收入快速增长。

报告期内，由于公司新增产能释放，致使公司产品销售收入及销售同比均有所增长。2020 年 Q3 后，公司老挝基地的两条分别年产 40 万吨的高档包装纸生产线相继投产运行。同时山东本部也有文化纸机和生活用纸纸机投入运营。2021 年前三季度，公司共实现营业收入 237.15 亿元，同比增长了 51.64%。单三季度，公司实现营收 79.02 亿元，同比增长了 51.65%，但增速相对于 Q2 有所下滑，主要还是公司部分商品市场价格下跌所致。

图 1 公司单季度营业收入



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 2 双胶纸价格走势（元/吨）



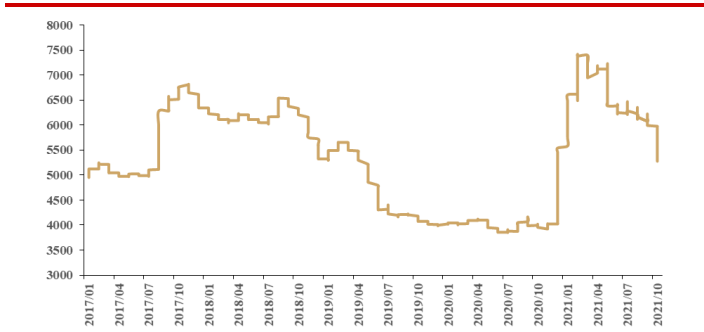
资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

► 利润端：前三季度利润率显著提升。

利润端，2021 前三季度公司实现毛利率 19.98%，同比下滑了 3.35pct。单季度看，Q3 实现毛利率 14.42%，同比下滑了 8.15pct，环比下降 7.72pct。2021 前三季度，公司实现净利率 11.71%，同比提升 2.8pct。单季度看，Q3 实现净利率 6.82%，同比下滑 1.86pct，环比下滑了 6.96pct。我们认为，公司毛利率下降主要还是因为原材料木浆价格在今年有所上涨，以及能源成本上升所致，同时会计准则的变化也影响了公司毛利率。不过随着木浆价格在 9 月持续回落，以及公司广西基地的自有木浆产能陆续投产，公司的盈利能力可以得到持续改善。**费用端**，2021 前三季度公司期间费用率为 4.66%，同比下滑了 5.80pct。其中销售/管理/财务费

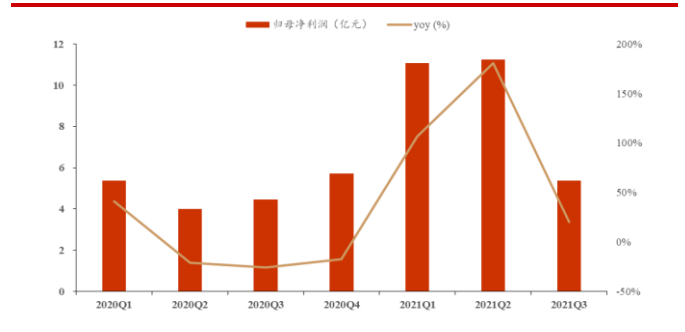
用率分别为 0.39%/2.28%/1.99%，同比变动-4.35/-0.91/-0.54pct。销售费用率同比大幅下滑主要还是因为会计科目调整，运费从销售费用调整为成本所致。

图 3 木浆价格走势（元/吨）



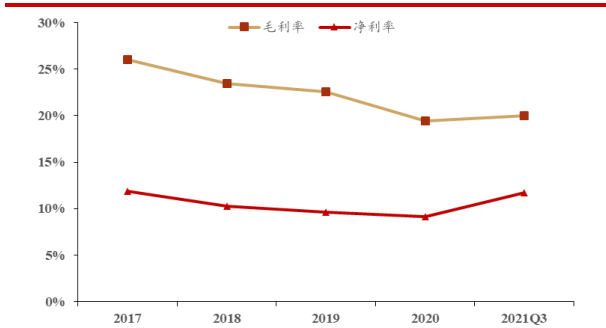
资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图 4 公司单季度归母净利润



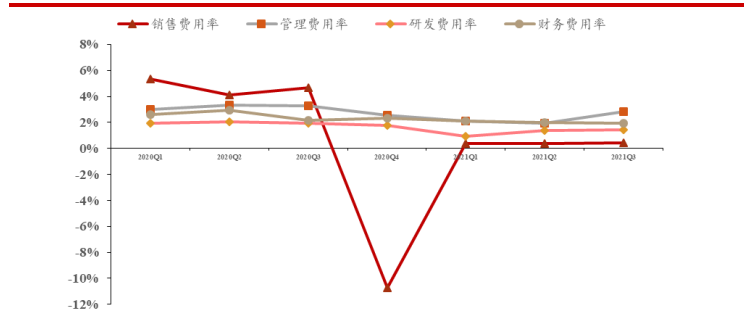
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 5 公司毛利率/净利率



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 6 公司单季度期间费用率



资料来源：Wind，华西证券研究所

► **广西产能陆续投产，奠定公司未来发展基础。**

2021年9月26日，55万吨/年文化用纸项目（广西PM1文化纸生产线）开机试产；2021年10月15日，12万吨生活用纸项目中的PM5生活用纸生产线开机试产。根据公司设定的项目实施节点和项目实际建设进度，广西基地其他实施中的纸、浆项目将在2021年四季度至2022年上半年陆续投产。随着广西基地投入使用，公司将形成山东、广西和老挝三大基地齐头并进的发展新格局：山东基地服务北方市场，广西基地服务南方市场，老挝基地作为太阳纸业的原料基地，三大基地统筹发展、相互协调，为太阳纸业中长期稳定健康运行奠定了坚实基础。

投资建议

我们认为，由于“双减”政策带来的影响，对公司主要产品文化纸的需求形成了一定的冲击。不过伴随着艺术类等其他课程慢慢填补“双减”留下的空白，文化纸的需求会触底反弹。目前公司文化纸产能位居全国前列，而随着公司北海基地产能的陆续投产，未来有望继续提高其市场占有率。同时，由于木浆价格在今年上半年快速上涨，导致了公司在Q3的利润率有所下滑，不过随着木浆价格持续走低以及公司自有木浆产能陆续投放，文化纸价格触底反弹，公司未来的盈利能力有望持续改善。我们维持公司的盈利预测不变，预计2021-2023年公司实现营业收入323.55/370.88/402.99亿元，EPS分别为1.36/1.54/1.71元，对应2021年10月27日11.06元/股收盘价，PE分别为8.13/7.18/6.48倍，**维持公司“买入”评级。**

风险提示

1) 双减政策导致文化纸需求下降超预期。2) 原材料大幅上涨导致溶解浆利润降低。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	22,763	21,589	32,355	37,088	40,299
YoY (%)	4.6%	-5.2%	49.9%	14.6%	8.7%
归母净利润(百万元)	2,178	1,953	3,656	4,142	4,588
YoY (%)	-2.7%	-10.3%	87.2%	13.3%	10.8%
毛利率 (%)	22.5%	19.4%	22.0%	21.6%	22.9%
每股收益 (元)	0.81	0.73	1.36	1.54	1.71
ROE	14.9%	12.1%	18.7%	17.7%	16.6%
市盈率	13.64	15.22	8.13	7.18	6.48

资料来源: wind, 华西证券研究所

分析师: 徐林锋

邮箱: xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系电话:

分析师: 戚志圣

邮箱: qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

联系电话:

分析师: 杨维维

邮箱: yangww@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520080001

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	21,589	32,355	37,088	40,299	净利润	1,968	3,686	4,174	4,624
YoY (%)	-5.2%	49.9%	14.6%	8.7%	折旧和摊销	1,435	808	738	761
营业成本	17,392	25,226	29,071	31,052	营运资金变动	2,659	-195	24	-30
营业税金及附加	106	161	183	199	经营活动现金流	6,616	4,631	5,371	5,923
销售费用	103	178	189	383	资本开支	-6,291	30	-989	-29
管理费用	653	1,181	1,231	1,531	投资	-18	0	0	0
财务费用	533	325	354	388	投资活动现金流	-6,261	46	-971	-9
资产减值损失	-59	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	17	16	19	20	债务募资	13,598	2,000	2,000	2,000
营业利润	2,322	4,670	5,314	5,926	筹资活动现金流	-387	1,346	1,256	1,166
营业外收支	57	55	38	3	现金净流量	-31	6,024	5,657	7,080
利润总额	2,378	4,725	5,352	5,929					
所得税	410	1,040	1,177	1,304	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	1,968	3,686	4,174	4,624	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	1,953	3,656	4,142	4,588	营业收入增长率	-5.2%	49.9%	14.6%	8.7%
YoY (%)	-10.3%	87.2%	13.3%	10.8%	净利润增长率	-10.3%	87.2%	13.3%	10.8%
每股收益	0.73	1.36	1.54	1.71	盈利能力 (%)				
					毛利率	19.4%	22.0%	21.6%	22.9%
					净利率	9.1%	11.4%	11.3%	11.5%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产收益率 ROA	5.4%	8.4%	8.2%	8.0%
货币资金	2,970	8,994	14,650	21,730	净资产收益率 ROE	12.1%	18.7%	17.7%	16.6%
预付款项	346	501	578	617	偿债能力 (%)				
存货	2,897	4,201	4,842	5,172	流动比率	0.69	0.99	1.16	1.35
其他流动资产	3,789	4,654	5,035	5,293	速动比率	0.47	0.74	0.91	1.11
流动资产合计	10,001	18,351	25,105	32,812	现金比率	0.21	0.49	0.68	0.90
长期股权投资	204	204	204	204	资产负债率	54.7%	54.7%	53.3%	51.3%
固定资产	20,954	21,671	21,458	21,721	经营效率 (%)				
无形资产	1,023	1,014	1,009	1,001	总资产周转率	0.60	0.75	0.74	0.70
非流动资产合计	25,866	25,073	25,355	24,610	每股指标 (元)				
资产合计	35,866	43,424	50,460	57,422	每股收益	0.73	1.36	1.54	1.71
短期借款	7,764	9,764	11,764	13,764	每股净资产	6.00	7.26	8.71	10.32
应付账款及票据	2,881	4,179	4,816	5,144	每股经营现金流	2.46	1.72	2.00	2.20
其他流动负债	3,756	4,589	5,073	5,342	每股股利	0.00	0.10	0.10	0.10
流动负债合计	14,402	18,532	21,654	24,251	估值分析				
长期借款	3,209	3,209	3,209	3,209	PE	15.22	8.13	7.18	6.48
其他长期负债	2,017	2,017	2,017	2,017	PB	2.41	1.52	1.27	1.07
非流动负债合计	5,226	5,226	5,226	5,226					
负债合计	19,628	23,758	26,880	29,477					
股本	2,625	2,625	2,625	2,625					
少数股东权益	127	156	189	225					
股东权益合计	16,239	19,665	23,580	27,945					
负债和股东权益合计	35,866	43,424	50,460	57,422					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，9年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，5年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

杨维维：轻工行业分析师。2020年7月加盟华西证券，3年从业经验。厦门大学资产评估硕士，重庆大学管理学学士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。