

太阳纸业 (002078.SZ) 买入 (维持评级)

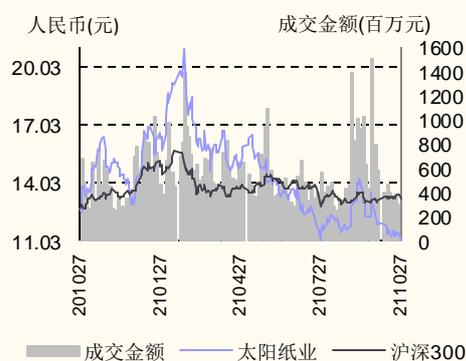
公司点评

市场价格 (人民币): 11.06 元

3Q 业绩承压, 静待 4Q 温和复苏

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	26.87
已上市流通 A 股(亿股)	26.13
总市值(亿元)	297.18
年内股价最高最低(元)	21.02/11.03
沪深 300 指数	4898
深证成指	14394



公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	22,763	21,589	31,134	34,886	40,268
营业收入增长率	4.57%	-5.16%	44.21%	12.05%	15.43%
归母净利润(百万元)	2,178	1,953	3,353	3,394	4,439
归母净利润增长率	-2.66%	-10.33%	71.66%	1.24%	30.79%
摊薄每股收益(元)	0.840	0.744	1.277	1.293	1.691
每股经营性现金流净额	1.75	2.46	2.17	2.32	2.61
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.93%	12.12%	17.47%	15.21%	16.76%
P/E	11.71	19.40	8.66	8.55	6.54
P/B	1.75	2.35	1.51	1.30	1.10

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 10月27日公司发布三季报, 3Q 实现营收 79 亿元, 同比+51.7%, 实现归母净利润 5.4 亿元, 同比+20.4%, 前三季度实现营收 237.2 亿元, 同比+51.6%, 归母净利润 27.7 亿元, 同比+100.3%, 业绩符合预期。

经营分析

- 文化纸处历史盈利底部, 箱板纸贡献业绩弹性。1Q/2Q/3Q 毛利率 23.4%/22.1%/14.4%。1) 文化纸: 受进口增加、双减等影响, 4 月起文化纸价格进入下行趋势, 3Q 双胶/铜版纸价格 5460/5440 元/吨, 环比-1200/-1400 元/吨 (税前), 同比+38/+190 元/吨。成本方面, 3Q 阔叶浆均价环比-450 元/吨, 同比+1100 元/吨, 同时受能耗成本提升的影响, 3Q 文化纸吨盈利同比、环比下滑。2) 箱板纸: 3Q 箱板纸价格 4800 元/吨, 环比+170 元/吨, 同比+580 元/吨, 公司国内箱板纸受益纤维自供, 享受提价带来的盈利弹性。3) 溶解浆: 3Q 均价环比-990 元/吨, 同比+2360 元/吨, 预计吨盈利环比小幅下滑。3Q 净利率 6.8%, 同比-1.9pct, 费用管理效率提升, 3Q 管理/研发/财务费用率分别同比-0.46/-0.48/-0.22pct。

- 4Q 文化纸有望温和回升, 看好箱板纸业绩弹性。原料角度, 我们认为浆价有望延续走低的态势。分品类, 1) 文化纸: 4Q 限电预期下, 供给端有望收缩, 行业库存加速去化, 推动纸品提价落地。10 月起, 文化纸厂已陆续发布 300 元/吨的涨价函。2) 箱板纸: 纸价上行趋势显著, 当前箱板纸价格较 9 月底+410 元/吨; 后续伴随海运费下滑, 老挝箱板纸吨盈利有望反弹。3) 溶解浆: 当前价格企稳, 若 4Q 下游粘胶短纤产能开工率提升, 看好溶解浆需求提升带来的价格向上弹性。

- 广西新产能有序释放, 林浆纸一体化进度加快。广西 55 万吨文化纸、12 万吨生活用纸产能已如期投放, 80 万吨化学浆预计 11 月初投产, 20 万吨化机浆预计 4Q 投产。公司当前纸产能超过 600 万吨, 广西浆线投产后自供比例将超过 80%。广西三期项目已进入环评公示期, 176 万吨浆纸产能预计于 22 年底投放, 新产能释放&产业链完善, 中长期成长可期。

盈利预测和投资建议

- 考虑到后续对原料成本、纸价的综合判断, 我们下调 2021-2023 年 EPS 至 1.28/1.29/1.69 元, 下调幅度为 19%/25%/12%, 当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 9/9/7 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 下游需求不及预期导致纸品涨价不及预期的风险; 新增产能投放进度不达预期的风险; 公司费用率控制不力的风险; 原料价格大幅波动的风险。

相关报告

- 《2Q 业绩略超预期, 静待旺季到来-太阳纸业业绩预告点评》, 2021.7.1
- 《1Q 业绩超预期, 景气上行量利齐升-太阳纸业一季报点评》, 2021.4.7
- 《发布股权激励计划草案, 上下绑定强化信心-太阳纸业点评报告》, 2021.3.26
- 《业绩符合预期, 产能释放+高景气保障成长-太阳纸业-业绩快报点...》, 2021.2.28
- 《3Q 环比修复, 盈利预期逐季改善-太阳纸业-三季报点评》, 2020.10.29

姜浩 分析师 SAC 执业编号: S1130520040003
jianghao@gjzq.com.cn

尹新悦 联系人
yinxyue@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	21,768	22,763	21,589	31,134	34,886	40,268	货币资金	1,971	2,535	2,970	4,042	3,164	3,312
增长率	15.2%	4.6%	-5.2%	44.2%	12.1%	15.4%	应收账款	5,364	5,314	3,324	3,836	3,936	4,474
主营业务成本	-16,663	-17,631	-17,392	-24,559	-28,037	-31,966	存货	2,168	2,456	2,897	3,566	3,994	4,554
%销售收入	76.5%	77.5%	80.6%	78.9%	80.4%	79.4%	其他流动资产	1,280	928	810	1,447	1,621	1,779
毛利	5,105	5,131	4,196	6,574	6,849	8,302	流动资产	10,783	11,233	10,001	12,890	12,716	14,120
%销售收入	23.5%	22.5%	19.4%	21.1%	19.6%	20.6%	%总资产	36.5%	34.8%	27.9%	30.6%	28.4%	29.4%
营业税金及附加	-138	-114	-106	-156	-192	-262	长期投资	356	387	416	632	850	1,071
%销售收入	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%	固定资产	17,254	19,238	23,390	27,305	29,919	31,465
销售费用	-750	-942	-103	-156	-174	-201	%总资产	58.4%	59.6%	65.2%	64.9%	66.8%	65.6%
%销售收入	3.4%	4.1%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	无形资产	909	914	1,078	1,266	1,292	1,318
管理费用	-556	-564	-653	-996	-942	-1,047	非流动资产	18,740	21,062	25,866	29,203	32,061	33,854
%销售收入	2.6%	2.5%	3.0%	3.2%	2.7%	2.6%	%总资产	63.5%	65.2%	72.1%	69.4%	71.6%	70.6%
研发费用	-267	-412	-411	-561	-698	-805	资产总计	29,523	32,295	35,866	42,093	44,776	47,974
%销售收入	1.2%	1.8%	1.9%	1.8%	2.0%	2.0%	短期借款	6,933	9,804	9,173	11,750	10,487	9,203
息税前利润 (EBIT)	3,393	3,100	2,924	4,706	4,843	5,987	应付款项	5,815	2,890	3,382	4,859	5,513	6,252
%销售收入	15.6%	13.6%	13.5%	15.1%	13.9%	14.9%	其他流动负债	1,215	1,553	1,846	1,959	2,124	2,527
财务费用	-720	-573	-533	-779	-865	-774	流动负债	13,963	14,246	14,402	18,567	18,125	17,982
%销售收入	3.3%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	1.9%	长期贷款	1,794	1,653	3,209	3,209	3,209	3,209
资产减值损失	-10	71	91	-72	-84	-93	其他长期负债	1,138	1,696	2,017	994	994	164
公允价值变动收益	12	8	-18	7	7	7	负债	16,895	17,595	19,628	22,771	22,328	21,355
投资收益	6	22	17	21	21	21	普通股股东权益	12,573	14,591	16,112	19,196	22,321	26,492
%税前利润	0.2%	0.8%	0.7%	0.5%	0.5%	0.4%	其中：股本	2,592	2,591	2,625	2,687	2,687	2,687
营业利润	2,692	2,503	2,322	3,899	3,937	5,164	未分配利润	7,241	9,100	10,594	13,678	16,804	20,974
营业利润率	12.4%	11.0%	10.8%	12.5%	11.3%	12.8%	少数股东权益	56	108	127	127	127	127
营业外收支	28	91	57	88	80	90	负债股东权益合计	29,523	32,295	35,866	42,093	44,776	47,974
税前利润	2,720	2,594	2,378	3,987	4,017	5,254	比率分析						
利润率	12.5%	11.4%	11.0%	12.8%	11.5%	13.0%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-477	-396	-410	-634	-623	-814	每股指标						
所得税率	17.6%	15.3%	17.3%	15.9%	15.5%	15.5%	每股收益	0.863	0.840	0.744	1.277	1.293	1.691
净利润	2,242	2,198	1,968	3,353	3,394	4,439	每股净资产	4.849	5.630	6.137	7.314	8.504	10.093
少数股东损益	5	19	15	0	0	0	每股经营现金净流	1.727	1.754	2.463	2.171	2.325	2.612
归属于母公司的净利润	2,238	2,178	1,953	3,353	3,394	4,439	每股股利	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100
净利率	10.3%	9.6%	9.0%	10.8%	9.7%	11.0%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	17.80%	14.93%	12.12%	17.47%	15.21%	16.76%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	7.58%	6.74%	5.45%	7.96%	7.58%	9.25%
净利润	2,242	2,198	1,968	3,353	3,394	4,439	投入资本收益率	12.52%	9.66%	8.21%	11.27%	11.07%	12.96%
少数股东损益	5	19	15	0	0	0	增长率						
非现金支出	1,162	1,384	1,376	1,872	1,987	2,064	主营业务收入增长率	15.21%	4.57%	-5.16%	44.21%	12.05%	15.43%
非经营收益	483	437	463	910	832	723	EBIT增长率	-4.01%	-8.65%	-5.67%	60.96%	2.91%	23.62%
营运资金变动	591	527	2,659	-301	33	-207	净利润增长率	10.54%	-2.66%	-10.33%	71.66%	1.24%	30.79%
经营活动现金净流	4,478	4,546	6,466	5,834	6,247	7,019	总资产增长率	13.31%	9.39%	11.06%	17.36%	6.37%	7.14%
资本开支	-3,026	-4,057	-6,291	-5,010	-4,464	-3,454	资产管理能力						
投资	0	0	-18	-109	-111	-114	应收账款周转天数	26.1	24.6	27.2	28.0	25.0	25.0
其他	-12	-54	47	-79	-79	-79	存货周转天数	40.4	47.9	56.2	53.0	52.0	52.0
投资活动现金净流	-3,038	-4,112	-6,261	-5,198	-4,654	-3,647	应付账款周转天数	47.6	42.7	44.7	43.0	43.0	43.0
股权募资	0	32	0	0	0	0	固定资产周转天数	278.6	267.7	354.3	256.4	240.5	213.3
债权募资	-311	123	51	1,557	-1,262	-2,115	偿债能力						
其他	-2,275	-73	-437	-1,120	-1,209	-1,109	净负债/股东权益	61.30%	67.70%	63.07%	60.79%	50.62%	34.18%
筹资活动现金净流	-2,586	82	-386	437	-2,471	-3,224	EBIT利息保障倍数	4.7	5.4	5.5	6.0	5.6	7.7
现金净流量	-1,146	516	-181	1,072	-878	149	资产负债率	57.23%	54.48%	54.72%	54.10%	49.87%	44.51%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	13	42	49	89
增持	0	2	5	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.13	1.11	1.11	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-05-01	买入	8.35	11.52 ~ 11.52
2	2020-06-11	买入	9.65	12.61 ~ 12.61
3	2020-08-28	买入	13.42	N/A
4	2020-10-29	买入	12.64	N/A
5	2021-02-28	买入	17.65	N/A
6	2021-03-26	买入	15.18	N/A
7	2021-04-07	买入	16.49	N/A
8	2021-07-01	买入	13.35	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402