

四季度纸价触底回升，新增产能投放业绩快速增长

——太阳纸业(002078)2021年三季度报点评

核心观点:

- **事件:** 10月27日，公司发布2021年三季度报告。报告期内，公司实现总营业收入237.15亿元，同比增长51.64%；实现归母净利润27.68亿元，同比增长100.28%；基本每股收益1.05元/股。
- **新增产能逐步释放营收增速较快，成本驱动新一轮纸价上涨。** 其中，第三季度单季公司实现营收79.02亿元，同比增长51.65%，实现归母净利润5.37亿元，同比增长20.43%。伴随着老挝基地年产80万吨的新增产能的释放，公司销售收入大幅增长。但由于大宗材料物资价格上涨导致营业成本增加。报告期内，公司综合毛利率为19.98%，较去年同期下跌3.35%。三季度需求疲软，库存偏高，供需失衡文化纸价格低位运行，第三季度单季公司毛利率为14.42%，同比下跌8.15%，环比下跌7.72%。伴随此轮“能耗双控”纸厂停机，供应端收紧，同时原材料价格持续走高，压力传导至下游，第四季度纸价迎来增长。
- **期间费用控制良好，盈利能力提升。** 公司期间费用率为5.91%，较去年同期降低2.26pct。其中，销售费用率为0.39%，同比降低0.1pct；管理费用率为2.28%，较去年同期降低0.91pct；研发费用率为1.25%，较去年同期降低0.71pct；财务费用率为1.99%，较去年同期降低0.54pct。净利率方面，报告期内公司销售净利率为11.71%，同比上升2.8%，其中第三季度销售净利率为6.82%，同比下跌1.86%，环比二季度下降6.96%。公司期间费用控制良好，且营收增幅较大导致净利率上升。
- **品类拓展顺利，规模优势不断深化。** 目前，公司已形成以文化纸为主，多品类共同前行的发展格局，通过上、中、下游全面布局，充分发挥各业务协同效应。2021年中，公司实现营业总收入158.13亿元，其中文化纸占比第一，为29.53%，牛皮箱板纸、铜版纸、溶解浆分别占比27.33%、14.31%、11.59%。
- **广西基地产能开始投放，林纸浆一体化战略持续推进。** 广西基地纸、浆项目开始陆续投产，9月26日，55万吨/年广西PM1文化纸生产线开机试产；10月15日，12万吨PM5生活用纸生产线开机试产，业绩成长确定性强。预计该基地配套的80万吨/年化学木浆、20万吨/年化机浆及其他项目将在今年四季度至明年上半年陆续投产，将为华南市场提供坚实支撑，未来公司将实现超过1000万吨的产能。
- **投资建议:** 公司继续扩大产能优势，业绩增长确定性强。伴随纸价提升四季度利润有望进一步改善。看好未来广西生产基地各个项目投产后的发展，预计公司2021/22/23年能够实现基本每股收益1.40/1.53/1.69元，对应PE为8X、7X、7X，维持“推荐”评级。

太阳纸业 (002078.SZ)

推荐 维持评级

分析师

陈柏儒

✉: chenbairu_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130521080001

公司数据时间

2021.10.27



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

● **盈利预测**

单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
总营业收入	21588.65	31280.90	35475.44	38429.32
同比增速 (%)	-5.16	44.90	13.41	8.33
归母净利润	1953.11	3749.41	4100.92	4551.97
同比增速 (%)	-10.33	91.97	9.38	11.00
EPS(元/股)	0.75	1.40	1.53	1.69
PE	19.24	7.93	7.25	6.53

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理及预测（股价为2021/10/27收盘价）

风险提示：经济增长不及预期的风险；市场竞争加剧的风险。

表：财务报表和主要财务比率

利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	21588.65	31280.90	35475.44	38429.32	流动资产	10000.80	22419.58	32787.94	49290.44
营业成本	17392.32	23542.20	27120.34	29633.22	现金	2969.72	12332.76	20845.37	36056.28
营业税金及附加	105.93	140.76	134.81	122.97	应收账款	1609.54	2399.63	2818.60	3195.42
营业费用	103.23	1345.08	1241.64	1133.66	其它应收款	75.67	85.70	83.59	66.33
管理费用	652.54	969.71	1170.69	1152.88	预付账款	345.71	430.82	439.35	420.79
财务费用	533.15	237.31	238.68	242.15	存货	2896.62	3763.53	4921.78	6108.50
资产减值损失	-59.09	0.00	0.00	0.00	其他	2103.54	3407.14	3679.26	3443.12
公允价值变动收益	-18.19	0.00	0.00	0.00	非流动资产	25865.54	19665.94	12168.33	3350.57
投资净收益	16.84	21.90	31.93	23.06	长期投资	203.84	238.84	273.84	308.84
营业利润	2321.81	4490.42	4911.52	5473.21	固定资产	20954.49	14607.25	6940.01	-2047.23
营业外收入	65.62	72.37	78.19	64.32	无形资产	1023.22	1123.86	1233.49	1392.97
营业外支出	9.11	9.00	9.00	9.00	其他	3683.99	3695.99	3720.99	3695.99
利润总额	2378.32	4553.79	4980.71	5528.53	资产总计	35866.34	42085.52	44956.27	52641.01
所得税	410.46	774.14	846.72	939.85	流动负债	14401.77	16748.93	15465.69	18576.75
净利润	1967.85	3779.64	4133.99	4588.68	短期借款	7764.42	7977.42	7853.42	8253.42
少数股东损益	14.74	30.24	33.07	36.71	应付账款	2440.62	3526.82	4255.29	5540.19
归属母公司净利润	1953.11	3749.41	4100.92	4551.97	其他	4196.73	5244.70	3356.98	4783.14
EBITDA	4331.28	15133.10	16879.56	18748.22	非流动负债	5225.98	5255.98	5275.98	5260.98
EPS(元)	0.75	1.40	1.53	1.69	长期借款	3208.92	3238.92	3258.92	3243.92
					其他	2017.05	2017.05	2017.05	2017.05
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	负债合计	19627.75	22004.91	20741.67	23837.73
经营活动现金流	6615.91	13490.36	13008.36	19046.39	少数股东权益	126.96	157.20	190.27	226.98
净利润	1967.85	3779.64	4133.99	4588.68	归属母公司股东权益	16111.63	19923.41	24024.33	28576.30
折旧摊销	1435.46	10372.24	11693.24	13014.24	负债和股东权益	35866.34	42085.52	44956.27	52641.01
财务费用	504.16	237.31	238.68	242.15					
投资损失	-16.84	-21.90	-31.93	-23.06	主要财务比率(%)	2020A	2021E	2022E	2023E
营运资金变动	2658.54	-821.57	-2964.99	1269.46	营业收入	-5.16%	44.90%	13.41%	8.33%
其它	66.73	-55.37	-60.63	-45.09	营业利润	-7.24%	93.40%	9.38%	11.44%
投资活动现金流	-6261.35	-4195.37	-4153.07	-3978.33	归属母公司净利润	-10.33%	91.97%	9.38%	11.00%
资本支出	-6290.58	-4070.27	-4075.00	-4141.39	毛利率	19.44%	24.74%	23.55%	22.89%
长期投资	-18.05	-155.00	-115.00	130.00	净利率	9.05%	11.99%	11.56%	11.85%
其他	47.28	29.90	36.93	33.06	ROE	12.12%	18.82%	17.07%	15.93%
筹资活动现金流	-386.73	68.06	-342.68	142.85	ROIC	8.14%	11.78%	11.46%	11.19%
短期借款	-1171.74	213.00	-124.00	400.00	P/E	19.24	7.93	7.25	6.53
长期借款	1556.33	30.00	20.00	-15.00	P/B	2.35	1.49	1.24	1.04
其他	-771.32	-174.94	-238.68	-242.15	EV/EBITDA	11.11	2.04	1.32	0.39
现金净增加额	-31.12	9363.04	8512.61	15210.91	PS	1.34	0.95	0.84	0.77

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理及预测

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

陈柏儒，轻工制造行业首席分析师，北京交通大学技术经济硕士，12年行业分析师经验、8年轻工制造行业分析师经验。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn