

2021 三季度报点评：业绩符合市场预期，广西基地陆续投产 买入（维持）

2021 年 10 月 29 日

证券分析师 张潇

执业证号：S0600521050003

zhangxiao@dwzq.com.cn

证券分析师 邹文婕

执业证号：S0600521060001

zouwj@dwzq.com

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	21,589	30,817	35,786	39,951
同比（%）	-5.2%	42.7%	16.1%	11.6%
归母净利润（百万元）	1,953	3,353	4,169	4,576
同比（%）	-10.3%	71.7%	24.3%	9.8%
每股收益（元/股）	0.73	1.25	1.55	1.70
P/E（倍）	15.45	9.00	7.24	6.59

投资要点

■ **业绩符合市场预期，落于预告中枢。**公司 2021Q1-3 实现营业收入 237.15 亿元，同比+51.6%；归母净利润 27.68 亿元，同比+100.3%。其中 2021Q3 实现营业收入 79.02 亿元，同比+51.7%，环比-3.3%；归母净利润 5.37 亿元，同比+20.4%，环比-52.2%。业绩符合市场预期，落于此前预告中枢位置。

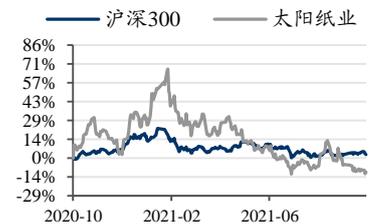
■ **2021Q3 盈利能力环比下行主要受行业低景气度及能源成本上升影响。**公司 2021Q1-3 毛利率为 20.0%，同比-3.35pp；其中 2021Q3 毛利率为 14.4%，同比-8.14pp，环比-7.72pp。2021Q1-3 销售净利率 11.7%，同比+2.80%；2021Q3 销售净利率 6.8%，同比-1.86pp，环比-6.96pp。分产品来看，**1）文化纸：**2021Q2 海外疫情反复，进口成品纸冲击下文化纸价持续下跌至年初低位，并延续至 2021Q3。**2）溶解浆：**根据 CCFEI 数据，2021Q1/Q2/Q3 溶解浆均价分别为 6752、8664、7676 元/吨，2021Q1-3 溶解浆价格变动趋势与纸浆接近，但 2021Q3 跌幅小于纸浆。截至 2021 年 10 月 27 日，溶解浆价格为 6800 元/吨，我们预计 2021Q4 溶解浆价格仍将延续小幅回落趋势。**3）能源成本：**2021 年 3 月以来，动力煤价格大幅攀升，2021Q3 动力煤平均市场价（Q5500，山西产）为 1143.5 元/吨，环比+31%。公司自备热电厂，煤炭价格上涨对公司成本端带来一定扰动，拖累 2021Q3 净利润。2021Q4 来看，动力煤价格于 21 年 10 月 20 日达到年内高位 2592.5 元后开始大幅回落。截至 2021 年 10 月 28 日，动力煤市场价（Q5500，山西产）为 1700 元。我们预计后续动力煤价格将继续回落，能源成本压力有望边际缓解。

■ **广西产能开始逐渐释放，中长期林浆纸一体化抵御周期波动。**2021 年 9 月 26 日公司广西 55 万吨文化纸产能提前投产，10 月 15 日 12 万吨生活用纸产线开机试产，标志着广西基地陆续进入投产周期。我们预计广西基地文化纸配套的 80 万吨化学浆、20 万吨化机浆等项目将于 2021Q4-2022H1 陆续投产，驱动公司业绩的持续增长。中长期看，公司老挝基地自有林地已进入收获期，可轮伐木材逐年提升，成本优势将进一步巩固。

■ **盈利预测与投资评级：**行业景气度偏弱叠加能源成本压力拖累净利润水平，维持此前盈利预测，我们预计公司 2021-2023 年净利润分别为 33.5、41.7、45.8 亿元，对应 PE9、7、7X。公司林浆纸一体化布局以及较为完善的产品结构抗平价格波动，中长期看，老挝自有林地逐渐进入轮伐期，成本优势持续加强，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**进口纸冲击，原材料价格波动，产能投放推迟等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.23
一年最低/最高价	10.92/21.58
市净率(倍)	1.59
流通 A 股市值(百万元)	29340.69

基础数据

每股净资产(元)	7.05
资产负债率(%)	54.66
总股本(百万股)	2687.00
流通 A 股(百万股)	2612.71

相关研究

- 1、《太阳纸业 (002078)：2021 三季度报预告点评：业绩基本符合预期，静待景气拐点》2021-10-14
- 2、《太阳纸业 (002078)：2021 中报点评：业绩高增，静待文化纸景气度回升》2021-09-02
- 3、《太阳纸业 (002078)：中报延续高增，看好文化纸 Q3 触底反弹》2021-07-02

太阳纸业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	10,001	14,886	16,737	21,569	营业收入	21,589	30,817	35,786	39,951
现金	2,970	4,164	6,025	10,081	减:营业成本	17,392	24,604	28,459	31,892
应收账款	1,660	5,188	4,695	5,292	营业税金及附加	106	183	199	214
存货	2,897	2,511	3,357	3,086	营业费用	103	104	107	120
其他流动资产	2,474	3,023	2,660	3,109	管理费用	1,063	1,325	1,467	1,678
非流动资产	25,866	27,572	29,422	31,727	研发费用	411	555	573	679
长期股权投资	204	275	348	421	财务费用	533	519	461	443
固定资产	20,954	22,812	24,858	27,305	资产减值损失	59	64	94	99
在建工程	2,435	2,144	1,796	1,502	加:投资净收益	17	15	18	17
无形资产	1,023	1,095	1,179	1,261	其他收益	31	0	0	0
其他非流动资产	1,249	1,245	1,241	1,237	资产处置收益	-8	-6	-8	-7
资产总计	35,866	42,458	46,159	53,296	营业利润	2,322	4,025	5,008	5,512
流动负债	14,402	18,389	18,784	22,224	加:营业外净收支	57	58	68	61
短期借款	7,764	6,764	7,564	8,064	利润总额	2,378	4,083	5,076	5,573
应付账款	2,881	7,467	7,237	9,241	减:所得税费用	410	705	876	962
其他流动负债	3,756	4,157	3,983	4,919	少数股东损益	15	25	31	35
非流动负债	5,226	4,653	4,026	3,381	归属母公司净利润	1,953	3,353	4,169	4,576
长期借款	4,039	3,466	2,840	2,195	EBIT	3,026	4,540	5,462	5,888
其他非流动负债	1,187	1,187	1,187	1,187	EBITDA	4,462	5,989	7,132	7,813
负债合计	19,628	23,041	22,811	25,605	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	127	152	184	218	每股收益(元)	0.73	1.25	1.55	1.70
归属母公司股东权益	16,112	19,265	23,165	27,472	每股净资产(元)	5.93	7.08	8.53	10.13
负债和股东权益	35,866	42,458	46,159	53,296	发行在外股份(百万股)	2625	2687	2687	2687
					ROIC(%)	9.5%	14.4%	16.0%	17.2%
					ROE(%)	12.1%	17.5%	18.0%	16.7%
现金流量表 (百万元)									
	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	19.4%	20.2%	20.5%	20.2%
经营活动现金流	6,616	7,177	5,868	9,066	销售净利率(%)	9.0%	10.9%	11.6%	11.5%
投资活动现金流	-6,261	-3,149	-3,511	-4,223	资产负债率(%)	54.7%	54.3%	49.4%	48.0%
筹资活动现金流	-387	-2,834	-497	-786	收入增长率(%)	-5.2%	42.7%	16.1%	11.6%
现金净增加额	-31	1,194	1,861	4,057	净利润增长率(%)	-10.3%	71.7%	24.3%	9.8%
折旧和摊销	1,435	1,449	1,670	1,925	P/E	15.45	9.00	7.24	6.59
资本开支	6,309	1,635	1,778	2,231	P/B	1.90	1.59	1.32	1.11
营运资本变动	2,655	1,837	-454	2,093	EV/EBITDA	9.35	6.42	5.17	4.19

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

