

太阳纸业(002078)

点评报告

行业公司研究——造纸行业

证券研究报告

纸价止跌回暖，期待 Q4 盈利环比改善

——太阳纸业点评报告

分析师: 史凡可 执业证书编号: S1230520080008
 联系人: 傅嘉成
 邮箱: shifanke@stocke.com.cn

报告导读

公司发布三季报: 前三季度实现收入 237.15 亿元 (+51.64%), 归母净利润 27.68 亿元 (+100.28%); 单 Q3 实现收入 79.02 亿元 (+51.64%), 归母净利润 5.37 亿元 (+20.43%), 业绩符合预期。

投资要点

Q3 回顾: 价格+成本双向挤压, 吨利基本触底

细分纸种来看, (1) 文化纸: Q3 东南亚低价进口纸冲击+双减影响, 供需表现偏弱, 且浆价渐进下行区间, 文化纸价&出货表现略有承压, Q3 铜版纸/双胶纸均价分别为 5446、5458 元/吨, 同比+2.69%、+0.75%, 环比-20.33%、-17.85%。价格低位叠加高价浆陆续反映、能源成本走高, 预计 Q3 季度吨净利 200-300 元/吨。(2) 箱板纸: 受供给收缩、海运费高位影响, 外废价格处于历史高位(美废当前价格 355 美元/吨), 老挝箱板盈利略有压缩、国内受益于自给替代浆盈利表现较优, 期内需求较为疲软, 纸价提涨动力偏弱, Q3 箱板纸均价 5111 元/吨(同比+14.30%、环比+3.05%), 预计 Q3 季度吨净利 400-500 元/吨。(3) 溶解浆: 淡季价格略有走低, 预期吨利环比走低但仍维持相对较高水平, Q3 溶解浆均价 7681 元/吨, 同比+44.39%、环比-11.35%。综合来看, 期内供需格局偏弱、成本高位双头挤压盈利, 预计吨利基本触底。

Q4 展望: 纸价止跌回暖趋势确立, 吨利有望环比改善

(1) 文化纸: 9 月各地双控加码, 部分造纸大省处于重点管控区域, 行业供给有所收缩。考虑到前期小厂已经停机减亏, 行业开工率跌至 60% 左右的历史低位, 双控带来的供给改善实际有限, 但一定程度上缓解了库存压力, 目前铜版纸/双胶纸库存天数分别为 23.39、20.23 天, 相较 9 月中旬减少 2.75、2.26 天。此外, 伴随欧美需求修复, 海外成品纸价逐渐抬升, 对应进口纸价格优势趋弱、进口量呈现边际减少趋势, 供给格局有所改善; 9 月下旬出版商招标陆续开始, 需求开始向好。展望后市, 库存压力缓解、供需格局改善, 叠加能源成本上涨, 纸价企稳回暖动力充足, 9 月末各纸厂陆续发布 300 元/吨涨价函且逐步落地, 考虑木浆成本有所回落, 看好 Q4 吨利环比改善。根据卓创资讯, 铜版纸/双胶纸毛利率已有改善趋势, 当前毛利率分别为 5.36%、5.44%, 月变化+3.48pct、+4.11pct。(2) 箱板纸: 部分产能大省限产政策激进, 箱板/瓦楞位于双控重点区域产能占比分别为 42%/34%, 行业供给大幅收缩, 叠加旺季来临、能源成本上涨等因素, 近期废纸系涨幅最大, 当前箱板纸价 5620 元/吨, 月涨幅 467 元/吨, 旺季持续看好箱板纸价格表现和吨利抬升。(3) 溶解浆: 下游粘胶纤维厂商受双控、成本上涨等因素开工率略有下滑, 综合需求较为平稳, 预期溶解浆价格及吨利表现维稳, 当前出厂价约 7000 元/吨。

在建工程高位保障中期成长, 营运效率稳步提升

21Q3 公司在建工程 62.44 亿元 (21Q1/21Q2 分别为 33.28/50.74 亿元), 保障中期成长性; 固定资产 210.80 亿元 (21Q1/21Q2 分别为 215.97/212.72 亿元)。盈利能力方面, 21Q3 公司实现毛利率 14.42% (同比-8.15pct、环比-7.72pct), 主要系期内采用高价浆所致, 期间费用率为 6.58% (-5.44pct), 对应公司归母净利润率 6.79% (-1.76pct)。21Q3 公司应收账款 25.81 亿元 (较期初增加 9.72 亿元),

评级

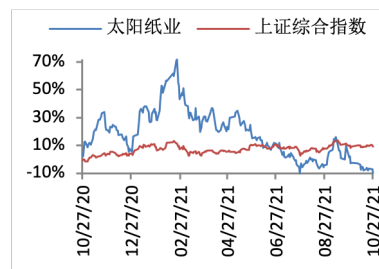
买入

上次评级 买入
 当前价格 ¥ 11.06

单季度业绩

元/股

3Q/2021	0.20
2Q/2021	0.43
1Q/2021	0.42
4Q/2020	0.22



公司简介

浆纸一体化龙头, 成长属性突出。

相关报告

- 《【浙商轻工】太阳纸业: 龙头优势不改, 静待需求拐点 210831》2021.08.31
- 《【浙商轻工】太阳纸业: Q1 亮眼兑现, Q2 预计更优 210430》2021.04.30
- 《【浙商轻工】太阳纸业: 20 年逐季改善, 21 年预期靓丽 210420》2021.04.20
- 《【浙商轻工】太阳纸业: Q1 超过预期, 溶解浆表现优异 210407》2021.04.08
- 《【浙商轻工】太阳纸业: 股权激励绑定, 21 年量利齐升 210326》2021.03.26

报告撰写人: 史凡可

联系人: 傅嘉成、杨舒妍

应收帐款周转天数 23.86 天 (-6.50 天); 应付票据及账款合计 44.17 亿元 (较期初增加 15.36 亿元); 存货 35.15 亿元 (较期初增加 6.18 亿元), 周转天数较去年同期减少 6.50 天至 14.73 天, 营运效率提升。现金流方面, Q3 期末公司经营性现金流净额为 5.14 亿元, 较上年同期减少 8.78 亿元。

□ 广西项目如期推进, 持续看好规模成长与效益提升

9 月 26 日广西 55 万吨文化纸、10 月中旬 6 万吨生活纸如期投产, 未来几个月, 其他纸、浆项目预期投产。伴随广西产能陆续落地, 公司自给浆比例提升、区位优势突出, 形成“山东-北方市场”、“广西-南方市场”、“老挝-原料优势”的战略布局, 针对南方市场较广西基地运费更为节约, 且广西基地能源、原料成本优势突出, 持续看好公司规模成长和效益提升。

□ 盈利预测及估值

公司中期成长动力充足, 成本优势领先行业, 当前处于估值、盈利双底部, 我们预计 2021-2023 年公司实现收入 302.38、337.75、349.20 亿元, 同比增加 40.06%、11.70%、3.39%; 归母净利润 31.61、34.45、36.90 亿元, 同比增加 61.85%、8.96%、7.13%, 对应 PE 分别为 9.18X、8.43X、7.87X, 底部持续建议关注!

□ 风险提示

纸价涨幅不及预期、双控限产加剧、能源成本上涨、需求不及预期

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	21588.65	30238.00	33775.03	34919.77
(+/-)	-5.16%	40.06%	11.70%	3.39%
归母净利润	1953.11	3161.18	3444.52	3689.94
(+/-)	-10.33%	61.85%	8.96%	7.13%
每股收益 (元)	0.75	1.20	1.31	1.41
P/E	14.72	9.18	8.43	7.87

表 1：季度财务数据

单位：百万元	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
营业总收入	5,451.08	5,325.09	5,624.83	6,361.71	5,552.36	4,875.93	5,210.34	5,950.02	7,643.48	8,169.72	7,901.62
YOY	8.13%	-1.97%	-0.20%	12.43%	1.86%	-8.43%	-7.37%	-6.47%	37.66%	67.55%	51.65%
归母净利润	380.24	506.46	598.43	692.99	536.02	400.46	445.72	570.92	1,108.00	1,123.52	536.80
YOY	-38.34%	-17.18%	4.37%	58.93%	40.97%	-20.93%	-25.52%	-17.62%	106.71%	180.56%	20.43%
扣非归母净利润	333.87	529.63	594.83	640.39	494.74	380.45	452.21	595.84	1,082.94	1,109.86	528.11
YOY	-44.71%	-12.77%	4.35%	48.90%	48.18%	-28.17%	-23.98%	-6.96%	118.89%	191.73%	16.78%
毛利率	17.70%	21.77%	23.84%	26.19%	24.59%	22.72%	22.56%	9.20%	23.44%	22.14%	14.42%
期间费用率	9.49%	10.94%	10.79%	12.32%	12.84%	12.38%	12.02%	-4.08%	5.49%	5.66%	6.58%
其中：销售费用	177.22	202.08	225.12	337.14	296.83	199.18	244.18	(636.96)	29.52	30.07	31.95
销售费用率	3.25%	3.79%	4.00%	5.30%	5.35%	4.08%	4.69%	-10.71%	0.39%	0.37%	0.40%
其中：管理费用	131.73	125.98	136.43	169.70	164.96	163.11	171.29	153.18	160.63	157.04	223.50
研发费用	63.79	96.57	106.06	145.81	107.78	99.19	99.71	104.20	70.08	112.80	113.37
管理+研发费用率	3.59%	4.18%	4.31%	4.96%	4.91%	5.38%	5.20%	4.33%	3.02%	3.30%	4.26%
其中：财务费用	144.77	157.84	139.32	130.90	143.13	142.07	111.06	136.90	159.56	162.10	150.99
财务费用率	2.66%	2.96%	2.48%	2.06%	2.58%	2.91%	2.13%	2.30%	2.09%	1.98%	1.91%
归母净利率	6.98%	9.51%	10.64%	10.89%	9.65%	8.21%	8.55%	9.60%	14.50%	13.75%	6.79%
存货	2,439.14	2,740.31	2,783.61	2,455.97	2,711.20	2,971.60	2,902.70	2,896.62	2,883.98	3,635.41	3,514.84
较上年同期增减	782.39	910.26	624.71	288.10	272.06	231.29	119.09	440.66	172.78	663.81	612.14
存货周转天数	46.21	51.06	51.67	47.21	55.53	61.40	60.34	55.40	44.45	48.13	45.61
较上年同期增减	7.02	11.60	10.18	7.32	9.32	10.35	8.66	8.19	-11.08	-13.27	-14.72
应收账款	1,976.84	1,737.75	1,831.35	1,607.40	2,617.74	2,028.62	1,909.47	1,609.54	2,853.42	2,742.59	2,581.06
较上年同期增减	143.86	-53.57	-295.42	143.67	640.90	290.87	78.12	2.14	235.68	713.97	671.59
应收账款周转天数	28.40	26.74	27.12	24.29	34.24	31.38	30.36	26.82	26.28	24.77	23.86
较上年同期增减	-2.64	-2.79	-4.48	-1.42	5.84	4.64	3.24	2.54	-7.97	-6.61	-6.50
应付账款及应付票据	6,004.57	4,984.11	4,838.50	2,635.19	2,328.70	1,828.36	2,596.37	2,881.29	3,368.32	4,332.01	4,417.37
较上年同期增减	1,821.40	-550.45	-1,593.65	-2,885.05	-3,675.87	-3,155.75	-2,242.13	246.10	1,039.62	2,503.65	1,821.00
预收账款(合同负债)	716.03	896.14	860.74	1,153.16	1,134.58	983.19	993.80	1,289.91	1,512.47	1,043.98	330.32
较上年同期增减	151.77	182.68	151.66	327.06	418.55	87.05	133.07	136.75	377.89	60.78	-663.49
经营性现金流净额	2670.16	-454.36	538.51	1,931.62	283.36	1,889.14	1,391.55	3,051.85	1,936.20	726.33	513.58
较上年同期增减	2,038.37	-1,902.43	-656.35	728.50	-2,386.80	2,343.50	853.04	1,120.24	1,652.84	-1,162.81	-877.97
筹资性现金流净额	-907.46	1,053.74	85.80	-151.89	481.92	305.44	-263.02	-911.07	496.68	1,106.40	1,420.27
较上年同期增减	-92.10	946.07	1,478.58	278.43	1,389.37	-748.30	-348.81	-759.18	14.77	800.96	1,683.29
资本开支	1,003.26	702.56	561.85	1,823.72	1,078.36	1,576.76	1,444.93	2,208.65	2,046.74	2,204.75	1,837.41
较上年同期增减	11.16	-240.61	62.06	1,223.69	75.10	874.20	883.08	384.93	968.38	628.00	392.49
ROE	2.99%	3.88%	4.40%	4.85%	3.60%	2.60%	2.85%	3.60%	6.64%	6.32%	2.87%
YOY (±)	-2.83%	-1.61%	-0.48%	1.32%	0.61%	-1.28%	-1.55%	-1.26%	3.04%	3.72%	0.02%
资产负债率	56.70%	56.06%	54.74%	54.48%	55.05%	54.10%	54.94%	54.72%	55.16%	55.65%	54.66%
YOY (±)	-0.09%	-3.28%	-4.77%	-2.74%	-1.65%	-1.96%	0.20%	0.24%	0.11%	1.55%	-0.28%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	10001	11470	10595	11984	营业收入	21589	30238	33775	34920
现金	2970	(69)	9	558	营业成本	17392	24047	26933	27611
交易性金融资产	0	2	3	2	营业税金及附加	106	164	173	180
应收账款	1660	4067	3340	3611	营业费用	103	333	372	385
其它应收款	76	164	187	168	管理费用	653	775	874	934
预付账款	346	701	653	674	研发费用	412	454	507	524
存货	2897	4504	3785	4712	财务费用	533	702	823	844
其他	2053	2101	2619	2258	资产减值损失	71	72	78	104
非流动资产	25866	27117	28744	30491	公允价值变动损益	(18)	(18)	(18)	(18)
金额资产类	0	64	21	28	投资净收益	17	17	17	17
长期投资	204	165	175	181	其他经营收益	23	16	20	20
固定资产	20954	23303	24679	26603	营业利润	2340	3707	4035	4357
无形资产	1023	1120	1191	1293	营业外收支	57	59	59	58
在建工程	2435	1676	1730	1395	利润总额	2397	3765	4094	4415
其他	1249	788	948	992	所得税	410	590	635	711
资产总计	35866	38587	39339	42475	净利润	1986	3176	3459	3705
流动负债	14402	14147	11079	10284	少数股东损益	15	15	15	15
短期借款	7764	4756	1671	0	归属母公司净利润	1953	3161	3445	3690
应付款项	2881	5181	4763	5136	EBITDA	4414	5845	6429	6995
预收账款	1290	1495	1800	1891	EPS (最新摊薄)	0.75	1.20	1.31	1.41
其他	2466	2714	2845	3257	主要财务比率				
非流动负债	5226	5026	5386	5613		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	3209	3409	3609	3809	成长能力				
其他	2017	1617	1777	1804	营业收入	(5.16%)	40.06%	11.70%	3.39%
负债合计	19628	19173	16465	15897	营业利润	(7.24%)	58.40%	8.85%	7.99%
少数股东权益	127	142	156	171	归属母公司净利润	(10.33%)	61.85%	8.96%	7.13%
归属母公司股东权益	16112	19273	22717	26407	获利能力				
负债和股东权益	35866	38587	39339	42475	毛利率	19.44%	20.48%	20.26%	20.93%
					净利率	9.20%	10.50%	10.24%	10.61%
					ROE	12.74%	17.73%	16.29%	14.92%
					ROIC	8.36%	12.65%	13.51%	13.39%
					偿债能力				
					资产负债率	54.72%	49.69%	41.85%	37.43%
					净负债比率	63.08%	49.53%	39.37%	32.23%
					流动比率	0.69	0.81	0.96	1.17
					速动比率	0.49	0.49	0.61	0.71
					营运能力				
					总资产周转率	0.63	0.81	0.87	0.85
					应收帐款周转率	13.42	16.12	14.77	14.08
					应付帐款周转率	8.17	8.74	8.43	7.97
					每股指标(元)				
					每股收益	0.75	1.20	1.31	1.41
					每股经营现金	2.52	2.34	2.72	2.45
					每股净资产	6.14	7.34	8.66	10.06
					估值比率				
					P/E	14.72	9.18	8.43	7.87
					P/B	1.80	1.51	1.28	1.10
					EV/EBITDA	10.98	6.71	5.65	4.93

现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	6616	6138	7126	6436
净利润	1986	3176	3459	3705
折旧摊销	1435	1454	1649	1845
财务费用	533	702	823	844
投资损失	(17)	(17)	(17)	(17)
营运资金变动	4699	1880	556	908
其它	(2021)	(1057)	656	(850)
投资活动现金流	(6261)	(3160)	(3095)	(3531)
资本支出	(4151)	(3018)	(3051)	(3407)
长期投资	(47)	(24)	32	(13)
其他	(2063)	(118)	(76)	(111)
筹资活动现金流	(387)	(3456)	(3857)	(2233)
短期借款	(1172)	(3008)	(3085)	(1671)
长期借款	1556	200	200	200
其他	(771)	(648)	(972)	(762)
现金净增加额	(32)	(478)	174	671

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>