

# 太阳纸业（002078）：盈利能力短期承压，静待边际改善

2021年10月29日

推荐/维持

太阳纸业 公司报告

**事件：**公司公布第三季度业绩。前三季度实现收入 237.15 亿元，同比+51.64%；实现归母净利润 27.68 亿元，同比+100.28%。第三季度实现收入 79.02 亿元，同比+51.65%，环比-3.28%；实现归母净利润 5.37 亿元，同比+20.43%，环比-52.22%。

**产品价格下滑拖累收入环比回落，原材料与能源成本上涨令 Q3 利润率承压。**前三季度公司受益于产能释放、主要产品价格普涨，收入同比高增。单从 Q3 来看，公司产销或保持稳健，但部分产品价格相对 Q2 回落明显，导致收入环比有所下滑；公司品类布局多元、转产灵活，一定程度分散了单一品类景气度下行的冲击。具体来看，非涂布文化纸和铜版纸（Q2 收入占比 41%）市场价格环比下滑约 20%，溶解浆（Q2 收入占比 13%）市场价格环比下滑约 10%，箱板纸（Q2 收入占比 30%）市场价格则环比平稳。公司 55 万吨文化纸、12 万吨生活用纸项目分别于 9 月、10 月投产，估算 Q4 造纸产能环比+12%，将贡献收入增量。

前三季度利润高增主要由于上半年利润率受产品价格普涨提振。Q3 业绩增速低于收入增速，主要由于市场浆价相对于文化纸跌幅有限，同时化工原材料与能源成本大幅上涨，致使公司利润率明显承压，Q3 毛利率环比下滑 7.72pct. 至 14.42%，净利率下滑 6.96pct. 至 6.79%。

**Q4 关注行业景气度边际改善，静待负面因素影响减弱。**（1）**文化纸：**Q3 以来文化纸需求端受到“双减”政策影响，供给端受到进口量高企的压力，价格显著回落。行业整体盈利能力已然较差的情况下，景气度缺乏进一步下行的空间。9 月以来纸企陆续停机限产，令行业供需有所改善；10 月以来纸企推动涨价，消化不断上涨的成本，稳定盈利能力。随着旺季到来，文化纸需求有望得到边际改善，推动纸价回暖。未来静待进口纸冲击减弱，以及煤价回落自备电厂优势重显。（2）**箱板纸：**Q4 为传统旺季，需求端有一定支撑。成本上涨压力下，龙头纸企成功推动多轮涨价。公司凭借新型纤维产能实现部分原材料自给，具备成本优势，若纸价提振则吨毛利有望改善。未来静待美废价格回落，老挝废纸浆生产恢复，成本优势将进一步显现；（3）**溶解浆：**受“双控”与成本上涨影响，下游粘胶纤维行业开工率下滑，拖累溶解浆价格，Q4 或暂时承压。

**木浆自给率将进一步提升，强化公司成本优势。**公司作为行业龙头，持续打造“林浆纸一体化”体系，强化成本优势。广西基地 80 万吨化学浆和 20 万吨化机浆项目预计将在 Q4 或明年年初投产。公司目前制浆产能以化机浆为主（产能 120 万吨/年），化学浆供给能力有限（产能 30 万吨/年）。随着广西木浆项目投产，木浆自给率的提升将增强公司成本优势，强化公司盈利能力与长期扩张能力。

**盈利预测与投资评级：**预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 33.73、36.00、38.61 亿元人民币，EPS 为 1.28、1.37、1.47 元，目前股价对应 PE 分别为 8.74、8.19、7.63 倍，维持“推荐”评级。

**风险提示：**宏观经济不及预期；疫情波动影响供需；行业产能投放过剩；项目投产进度不及预期。

## 公司简介：

公司已发展成为一家全球先进的跨国造纸集团和林浆纸一体化企业，主导产品有高级美术铜版纸、高级文化办公用纸、太阳生活用纸、特种纤维溶解浆等系列。

资料来源：公司公告、WIND

## 未来 3-6 个月重大事项提示：

无

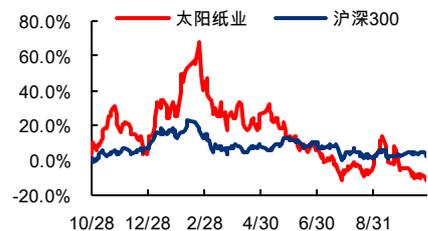
## 发债及交叉持股介绍：

2017-12-22 发行可转债

## 交易数据

52 周股价区间（元）	11.03-21.08
总市值（亿元）	301.75
流通市值（亿元）	293.41
总股本/流通 A 股（万股）	268700/261271
流通 B 股/H 股（万股）	0/0
52 周日均换手率	1.27

## 52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

## 首席分析师：刘田田

010-66554038 liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480521010001

## 分析师：常子杰

010-66554067 changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480521080005

## 研究助理：沈逸伦

010-66554045 shenyil@sxzq.net.cn

执业证书编号：S1480121050014

## 财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	22,762.70	21,588.65	31,870.11	33,553.25	34,907.17
增长率(%)	4.57%	-5.16%	47.62%	5.28%	4.04%
归母净利润(百万元)	2,178.12	1,953.11	3,372.57	3,600.06	3,861.14
增长率(%)	-1.99%	-10.45%	71.90%	6.75%	7.25%
净资产收益率(%)	14.93%	12.12%	17.94%	16.43%	15.26%
每股收益(元)	0.84	0.75	1.28	1.37	1.47
PE	13.37	14.97	8.74	8.19	7.63
PB	1.99	1.83	1.57	1.34	1.17

资料来源：公司财报、东兴证券研究所



附表：公司盈利预测表

资产负债表		单位:百万元					利润表		单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		
<b>流动资产合计</b>	11233	10001	12049	12955	15158	<b>营业收入</b>	22763	21589	31870	33553	34907		
货币资金	2535	2970	3506	3691	5236	<b>营业成本</b>	17631	17392	25910	27126	28116		
应收账款	1607	1610	2358	2482	2582	营业税金及附加	114	106	127	134	140		
其他应收款	174	76	90	95	99	营业费用	942	103	124	131	136		
预付款项	418	346	657	982	1320	管理费用	564	653	765	805	838		
存货	2456	2897	3549	3716	3852	财务费用	573	533	583	633	583		
其他流动资产	503	465	580	611	635	研发费用	412	411	414	470	524		
<b>非流动资产合计</b>	21062	25866	30878	30539	32076	资产减值损失	-69.30	-59.09	-20.00	0.00	0.00		
长期股权投资	155	204	204	204	204	公允价值变动收益	7.61	-18.19	0.00	0.00	0.00		
固定资产	16696	20954	24281	24862	24316	投资净收益	21.59	16.84	30.00	18.00	18.00		
无形资产	862	1023	1198	1369	1536	加:其他收益	27.56	31.16	30.00	30.00	30.00		
其他非流动资产	592	985	886	798	718	<b>营业利润</b>	2503	2322	4026	4302	4619		
<b>资产总计</b>	32295	35866	42927	43494	47234	营业外收入	93.36	65.62	65.00	65.00	65.00		
<b>流动负债合计</b>	14246	14402	17507	15942	15291	营业外支出	2.80	9.11	3.00	3.00	3.00		
短期借款	8936	7764	8953	6970	5934	<b>利润总额</b>	2594	2378	4088	4364	4681		
应付账款	1815	2441	3194	3344	3466	所得税	396	410	706	753	808		
预收款项	1153	1290	1481	1682	1892	<b>净利润</b>	2198	1968	3383	3611	3873		
一年内到期的非流动负债	867	1408	1408	1408	1408	少数股东损益	19	15	10	11	12		
<b>非流动负债合计</b>	3349	5226	6276	5276	6276	归属母公司净利润	2178	1953	3373	3600	3861		
长期借款	1653	3209	6109	5109	6109	<b>主要财务比率</b>							
应付债券	1038	830	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		
<b>负债合计</b>	17595	19628	23782	21217	21567	<b>成长能力</b>							
少数股东权益	108	127	137	148	160	营业收入增长	4.57%	-5.16%	47.62%	5.28%	4.04%		
实收资本(或股本)	2591	2625	2625	2625	2625	营业利润增长	-7.01%	-7.24%	73.41%	6.85%	7.36%		
资本公积	1570	1851	1851	1851	1851	归属于母公司净利润增长	-2.66%	-10.33%	72.68%	6.75%	7.25%		
未分配利润	9100	10594	13923	17476	21287	<b>获利能力</b>							
归属母公司股东权益合计	14591	16112	18797	21917	25296	毛利率(%)	22.54%	19.44%	18.70%	19.15%	19.45%		
<b>负债和所有者权益</b>	32295	35866	42927	43494	47234	净利率(%)	9.65%	9.12%	10.61%	10.76%	11.09%		
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	6.74%	5.45%	7.86%	8.28%	8.17%		
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE(%)	14.93%	12.12%	17.94%	16.43%	15.26%		
<b>经营活动现金流</b>	4686	6616	5926	5774	6149	<b>偿债能力</b>							
净利润	2198	1968	3383	3611	3873	资产负债率(%)	54%	55%	55%	49%	46%		
折旧摊销	1453.35	1435.46	#####	1851.10	1982.91	流动比率	0.79	0.69	0.69	0.81	0.99		
财务费用	573	533	583	633	583	速动比率	0.62	0.49	0.49	0.58	0.74		
应收帐款减少	-144	-2	-748	-125	-100	<b>营运能力</b>							
预收帐款增加	327	137	191	201	209	总资产周转率	0.74	0.63	0.81	0.78	0.77		
<b>投资活动现金流</b>	-4112	-6261	-6994	-1926	-3935	应收账款周转率	15	13	16	14	14		
公允价值变动收益	8	-18	0	0	0	应付账款周转率	11.04	10.15	11.31	10.26	10.25		
长期投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>							
投资收益	22	17	30	18	18	每股收益(最新摊薄)	0.84	0.75	1.28	1.37	1.47		
<b>筹资活动现金流</b>	80	-387	1604	-3663	-669	每股净现金流(最新摊薄)	0.25	-0.01	0.20	0.07	0.59		
应付债券增加	53	-208	-830	0	0	每股净资产(最新摊薄)	5.63	6.14	7.16	8.35	9.64		
长期借款增加	-141	1556	2900	-1000	1000	<b>估值比率</b>							
普通股增加	0	33	0	0	0	P/E	13.37	14.97	8.74	8.19	7.63		
资本公积增加	29	282	0	0	0	P/B	1.99	1.83	1.57	1.34	1.17		
<b>现金净增加额</b>	655	-32	536	185	1545	EV/EBITDA	8.64	9.26	6.84	5.79	5.25		

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	太阳纸业（002078）：产能持续扩张，关注旺季行业景气度回升	2021-09-01
公司	太阳纸业（002078）：2021年迎来量价齐升，成本优势有望加强	2021-04-21
公司	太阳纸业（002078）：林浆纸一体化布局正当时，多元化战略平抑周期波动	2020-04-10

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

### 常子杰

中央财经大学金融学硕士，2019年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

## 研究助理简介

### 沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士，2021年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300/恒生指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300/恒生指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526