

## 2021年业绩预告点评：成本压力下业绩承压，盈利改善可期

买入（维持）

2022年01月27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	2,965	3,469	3,977
同比（%）	-10.3%	51.8%	17.0%	14.6%
每股收益（元/股）	0.73	1.10	1.29	1.48
P/E（倍）	15.55	10.24	8.75	7.64

### 投资要点

- **业绩符合市场预期。**公司披露2021年年度业绩预告，公司预计2021年实现归母净利润28.5-31.2亿元，同比+45.9%-59.8%；中枢为29.85亿元，同比+52.8%；公司预计实现扣非归母净利润28.29-30.99亿元，同比+47.1%-61.1%；中枢为29.64亿元，同比+54.1%。
- **我们判断业绩底部已现，后续有望逐步改善。**根据业绩预告计算，公司2021Q4归母净利润为0.82-3.52亿元，同比下降35.4%-85.7%，环比2021Q3下降34.5%-84.8%；中枢为2.17亿元，同比-62.0%。2021Q4扣非归母净利润为1.08-3.78亿元，同比下降36.5%-81.9%；环比2021Q3下降28.4%-79.5%；中枢为2.43亿元，同比-59.2%。2021Q4业绩承压原因主要有：1）终端需求偏弱提价受阻，双减政策加剧文化纸需求走弱；2）能源成本高位；3）海运费上涨致使老挝基地美废原材料价格上涨，成本优势被削弱。后续来看，前期压制因素正在逐步缓解：1）能源成本已逐步回归合理区间；2）海运费已有所回落；3）行业已处于盈亏平衡线附近接近半年时间，头部纸企提价意愿较强，2022M2-3文化纸提价函已陆续发布，同时中小纸企或部分退出，供需格局有望改善。我们认为2021Q4业绩已触底，预计公司盈利水平将于2022Q1起开始回升。
- **广西基地产能陆续投放，林浆纸一体化布局日益成熟。**2021年广西项目一期的文化纸、生活用纸及配套化机浆已经投产，加上本部特种纸项目，2021年公司造纸产能增加超过70万吨。同时，老挝基地自有林地可轮伐面积逐年增加，公司林浆纸一体化布局日渐成熟，成本优势不断巩固。
- **盈利预测及投资评级：**需求偏弱及能源成本压力下2021Q4业绩承压，后续有望逐步修复，根据2021年业绩预告下调盈利预测，预计公司2021-2023年归母净利润分别为29.7、34.7、39.8亿元，对应PE10X、9X、8X。前期压制因素逐步缓解，我们判断盈利能力将逐渐修复，当前估值处于低位，具有较强安全边际，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动；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)	11.30
一年最低/最高价	10.92/21.75
市净率(倍)	1.60
流通A股市值(百万元)	29523.65

### 基础数据

每股净资产(元)	7.12
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 三季度报点评：业绩符合市场预期，广西基地陆续投产》2021-10-29
- 2、《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
- 3、《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

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
<b>流动资产</b>	<b>10,001</b>	<b>14,779</b>	<b>15,942</b>	<b>20,053</b>	<b>营业收入</b>	<b>21,589</b>	<b>30,817</b>	<b>35,786</b>	<b>39,951</b>
现金	2,970	3,953	5,161	8,494	减:营业成本	17,392	25,074	29,295	32,585
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	2,614	3,426	3,157	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
<b>非流动资产</b>	<b>25,866</b>	<b>27,572</b>	<b>29,422</b>	<b>31,727</b>	研发费用	411	555	573	679
长期股权投资	204	275	348	421	财务费用	533	522	477	480
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
<b>资产总计</b>	<b>35,866</b>	<b>42,351</b>	<b>45,364</b>	<b>51,780</b>	<b>营业利润</b>	<b>2,322</b>	<b>3,552</b>	<b>4,156</b>	<b>4,782</b>
<b>流动负债</b>	<b>14,402</b>	<b>18,672</b>	<b>19,086</b>	<b>22,408</b>	加:营业外净收支	57	58	68	61
短期借款	7,764	6,764	7,564	8,064	<b>利润总额</b>	<b>2,378</b>	<b>3,610</b>	<b>4,224</b>	<b>4,843</b>
应付账款	2,881	7,665	7,471	9,365	减:所得税费用	410	623	729	836
其他流动负债	3,756	4,243	4,051	4,979	少数股东损益	15	22	26	30
<b>非流动负债</b>	<b>5,226</b>	<b>4,653</b>	<b>4,026</b>	<b>3,381</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,953</b>	<b>2,965</b>	<b>3,469</b>	<b>3,977</b>
长期借款	4,039	3,466	2,840	2,195	EBIT	3,026	4,070	4,626	5,194
其他非流动负债	1,187	1,187	1,187	1,187	EBITDA	4,462	5,519	6,296	7,119
<b>负债合计</b>	<b>19,628</b>	<b>23,325</b>	<b>23,112</b>	<b>25,789</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	127	149	176	206	每股收益(元)	0.73	1.10	1.29	1.48
归属母公司股东权益	16,112	18,876	22,077	25,785	每股净资产(元)	5.93	6.93	8.12	9.50
<b>负债和股东权益</b>	<b>35,866</b>	<b>42,351</b>	<b>45,364</b>	<b>51,780</b>	发行在外股份(百万股)	2625	2687	2687	2687
					ROIC(%)	9.5%	13.0%	13.7%	15.2%
					ROE(%)	12.1%	15.8%	15.8%	15.5%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	毛利率(%)	19.4%	18.6%	18.1%	18.4%
经营活动现金流	6,616	6,969	5,231	8,379	销售净利率(%)	9.0%	9.6%	9.7%	10.0%
投资活动现金流	-6,261	-3,149	-3,511	-4,223	资产负债率(%)	54.7%	55.1%	50.9%	49.8%
筹资活动现金流	-387	-2,837	-513	-823	收入增长率(%)	-5.2%	42.7%	16.1%	11.6%
现金净增加额	-31	983	1,208	3,333	归母净利润增长率(%)	-10.3%	51.8%	17.0%	14.6%
折旧和摊销	1,435	1,449	1,670	1,925	P/E	15.55	10.24	8.75	7.64
资本开支	6,309	1,635	1,778	2,231	P/B	1.91	1.63	1.39	1.19
营运资本变动	2,655	2,018	-402	1,974	EV/EBITDA	9.39	7.04	6.02	4.85

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>

