

太阳纸业 (002078.SZ) 文化纸涨价落地, 盈利改善, 看好造纸龙头长期发展

2022年02月22日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

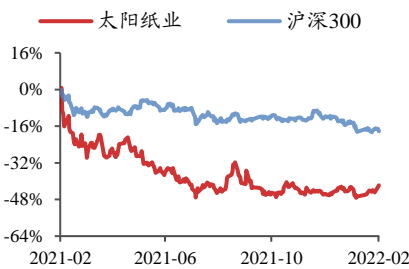
吕明 (分析师)

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

日期	2022/2/22
当前股价(元)	12.15
一年最高最低(元)	21.75/10.92
总市值(亿元)	326.47
流通市值(亿元)	317.44
总股本(亿股)	26.87
流通股本(亿股)	26.13
近3个月换手率(%)	52.8

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-Q4 业绩承压, 格局优化、浆纸一体化提升龙头优势》

-2022.1.27

《公司信息更新报告-短期业绩承压, 浆纸一体化助力公司成长》

-2021.10.28

《公司信息更新报告-2021H1 业绩符合预期, 看好下半年文化纸景气度》

-2021.8.31

● **Q1 文化纸涨价落地、盈利水平恢复, 成本管控能力优秀, 维持“买入”评级**
2022Q1 文化纸供需格局改善, 前期发布涨价函顺利落地, 盈利能力有望逐步恢复。预计文化纸行业回归常态、稳健发展, 影响短期价格大幅波动的因素减弱, 维持 2021 年盈利预测不变, 下调 2022-2023 年盈利预测, 预计 2021-2023 年公司归母净利润为 29.92/29.25/30.77 亿元 (原为 29.92/35.80/40.23 亿元), 对应 EPS 为 1.11/1.09/1.14 元, 当前股价对应 PE 为 10.9/11.2/10.6 倍, 广西项目陆续投产、老挝林地不断建设持续提升林浆纸一体化, 未来继续把控成本, 多种发电方式并存, 根据周期实现产线之间灵活转产, 看好公司发展, 维持“买入”评级。

● **文化纸销售符合预期, 供需格局改善, 涨价落地, 盈利水平有望恢复**

2022 年 Q1 公司文化纸销售符合预期, 随着进口纸不断减少, 文化纸出口不断增加, 文化纸涨价已逐步落地, 并开始向下游传导。随着文化纸春季招标不断开展, 文化纸需求端有所恢复, 但供给端成本上涨, 致使小厂复产复工率不高, 小厂受各方面影响产能恢复较慢。目前大厂盈利情况逐渐好转, 预计仍有上涨空间, 行业维持稳健发展, 预计未来文化纸价格将保持平稳上涨。

● **高端箱板纸不断提升, 广西项目、老挝林地进一步提升林浆纸一体化水平**

中高端箱板纸占比增加有望提升箱板纸盈利能力, 随着广西项目陆续投产以及新型纤维原料的生产, 中高端箱板纸占比不断提升, 目前公司的中高端产品占比在 60%-70% 之间, 主要得益于原料多样化; 广西项目陆续投产, 文化纸、生活用纸的放量利于开拓市场, 纸浆的投产有望从成本端驱动公司增长。2022 年化学浆、化机浆经过产能爬坡后预计将进一步提升纸浆自给比例, 老挝林地面积不断增加, 浆纸一体化水平得到提升, 有望降低原材料成本、增厚利润。

● **多措施应对能源、原材料波动, 提升成本控制能力**

实行多种方式发电并存, 产线之间灵活转产。公司未来主要措施有: (1) 减少能源价格波动带来的影响, 未来公司预计将采取碱回收发电、垃圾发电、新能源发电等多种方式。(2) 根据周期性合理调配生产情况, 实现产线之间的灵活转产。

● **风险提示:** 需求恢复不及预期, 原材料价格波动, 公司产能不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	22,763	21,589	31,519	32,509	34,037
YOY(%)	4.6	-5.2	46.0	3.1	4.7
归母净利润(百万元)	2,178	1,953	2,992	2,925	3,077
YOY(%)	-2.7	-10.3	53.2	-2.2	5.2
毛利率(%)	22.5	19.4	19.7	18.2	18.4
净利率(%)	9.6	9.0	9.5	9.0	9.0
ROE(%)	14.9	12.1	16.2	13.6	12.7
EPS(摊薄/元)	0.81	0.73	1.11	1.09	1.14
P/E(倍)	15.0	16.7	10.9	11.2	10.6
P/B(倍)	2.3	2.1	1.8	1.5	1.4

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、文化纸涨价落地，盈利水平有望恢复	3
2、箱板纸中高端产品占比不断提高，箱板纸盈利能力仍有提升空间	4
3、广西项目陆续投产推动放量，纸浆产能、老挝林地推动浆纸一体化水平提升	4
4、多措施应对能源、原材料波动，提升成本控制能力	4
5、盈利预测与投资建议	4
6、风险提示	4
附：财务预测摘要	5

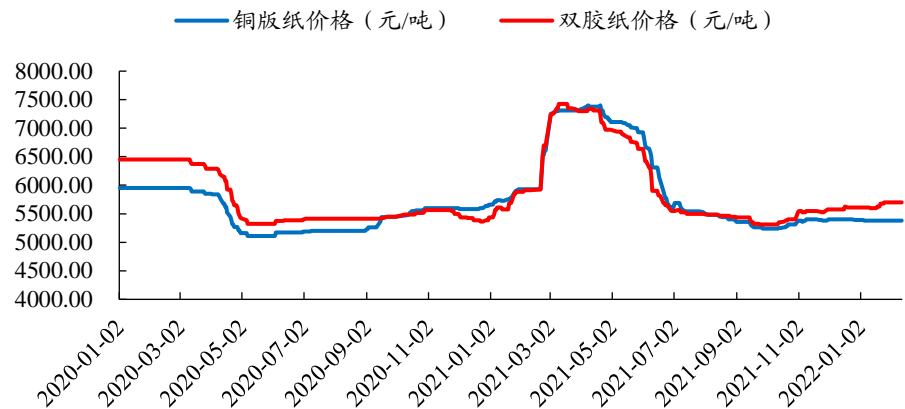
图表目录

图 1： 2022Q1 供求关系改善，文化纸价格逐步恢复	3
图 2： 文化纸涨价落地，盈利水平有望恢复	3

1、文化纸涨价落地，盈利水平有望恢复

供求关系改善推动文化纸价格上涨。2021年Q4煤炭价格、木浆价格处于高位，而Q4文化纸处于淡季，下游需求较弱，因此文化纸处于盈利低点。2022年Q1需求端来看，2月底至3月份伴随文化纸开展春季招标，文化纸需求有望逐步复苏；从供给端来看，前期小厂受煤炭、木浆成本上涨影响较大而停产，同时进口纸的逐渐减少，文化纸出口在增加，供求关系逐步改善，文化纸厂家分别发布涨价函。

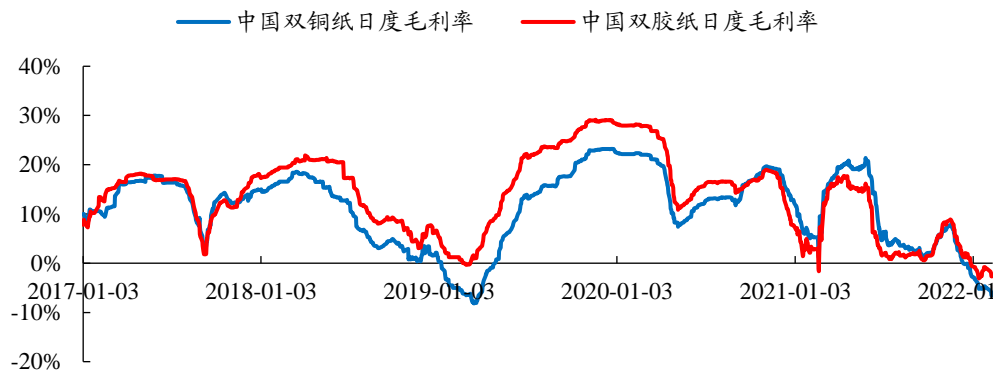
图1：2022Q1供求关系改善，文化纸价格逐步恢复



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

小产能清退行业集中度提升，成本上涨向下游传导顺畅度增加，文化纸涨价有望在下游顺利落地，公司文化纸盈利能力有望恢复合理水平。2021年Q4文化纸处于盈利低点，文化纸需求淡季、进口文化纸冲击以及成本大幅上涨影响，中小产能停工停产，受能源、原材料限制多方面因素影响产能恢复较慢，文化纸行业集中度进一步提高，行业高集中度的情况下，成本上涨向下游传导的顺畅度得到提升。同时，春节期间，下游经销商保持较低库存水平，由于需求恢复，下游经销商对成品纸价格上涨接受度增加，上游纸厂的盈利能够保持合理的盈利水平。2022年1月太阳纸业发布2月、3月文化纸纸品涨价函，随着涨价落地，太阳纸业作为成本控制能力领先于行业的造纸龙头公司，盈利恢复速度较快、弹性更高，随着能源成本压力逐步得到缓解，公司盈利能力有望恢复合理水平。

图2：文化纸涨价落地，盈利水平有望恢复



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

2、箱板纸中高端产品占比不断提高，箱板纸盈利能力仍有提升空间

随着广西项目陆续投产以及新型纤维原料的生产，中高端箱板纸占比不断提升。目前公司的中高端产品占比在 60%-70%之间，主要得益于原料多样化，比如老挝拥有美废纸浆生产线，国内有新型原料替代等。2021 年下半年公司产品逐步取代进口获得下游客户认可，给公司带来一定收益。国内高端纸类性价比不低於俄卡和澳卡，客户认可度更高。高端箱板纸占比的提升有望进一步提高公司盈利能力。

3、广西项目陆续投产推动放量，纸浆产能、老挝林地推动浆纸一体化水平提升

广西项目陆续投产，文化纸、生活用纸的放量利于开拓市场，纸浆的投产有望从成本端驱动公司增长。2021 年 Q3 广西一期项目 55 万吨文化纸正式投产，2021Q4 陆续投产 12 万吨生活用纸、80 万吨化学浆、20 万吨化机浆，预计 2022 年广西项目预计将经过产能爬坡期，文化纸、生活纸将快速放量；2022 年化学浆、化机浆经过产能爬坡后预计将进一步提升纸浆自给比例，浆纸一体化水平得到提升，有望降低原材料成本、增厚利润。

老挝林地在逐步建设中，林浆纸一体化水平仍有提升空间。2021 年的老挝林地建设符合预期，已完成前期制定的目标。2022 年的目标为 1.2-1.5 万公顷。

4、多措施应对能源、原材料波动，提升成本控制能力

实行多种方式发电并存，产线之间灵活转产，有利于抑制能源、原材料价格的波动对成本端的影响。2021Q4 公司由于原材料、能源价格大幅上涨，导致业绩亏损，尤其能源价格的波动对公司成本端影响更大，不同于浆的价格波动有三个月的缓冲期，能源价格波动带来的冲击是即期的。公司未来主要措施有：（1）减少能源价格波动带来的影响，未来公司预计将采取碱回收发电、垃圾发电、新能源发电等多种方式。（2）根据周期性合理调配生产情况，实现产线之间的灵活转产。

5、盈利预测与投资建议

2022Q1 由于文化纸供需格局改善，前期发布涨价函顺利落地，盈利能力有望逐步恢复。预计文化纸行业回归常态、稳健发展，影响短期价格大幅波动的因素减弱，下调盈利预测，预计 2021-2023 年公司归母净利润为 29.92/29.25/30.77 亿元（原为 29.92/35.80/40.23 亿元），对应 EPS 为 1.11/1.09/1.14 元，当前股价对应 PE 为 10.9/11.2/10.6 倍，长期来看，公司广西项目陆续投产、老挝林地不断建设持续提升林浆纸一体化，未来公司继续把控成本，采取多种发电方式并存的措施，根据周期实现产线之间灵活转产，看好公司发展，维持“买入”评级。

6、风险提示

需求恢复不及预期，原材料价格波动，公司产能不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	11233	10001	14047	10157	14941
现金	2535	2970	2446	2523	2641
应收票据及应收账款	1941	1660	3597	1825	3852
其他应收款	174	76	289	87	307
预付账款	418	346	769	381	823
存货	2456	2897	4893	3288	5265
其他流动资产	3709	2053	2053	2053	2053
非流动资产	21062	25866	32932	32020	31463
长期投资	155	204	273	344	416
固定资产	16696	20954	27534	26849	26449
无形资产	862	1023	1095	1179	1261
其他非流动资产	3349	3684	4029	3648	3337
资产总计	32295	35866	46978	42177	46403
流动负债	14246	14402	22434	16166	18697
短期借款	8936	7764	12105	9334	7852
应付票据及应付账款	2635	2881	5147	3285	5530
其他流动负债	2675	3756	5182	3546	5315
非流动负债	3349	5226	5423	4198	3040
长期借款	2690	4039	4236	3011	1853
其他非流动负债	659	1187	1187	1187	1187
负债合计	17595	19628	27856	20364	21737
少数股东权益	108	127	219	254	299
股本	2591	2625	2687	2687	2687
资本公积	1570	1851	1851	1851	1851
留存收益	9969	11663	14363	16959	19689
归属母公司股东权益	14591	16112	18903	21559	24367
负债和股东权益	32295	35866	46978	42177	46403

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	4686	6616	4945	6185	5165
净利润	2198	1968	3083	2960	3122
折旧摊销	1453	1435	1743	2075	2184
财务费用	573	533	657	695	524
投资损失	-22	-17	-12	-14	-16
营运资金变动	523	2655	-529	469	-652
其他经营现金流	-40	41	3	0	3
投资活动现金流	-4112	-6261	-8800	-1150	-1613
资本支出	4091	6309	6997	-982	-629
长期投资	0	-18	-69	-72	-72
其他投资现金流	-20	29	-1873	-2204	-2314
筹资活动现金流	80	-387	-1010	-2188	-1951
短期借款	3720	-1172	0	0	0
长期借款	-88	1349	197	-1225	-1158
普通股增加	-0	33	62	0	0
资本公积增加	29	282	0	0	0
其他筹资现金流	-3581	-879	-1269	-963	-792
现金净增加额	657	-31	-4864	2847	1601

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	22763	21589	31519	32509	34037
营业成本	17631	17392	25310	26583	27791
营业税金及附加	114	106	187	181	182
营业费用	942	103	123	127	146
管理费用	564	653	1119	979	1127
研发费用	412	411	396	442	579
财务费用	573	533	657	695	524
资产减值损失	-69	-59	0	0	0
其他收益	28	31	0	0	0
公允价值变动收益	8	-18	-3	-0	-3
投资净收益	22	17	12	14	16
资产处置收益	-9	-8	0	0	0
营业利润	2503	2322	3736	3518	3701
营业外收入	93	66	55	63	69
营业外支出	3	9	16	9	9
利润总额	2594	2378	3775	3571	3761
所得税	396	410	692	611	639
净利润	2198	1968	3083	2960	3122
少数股东损益	19	15	92	36	45
归母净利润	2178	1953	2992	2925	3077
EBITDA	4690	4462	6175	6341	6468
EPS(元)	0.81	0.73	1.11	1.09	1.14

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	4.6	-5.2	46.0	3.1	4.7
营业利润(%)	-7.0	-7.2	60.9	-5.9	5.2
归属于母公司净利润(%)	-2.7	-10.3	53.2	-2.2	5.2
获利能力					
毛利率(%)	22.5	19.4	19.7	18.2	18.4
净利率(%)	9.6	9.0	9.5	9.0	9.0
ROE(%)	14.9	12.1	16.2	13.6	12.7
ROIC(%)	9.9	8.2	9.7	9.8	9.8
偿债能力					
资产负债率(%)	54.5	54.7	59.3	48.3	46.8
净负债比率(%)	72.2	70.4	84.7	55.5	37.8
流动比率	0.8	0.7	0.6	0.6	0.8
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.8	0.7	0.8
应收账款周转率	6.3	12.0	12.0	12.0	12.0
应付账款周转率	4.3	6.3	6.3	6.3	6.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.81	0.73	1.11	1.09	1.14
每股经营现金流(最新摊薄)	1.74	2.46	1.84	2.30	1.92
每股净资产(最新摊薄)	5.34	5.93	6.94	7.93	8.97
估值比率					
P/E	15.0	16.7	10.9	11.2	10.6
P/B	2.3	2.1	1.8	1.5	1.4
EV/EBITDA	9.2	9.9	7.9	7.1	6.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn