

太阳纸业（002078）：盈利能力环比承压静待改善，长期扩张势头不变

2022 年 10 月 31 日

推荐/维持

太阳纸业

公司报告

事件：公司公布 2022 年三季报，2022 年前三季度实现收入 296.40 亿元，同比+24.99%；归母净利润 22.68 亿元，同比-18.07%。其中第三季度实现收入 97.85 亿元，同比+23.84%，环比上季度-3.95%；归母净利润 6.09 亿元，同比+13.37%，环比上季度-38.18%。

木浆成本升至高位，溶解浆销售受阻，公司盈利能力环比回落。Q3 同比来看，公司收入增长主要由于广西基地浆纸产能增加、部分产品价格提升；利润增速低于收入增速，主要由于毛利率仅略有提升（同比+0.08pct.），而研发费用率、财务费用率（或受汇兑损失影响）有所增加（同比分别+0.72、+0.53pct.）。Q3 环比来看，盈利下降主要由于毛利率承压明显（环比-4.38pct.），产品提价未能完全对冲木浆成本上涨影响，同时高毛利溶解浆销售遇阻。

- **文化纸：**Q3 产品提价幅度有限，双胶纸受部分刚需支撑，行业均价环比+3%；铜版纸需求疲软，价格环比持平。与此同时，公司约有 40-50% 木浆来源于外购，而前期木浆价格大幅上涨（阔叶/针叶浆价格 Q2 环比+10%/+14%，Q3 环比+2%/+5%），致使 Q3 成本端压力较大。
- **箱板纸：**Q3 箱板纸行业均价环比-2%，上游国废均价环比-7%。受到下游需求不振影响，盈利能力仍处低位。
- **溶解浆：**Q3 行业均价处于高位（环比+7%），产品盈利能力较强；但是下游部分客户生产由于疫情受阻，公司销量因此受到影响。

Q4 盈利或仍处于底部区间，静待需求改善与成本回落。预计 Q4 公司盈利能力有所支撑，但仍处于底部区间：（1）文化纸价格有所提涨，但木浆成本仍处于高位；（2）箱板纸旺季不旺，纸价或持续低迷；（3）溶解浆价格回落但仍处于较高水平，若疫情扰动减弱，销售有望边际改善。**后续关注需求改善与成本回落：**（1）Arauco 与 UPM 的阔叶浆线有望于 Q4 至明年 Q1 投产，推动浆价回落。公司部分外销木浆吨毛利或有所收窄，但文化纸、淋膜原纸、生活纸成本压力将缓解。考虑到浆价下行亦可能对纸价构成压力，实际影响仍取决于下游需求情况；（2）箱板纸方面，美废价格 8 月以来大幅下跌，公司海外废纸浆产线有望重新贡献低成本原材料，改善箱板纸盈利能力。

产业链与区位优势奠定竞争优势，规模扩张势头不变。公司已实现浆纸一体化布局、海外废纸浆与新型纤维布局，并持续推动老挝自有林地建设，成本优势持续巩固。公司已完成山东、广西和老挝三大基地布局，区位上互补协同并充分利用当地资源优势。在此基础上，公司规模扩张势头有望延续，进一步扩大市场份额。公司 2022 年内预计投产广西 10 万吨/年生活用纸项目；2023 年 Q1 预计投产山东 3.4 万吨/年特种纸、老挝 15 万吨/年本色浆项目。同时，公司规划在广西南宁建设“525 万吨林浆纸一体化项目”，其中一期产能包括 220 万吨/年包装纸、50 万吨/年本色浆、15 万吨/年化学浆。

盈利预测与投资评级：预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 29.21、32.77、36.64 亿元人民币，EPS 为 1.09、1.22、1.36 元，目前股价对应 PE 分别为 11、10、9 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，行业竞争加剧，项目投

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

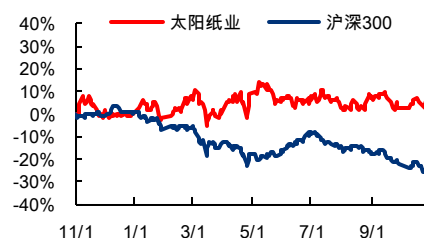
发债及交叉持股介绍：

2017-12-22 发行可转债

交易数据

52 周股价区间（元）	12.96-10.76
总市值（亿元）	313.31
流通市值（亿元）	307.37
总股本/流通 A 股（万股）	268,701/268,701
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	1.39

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

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

010-66554040

changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521080005

研究助理：沈逸伦

010-66554044

shenyl@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480121050014

产进度不及预期。

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	21,588.65	31,996.64	39,550.25	42,312.10	45,723.41
增长率（%）	-5.16%	48.21%	23.61%	6.98%	8.06%
归母净利润（百万元）	1,953.11	2,956.84	2,921.13	3,277.24	3,664.12
增长率（%）	-10.45%	50.76%	-1.24%	12.19%	11.81%
净资产收益率（%）	12.12%	15.78%	13.58%	13.48%	13.35%
每股收益(元)	0.75	1.12	1.09	1.22	1.36
PE	15.55	10.41	10.73	9.56	8.55
PB	1.90	1.67	1.46	1.29	1.14

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						利润表					
单位：百万元						单位：百万元					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产合计	10001	11251	14391	15587	17028	营业收入	21589	31997	39550	42312	45723
货币资金	2970	3468	4286	4586	4955	营业成本	17392	26438	33358	35422	38041
应收账款	1610	1787	2167	2318	2505	营业税金及附加	106	139	150	161	174
其他应收款	76	150	90	96	104	营业费用	103	136	150	161	174
预付款项	346	555	822	1106	1410	管理费用	653	814	1016	1087	1175
存货	2897	3506	4387	4658	5003	财务费用	533	565	695	833	995
其他流动资产	465	649	580	621	671	研发费用	411	538	870	931	1006
非流动资产合计	25866	31487	34699	40463	45813	资产减值损失	90.67	31.36	30.00	30.00	30.00
长期股权投资	204	241	241	241	241	公允价值变动收益	-18.19	-8.45	0.00	0.00	0.00
固定资产	20954	27922	29005	34753	38074	投资净收益	16.84	42.89	25.00	25.00	25.00
无形资产	1023	1274	1445	1612	1776	加：其他收益	31.16	30.07	30.00	30.00	30.00
其他非流动资产	985	1331	1198	1078	970	营业利润	2322	3399	3337	3744	4186
资产总计	35866	42737	49090	56050	62840	营业外收入	65.62	39.45	25.00	25.00	25.00
流动负债合计	14402	17875	19711	21865	23496	营业外支出	9.11	59.59	25.00	25.00	25.00
短期借款	7764	7698	7847	9181	9853	利润总额	2378	3379	3337	3744	4186
应付账款	2441	3884	4844	5143	5524	所得税	410	412	407	457	511
预收款项	1290	372	767	1190	1647	净利润	1968	2967	2930	3287	3675
一年内到期的非流动负债	1408	3073	3073	3073	3073	少数股东损益	15	10	9	10	11
非流动负债合计	5226	6049	7565	9565	11565	归属母公司净利润	1953	2957	2921	3277	3664
长期借款	3209	5391	7391	9391	11391	主要财务比率					
应付债券	830	0	0	0	0		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
负债合计	19628	23924	27276	31430	35061	成长能力					
少数股东权益	127	81	90	99	111	营业收入增长	-5.16%	48.21%	23.61%	6.98%	8.06%
实收资本（或股本）	2625	2687	2687	2687	2687	营业利润增长	-7.24%	46.41%	-1.82%	12.19%	11.81%
资本公积	1851	2426	2426	2426	2426	归属于母公司净利润增长	-10.33%	51.39%	-1.21%	12.19%	11.81%
未分配利润	10594	13056	15491	18223	21278	获利能力					
归属母公司股东权益合计	16112	18733	21510	24306	27454	毛利率(%)	19.44%	17.37%	15.66%	16.28%	16.80%
负债和所有者权益	35866	42737	49090	56050	62840	净利率(%)	9.12%	9.27%	7.41%	7.77%	8.04%
现金流量表						总资产净利润(%)	5.45%	6.92%	5.95%	5.85%	5.83%
单位：百万元						ROE(%)	12.12%	15.78%	13.58%	13.48%	13.35%
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	偿债能力					
经营活动现金流	6616	4929	4860	6264	7206	资产负债率(%)	55%	56%	56%	56%	56%
净利润	1968	2967	2930	3287	3675	流动比率	0.69	0.63	0.73	0.71	0.72
折旧摊销	1435.46	1769.01	1864.61	2216.63	2642.53	速动比率	0.49	0.43	0.51	0.50	0.51
财务费用	533	565	695	833	995	营运能力					
应收账款减少	-2	-177	-381	-151	-187	总资产周转率	0.63	0.81	0.86	0.80	0.77
预收账款增加	137	-918	396	423	457	应收账款周转率	13	19	20	19	19
投资活动现金流	-6261	-7226	-5272	-8176	-8188	应付账款周转率	10.15	10.12	9.06	8.47	8.57
公允价值变动收益	-18	-8	0	0	0	每股指标（元）					
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.75	1.12	1.09	1.22	1.36
投资收益	17	43	25	25	25	每股净现金流(最新摊薄)	-0.01	0.19	0.30	0.11	0.14
筹资活动现金流	-387	2796	1231	2211	1351	每股净资产(最新摊薄)	6.14	6.97	8.01	9.05	10.22
应付债券增加	-208	-830	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	1556	2182	2000	2000	2000	P/E	16.03	10.73	10.73	9.56	8.55
普通股增加	33	62	0	0	0	P/B	1.96	1.72	1.46	1.29	1.14
资本公积增加	282	575	0	0	0	EV/EBITDA	9.74	7.86	7.71	7.16	6.50
现金净增加额	-32	500	819	299	370						

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
公司普通报告	太阳纸业（002078）：Q2 浆类产品量利齐升，助力业绩环比显著改善	2022-08-30
公司深度报告	太阳纸业（002078）：产业链与区位优势推进之下，再论公司成本优势	2022-05-24
公司普通报告	太阳纸业（002078）：受益浆纸价格提升，盈利能力环比改善明显	2022-04-29
公司普通报告	太阳纸业（002078）：产能稳步扩张，盈利能力有望边际改善	2022-04-18
公司普通报告	太阳纸业（002078）：盈利能力短期承压，静待边际改善	2021-10-29
公司普通报告	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

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，现任轻工制造行业分析师，研究方向为造纸、包装、电子烟。

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，轻工制造行业研究助理，主要负责家居和其他消费轻工研究方向。

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。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526