

太阳纸业（002078）

2022Q3 业绩点评：提价后盈利有望修复，南宁项目深化林浆纸一体化战略

买入（维持）

2022 年 10 月 31 日

证券分析师 张潇

执业证书：S0600521050003

yjs_zhangxiao@dwzq.com.cn

证券分析师 邹文婕

执业证书：S0600521060001

zouwj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	31,997	39,969	42,697	46,018
同比	48%	25%	7%	8%
归属母公司净利润（百万元）	2,957	3,075	3,453	3,876
同比	51%	4%	12%	12%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.10	1.14	1.28	1.44
P/E（现价&最新股本摊薄）	10.60	10.19	9.07	8.08

#产能扩张

投资要点

■ **业绩基本符合市场预期。**公司 22Q1-3 实现营业收入 296.4 亿元，同比+24.99%；实现归母净利润 22.68 亿元，同比-18.07%。分季度看，22Q1/Q2/Q3 分别实现营业收入 96.67/101.88/97.85 亿元，同比分别+26.48%/+24.7%/+23.84%；实现归母净利润 6.75/9.84/6.09 亿元，同比分别-39.08%/-12.38%/+13.37%。环比来看，22Q3 收入/归母净利润环比分别-4%/-38.1%。

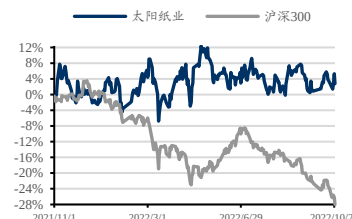
■ **Q3 原材料压力下盈利能力承压，提价落地盈利能力有望逐步修复。**22Q3 公司毛利率 14.5%，同比+0.08pp，环比-4.38pp。22Q3 期间费用率同比+0.27pp 至 5.42%；其中，销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.04pp/-0.21pp/+0.72pp/+0.53pp。22Q3 销售净利率同比-0.58pp 至 6.24%，环比-3.43pp。22Q3 成品纸需求承压顺价能力偏弱，而原材料木浆成本压力进一步增大导致盈利能力进一步承压。溶解浆价格维持高位，盈利能力较好，但需求有所回落，判断溶解浆利润贡献低于 22Q2。后续来看，8 月以来文化纸发布多轮提价函，截至 10 月 28 日，双胶纸/双铜纸价格分别为 6675/5690 元/吨；较 Q3 平均价 6253/5490 元/吨分别上涨 422/200 元/吨。原材料方面，22Q3 木浆价格高位稳定，我们判断 22Q4 成本端压力环比持平；2023 年随着 Arauco 156 万吨、UPM 210 万吨阔叶浆产能投放，浆价中枢有望下行。综上所述，我们认为 22Q4 盈利能力有望小幅改善，23H1 成本端拐点或现，盈利能力有望持续修复。

■ **林浆纸一体化战略持续深化，南宁基地为后续增长提供支撑。**公司规划/建设中项目主要包括：1) 广西北海 15 万吨生活用纸项目：现已投产 2 台纸机，一期 4 台纸机将于 22 年内全部投产。2) 兖州 23 号纸机搬迁项目：22 年底前有望完成安装，完成后北海园区产能将增加 85 万吨，更好发挥北海木浆产能优势。3) 南宁项目：公司 2022 年 2 月公司公告与广西南宁市人民政府签订战略合作框架协议，拟投资建设年产 525 万吨林浆纸一体化及配套产业园项目。10 月 28 日，公司董事会审议通过南宁一期项目，包括 220 万吨高档包装纸产线、50 万吨本色化学浆产线、15 万吨漂白化学浆产线（技改）及相应配套项目，为后续增长提供充足支撑。4) 老挝本色浆项目：公司预计老挝年产 15 万吨本色化机浆项目将于 23Q1 投产，为老挝箱板纸产能提供更多样化的原料来源。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑原材料成本压力下调盈利预测，我们预计 2022-2024 年归母净利润 30.7、34.5、38.8 亿元（原预测为 34.1、37.5、41 亿元），对应 PE10.2、9.1、8.1X，林浆纸一体化战略奠定中长期竞争优势，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**成品纸需求承压，原材料价格上涨，产能投放不及公司预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.66
一年最低/最高价	10.40/13.15
市净率(倍)	1.45
流通 A 股市值(百万元)	30,737.19
总市值(百万元)	31,330.55

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.04
资产负债率(%，LF)	54.10
总股本(百万股)	2,687.01
流通 A 股(百万股)	2,636.12

相关研究

《太阳纸业(002078)：2022 年中报点评：业绩超市场预期，Q2 盈利能力提升明显》

2022-08-29

《太阳纸业(002078)：获南宁政府 2 亿元补助，关注溶解浆利润弹性释放》

2022-06-22

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)				
2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	11,251	13,545	13,356	15,251	营业总收入	31,997	39,969	42,697	46,018
货币资金及交易性金融资产	3,468	3,021	2,693	3,513	营业成本(含金融类)	26,438	33,917	35,956	38,561
经营性应收款项	3,477	5,339	5,901	6,700	税金及附加	139	160	171	184
存货	3,506	4,596	4,194	4,376	销售费用	136	140	149	161
合同资产	0	0	0	0	管理费用	814	979	1,063	1,141
其他流动资产	799	588	569	662	研发费用	538	851	909	980
非流动资产	31,487	35,511	40,739	44,565	财务费用	565	578	696	776
长期股权投资	241	261	271	276	加:其他收益	30	40	43	46
固定资产及使用权资产	27,954	30,896	34,911	38,617	投资净收益	43	24	26	28
在建工程	294	906	2,034	2,124	公允价值变动	-8	-2	2	2
无形资产	1,274	1,724	1,794	1,814	减值损失	-31	-15	-10	-7
商誉	39	39	39	39	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	119	122	125	128	营业利润	3,399	3,390	3,811	4,282
其他非流动资产	1,565	1,563	1,565	1,567	营业外净收支	-20	33	33	33
资产总计	42,737	49,056	54,095	59,816	利润总额	3,379	3,423	3,844	4,315
流动负债	17,875	18,850	19,430	20,267	减:所得税	412	342	384	431
短期借款及一年内到期的非流动负债	10,770	10,770	10,770	10,770	净利润	2,967	3,081	3,460	3,883
经营性应付款项	5,105	5,635	6,051	6,696	减:少数股东损益	10	6	7	8
合同负债	372	950	1,007	1,080	归属母公司净利润	2,957	3,075	3,453	3,876
其他流动负债	1,628	1,495	1,602	1,721	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.10	1.14	1.28	1.44
非流动负债	6,049	8,849	9,849	10,849	EBIT	3,930	3,977	4,500	5,043
长期借款	5,391	8,191	9,191	10,191	EBITDA	5,701	6,483	7,397	8,287
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	17.37	15.14	15.79	16.20
租赁负债	23	23	23	23	归母净利率(%)	9.24	7.69	8.09	8.42
其他非流动负债	634	634	634	634	收入增长率(%)	48.21	24.92	6.82	7.78
负债合计	23,924	27,699	29,278	31,115	归母净利润增长率(%)	51.39	3.99	12.29	12.25
归属母公司股东权益	18,733	21,270	24,723	28,599					
少数股东权益	81	87	94	102					
所有者权益合计	18,814	21,357	24,817	28,701					
负债和股东权益	42,737	49,056	54,095	59,816					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	4,929	4,345	7,433	7,604	每股净资产(元)	6.90	7.85	9.13	10.57
投资活动现金流	-7,226	-6,476	-8,064	-7,007	最新发行在外股份(百万股)	2,687	2,687	2,687	2,687
筹资活动现金流	2,796	1,684	304	224	ROIC(%)	10.71	9.50	9.51	9.61
现金净增加额	511	-446	-328	820	ROE-摊薄(%)	15.78	14.46	13.97	13.55
折旧和摊销	1,772	2,507	2,897	3,244	资产负债率(%)	55.98	56.46	54.12	52.02
资本开支	-7,234	-6,477	-8,077	-7,027	P/E(现价&最新股本摊薄)	10.60	10.19	9.07	8.08
营运资本变动	-367	-1,781	430	-245	P/B(现价)	1.69	1.49	1.28	1.10

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>

