

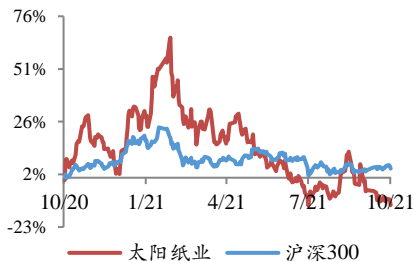
盈利阶段性承压, 看好 Q4 量价提升释放业绩弹性

投资评级: 买入 (维持)

报告日期: 2021-10-28

收盘价 (元)	11.06
近 12 个月最高/最低 (元)	21.02/11.03
总股本 (百万股)	2,687
流通股本 (百万股)	2,613
流通股比例 (%)	97.24
总市值 (亿元)	297
流通市值 (亿元)	289

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师: 马远方

执业证书号: S0010521070001

邮箱: mayf@hazq.com

分析师: 虞晓文

执业证书号: S0010520050002

邮箱: yuxw@hazq.com

相关报告

1. 华安证券_公司研究_公司点评_太阳纸业 (002078): 停工转产保持盈利稳定, 广西产能如期投产
2021-10-13

2. 华安证券_公司研究_公司深度_太阳纸业 (002078): 林浆纸一体化构筑核心优势, 多品类布局抵御周期波动
2021-09-09

主要观点:

● 事件: 公司发布 2021 年三季报。

公司 2021 年前三季度实现营业收入 237.15 亿元, 同比增长 51.64%; 实现归母净利润 27.68 亿元, 同比增长 100.28%。其中, 单 Q3 实现营业收入 79.02 亿元, 同比增长 51.65%; 实现归母净利润 5.38 亿元, 同比增长 20.43%。

● Q3 营收表现亮眼, 盈利能力阶段性承压。

收入端来看, Q3 纸价出现分化: 文化纸阶段性供给过剩但需求不振, 纸价维持 5300-5500 元/吨低位徘徊, 行业利润承压; 箱瓦纸限产停机供给偏紧, 叠加原料及能源成本上涨, 纸企涨价函频发, 规模纸厂累计上涨 200-300 元/吨, 价格重心明显上移。公司通过 1) 主动检修停产减少文化纸供应、2) 协调转产高端箱板纸等措施积极应对, 保障了营收的稳健增长。利润端来看, Q3 浆价回落幅度有限, 且受近期煤炭及能源供给紧张等因素影响, 公司成本压力抬升; 此外 Q3 溶解浆需求疲软, 价格由上半年最高点 8600 元/吨下降至 9 月底的 7400 元/吨。公司 Q3 毛利率下降至 14.4%, 环比-7.7pct, 同比-8.6pct, 盈利能力阶段性承压。

● 广西产能陆续投产, Q4 提价落地, 量价齐升释放业绩弹性。

公司广西林浆纸一体化项目中年产 55 万吨文化纸和 12 万吨生活用纸项目已经分别于 9 月 26 日、10 月 15 日开机试产, 其余纸浆项目将在 21Q4 至 22H1 陆续投产, 全部达产后预计公司浆、纸合计产能将突破千万吨。与此同时, 10 月 25 日公司发布新一轮文化纸涨价函, 提价幅度 300 元/吨。伴随近期社会出版订单的陆续放量, 文化纸边际需求得到改善, 公司 Q4 文化纸量价齐升, 有望释放业绩弹性。

● 投资建议

我们预计公司 2021/2022/2023 年营业收入分别为 318.9/358.0/381.7 亿元, 同比增长 47.7%/12.3%/6.6%; 归母净利润分别为 33.56/37.98/42.66 亿元, 同比增长 71.8%/13.1%/12.3%。公司发展战略清晰, 横向积极拓品类平抑周期波动, 纵向前瞻布局林浆纸一体化项目提升原料自给率降低生产成本。公司实行精细化管理, 全要素降本增效成果显著, 营运能力与成本优势领先行业。短期来看, 伴随广西新增产能释放, 规模效应和成本优势有望进一步提升; 长期来看, 行业集中度提升是大势所趋, 供需格局将持续改善, 公司作为综合性造纸龙头有望长期受益。
维持“买入”评级。

● 风险提示

原材料价格大幅波动、市场竞争加剧风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	21589	31890	35800	38171
收入同比 (%)	-5.2%	47.7%	12.3%	6.6%
归属母公司净利润	1953	3356	3798	4266
净利润同比 (%)	-10.3%	71.8%	13.1%	12.3%
毛利率 (%)	19.4%	19.5%	20.0%	20.2%
ROE (%)	12.1%	17.2%	16.3%	15.5%
每股收益 (元)	0.00	1.25	1.41	1.59
P/E	19.24	8.85	7.83	6.97
P/B	2.41	1.52	1.27	1.08
EV/EBITDA	11.11	1.96	1.08	0.51

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	10001	23384	37353	47521	营业收入	21589	31890	35800	38171
现金	2970	15348	28445	38101	营业成本	17392	25677	28632	30445
应收账款	1610	2202	2374	2541	营业税金及附加	106	159	179	191
其他应收款	76	105	118	125	销售费用	103	153	172	153
预付账款	346	591	659	700	管理费用	653	1052	1181	1260
存货	2897	3377	3844	4045	财务费用	533	391	330	153
其他流动资产	2104	1762	1915	2007	资产减值损失	-59	0	0	0
非流动资产	25866	19711	11627	7225	公允价值变动收益	-18	0	0	0
长期投资	204	222	237	252	投资净收益	17	38	0	0
固定资产	20954	13684	5193	436	营业利润	2322	4062	4604	5183
无形资产	1023	1129	1298	1362	营业外收入	66	38	39	30
其他非流动资产	3684	4677	4899	5176	营业外支出	9	3	3	2
资产总计	35866	43095	48980	54746	利润总额	2378	4097	4640	5211
流动负债	14402	17004	17816	18188	所得税	410	717	817	917
短期借款	7764	7909	7909	7909	净利润	1968	3380	3824	4294
应付账款	2441	3517	3922	4171	少数股东损益	15	24	26	28
其他流动负债	4197	5577	5984	6108	归属母公司净利润	1953	3356	3798	4266
非流动负债	5226	6410	7660	8760	EBITDA	4331	14754	15823	16654
长期借款	3209	4368	5568	6768	EPS (元)	0.00	1.25	1.41	1.59
其他非流动负债	2017	2042	2092	1992					
负债合计	19628	23414	25476	26948					
少数股东权益	127	151	177	205					
股本	2625	2687	2687	2687					
资本公积	1851	1851	1851	1851					
留存收益	11636	14992	18790	23055					
归属母公司股东权益	16112	19530	23328	27594					
负债和股东权益	35866	43095	48980	54746					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	6616	15474	15085	15878	成长能力				
净利润	1953	3356	3798	4266	营业收入	-5.2%	47.7%	12.3%	6.6%
折旧摊销	1435	10290	10879	11318	营业利润	-7.2%	74.9%	13.4%	12.6%
财务费用	504	422	483	438	归属于母公司净利	-10.3%	71.8%	13.1%	12.3%
投资损失	-17	-38	0	0	获利能力				
营运资金变动	2659	1458	-61	-140	毛利率 (%)	19.4%	19.5%	20.0%	20.2%
其他经营现金流	-624	1884	3845	4402	净利率 (%)	9.0%	10.5%	10.6%	11.2%
投资活动现金流	-6261	-4059	-2755	-6884	ROE (%)	12.1%	17.2%	16.3%	15.5%
资本支出	-6291	-3967	-2735	-6865	ROIC (%)	8.1%	10.8%	10.4%	9.8%
长期投资	-18	-21	-15	-15	偿债能力				
其他投资现金流	47	-72	-5	-4	资产负债率 (%)	54.7%	54.3%	52.0%	49.2%
筹资活动现金流	-387	964	767	662	净负债比率 (%)	120.9%	119.0%	108.4%	96.9%
短期借款	-1172	145	0	0	流动比率	0.69	1.38	2.10	2.61
长期借款	1556	1159	1200	1200	速动比率	0.47	1.14	1.84	2.35
普通股增加	33	62	0	0	营运能力				
资本公积增加	282	0	0	0	总资产周转率	0.60	0.74	0.73	0.70
其他筹资现金流	-1086	-403	-433	-538	应收账款周转率	13.41	14.48	15.08	15.02
现金净增加额	-31	12378	13097	9656	应付账款周转率	7.13	7.30	7.30	7.30
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.75	1.25	1.41	1.59
					每股经营现金流薄)	2.46	5.76	5.61	5.91
					每股净资产	6.00	7.27	8.68	10.27
					估值比率				
					P/E	19.24	8.85	7.83	6.97
					P/B	2.41	1.52	1.27	1.08
					EV/EBITDA	11.11	1.96	1.08	0.51

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：马远方，新加坡管理大学量化金融硕士，曾任职国盛证券研究所，2020年新财富轻工纺服第4名团队。2021年加入华安证券研究所，以龙头白马确立研究框架，擅长挖掘成长型企业。

分析师：虞晓文，约翰霍普金斯大学金融学硕士，浙江大学经济学学士。2018年以来从事轻工行业研究，重点覆盖家居和日用品板块。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。