

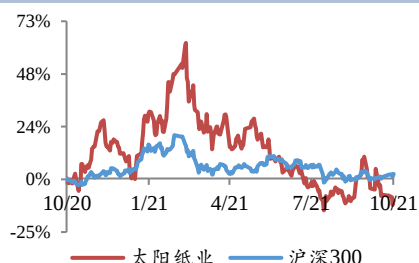
停工转产保持盈利稳定，广西产能如期投产

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-10-13

收盘价（元）	11.61
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）	312
流通市值（亿元）	303

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：

● 公司发布 2021 年前三季度业绩预告。

太阳纸业 2021 年前三季度合计实现归母净利润 26.95-28.34 亿元，同比增长 95%-105%；其中 Q3 预计实现归母净利润 4.64-6.02 亿元，同比增长 4.05%-35.06%。

● 行业“旺季不旺”，需求面缺乏明显利好支撑。

文化纸 Q3 行业整体呈现“旺季不旺”的行情。从供给端来看：受到海外进口纸的冲击，以及出口不畅导致部分出口文化纸转内销，市场供大于求。从需求端来看，Q3 处于行业淡季过渡期，下游走货情况以满足刚需为主，业内多持观望心态。同时，“双减”政策的出台进一步抑制文化纸需求，9-10 月进入次年春季教材教辅招投标期，预计此类需求将同比下滑。虽然 9 月部分地区受“能耗双控”影响出现停工减产，但仍难充分抵消需求不振的压力。行业内中小纸企普遍处于盈亏平衡点/略微亏损的状态，行业利润普遍承压。

● 公司适时停机检修、协调转产高附加值产品保持盈利稳定。

6 月底公司便根据市场行情走势提前对 3 生产经营进行了相应调整：（1）兖州溶解浆转产本色针叶浆继而用来生产箱板纸，相应的纸机由生产文化纸转变为生产箱板纸。公司高端箱板纸下游的客户认可度逐渐增强，部分可以实现进口替代，毛利率较高。（2）公司 Q3 部分文化纸机主动检修停产减少供应，产能投放趋于理性。我们认为公司主动停产、转产高毛利产品能有效保持盈利水平的稳定性。

另外，当前从开工率来看公司产线基本能处于满销满产的状态，库存水平也处于合理区间。我们预计文化纸未来价格继续下行的空间有限，但市场不确定性仍较多；下半年属于箱瓦纸旺季，进入 Q4 行业整体的价格中枢明显上移，公司转产高端箱板纸有望受益于此轮上涨行情。

● 广西产能如期投产，有望显著提升南方市场的竞争优势。

9 月 26 日，广西林浆纸一期项目中的 55 万吨文化纸项目（PM1 产线）在广西北海成功开机出纸。目前公司已构建起山东、广西和老挝三大生产基地。其中山东基地服务北方市场，广西基地服务南方市场，未来老挝基地将作为公司的原料基地。三大生产基地建设使公司产业实现“一带一路”经济带、中国沿海和内陆地区的全覆盖，补齐公司工厂布局战略位置短板，为公司中长期稳健运行打下坚实基础。

● 投资建议

我们预计公司 2021/2022/2023 年营业收入分别为 306.01/348.39/374.1 亿元，同比增长 41.7%/13.8%/7.4%；归母净利润分别为 33.85/37.57、

41.66 亿元，同比增长 73.3%/11%/10.9%。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	30601	34839	37410
收入同比（%）	-5.2%	41.7%	13.8%	7.4%
归属母公司净利润	1953	3385	3757	4166
净利润同比（%）	-10.3%	73.3%	11.0%	10.9%
毛利率（%）	19.4%	20.4%	19.8%	20.1%
ROE（%）	12.1%	17.3%	16.1%	15.2%
每股收益（元）	0.00	1.26	1.40	1.55
P/E	19.24	9.22	8.30	7.49
P/B	2.41	1.59	1.34	1.14
EV/EBITDA	11.11	2.07	1.19	0.61

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	23031	37135	47244	营业收入	21589	30601	34839	37410
现金	2970	15342	28441	37996	营业成本	17392	24369	27932	29874
应收账款	1610	2113	2310	2491	营业税金及附加	106	153	174	187
其他应收款	76	101	115	123	销售费用	103	141	139	150
预付账款	346	560	642	687	管理费用	653	1010	1219	1309
存货	2897	3205	3750	3970	财务费用	533	273	172	58
其他流动资产	2104	1711	1877	1978	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	0	0	0
固定资产	20954	13684	5193	436	营业利润	2322	4092	4555	5061
无形资产	1023	1129	1298	1362	营业外收入	66	48	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	42743	48762	54469	利润总额	2378	4137	4591	5089
流动负债	14402	16623	17609	18023	所得税	410	728	808	896
短期借款	7764	7909	7909	7909	净利润	1968	3409	3783	4193
应付账款	2441	3338	3826	4092	少数股东损益	15	24	26	27
其他流动负债	4197	5375	5873	6021	归属母公司净利润	1953	3385	3757	4166
非流动负债	5226	6410	7660	8760	EBITDA	4331	14676	15615	16438
长期借款	3209	4368	5568	6768	EPS (元)	0.00	1.26	1.40	1.55
其他非流动负债	2017	2042	2092	1992	主要财务比率				
负债合计	19628	23033	25269	26783	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	127	151	177	204	成长能力				
股本	2625	2687	2687	2687	营业收入	-5.2%	41.7%	13.8%	7.4%
资本公积	1851	1851	1851	1851	营业利润	-7.2%	76.2%	11.3%	11.1%
留存收益	11636	15021	18778	22944	归属于母公司净利	-10.3%	73.3%	11.0%	10.9%
归属母公司股东权	16112	19559	23316	27482	获利能力				
负债和股东权益	35866	42743	48762	54469	毛利率 (%)	19.4%	20.4%	19.8%	20.1%
现金流量表					净利率 (%)	9.0%	11.1%	10.8%	11.1%
单位:百万元					ROE (%)	12.1%	17.3%	16.1%	15.2%
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	ROIC (%)	8.1%	10.6%	9.9%	9.5%
经营活动现金流	6616	15378	14930	15681	偿债能力				
净利润	1953	3385	3757	4166	资产负债率 (%)	54.7%	53.9%	51.8%	49.2%
折旧摊销	1435	10290	10879	11318	净负债比率 (%)	120.9%	116.9%	107.6%	96.7%
财务费用	504	305	325	343	流动比率	0.69	1.39	2.11	2.62
投资损失	-17	0	0	0	速动比率	0.47	1.16	1.86	2.36
营运资金变动	2659	1423	-17	-141	营运能力				
其他经营现金流	-624	1938	3761	4302	总资产周转率	0.60	0.72	0.71	0.69
投资活动现金流	-6261	-4088	-2755	-6884	应收账款周转率	13.41	14.48	15.08	15.02
资本支出	-6291	-3957	-2735	-6865	应付账款周转率	7.13	7.30	7.30	7.30
长期投资	-18	-21	-15	-15	每股指标 (元)				
其他投资现金流	47	-110	-5	-4	每股收益	0.75	1.26	1.40	1.55
筹资活动现金流	-387	1081	925	757	每股经营现金流薄)	2.46	5.72	5.56	5.84
短期借款	-1172	145	0	0	每股净资产	6.00	7.28	8.68	10.23
长期借款	1556	1159	1200	1200	估值比率				
普通股增加	33	62	0	0	P/E	19.24	9.22	8.30	7.49
资本公积增加	282	0	0	0	P/B	2.41	1.59	1.34	1.14
其他筹资现金流	-1086	-285	-275	-443	EV/EBITDA	11.11	2.07	1.19	0.61
现金净增加额	-31	12372	13100	9554					

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、文具、电子烟和个护板块。

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。