

2021 三季报预告点评：业绩基本符合预期，静待景气拐点

买入（维持）

2021 年 10 月 14 日

证券分析师 张潇

执业证号：S0600521050003

zhangxiao@dwzq.com.cn

证券分析师 邹文婕

执业证号：S0600521060001

zouwj@dwzq.com

| 盈利预测与估值 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 21,589 | 30,817 | 35,786 | 39,951 |
| 同比（%） | -5.2% | 42.7% | 16.1% | 11.6% |
| 归母净利润（百万元） | 1,953 | 3,353 | 4,169 | 4,576 |
| 同比（%） | -10.3% | 71.7% | 24.3% | 9.8% |
| 每股收益（元/股） | 0.73 | 1.25 | 1.55 | 1.70 |
| P/E（倍） | 15.97 | 9.30 | 7.48 | 6.82 |

投资要点

- **事件：**公司披露 2021 年三季报预告，公司预计 2021Q1-3 实现归母净利润 26.95-28.34 亿元，同比+95%-105%；其中 2021Q3 预计实现归母净利润 4.64-6.02 亿元，同比+40.5%-35.06%。业绩基本符合我们预期。
- **2021Q3 净利润环比下降主要受行业低景气度及能源成本上升影响。** 1) **文化纸：**2021Q2 海外疫情反复，进口成品纸冲击下文化纸价持续下跌至年初低位，并延续至 2021Q3。2) **溶解浆：**根据 CCFEI 数据，2020Q1-3 溶解浆价格维持在 5300-5400 元/吨的低位，2020Q3 起溶解浆价格随着纸浆价格反弹。2021Q1/Q2/Q3 溶解浆均价分别为 6752、8664、7676 元/吨，2021Q1-3 溶解浆价格变动趋势与纸浆接近，但 2021Q3 跌幅小于纸浆。截至 2021 年 10 月 13 日，溶解浆价格为 7000 元/吨，预计 2021Q4 溶解浆价格仍将延续小幅回落趋势。3) **能源成本：**2021 年 3 月以来，动力煤价格大幅攀升，2021Q3 动力煤平均市场价（Q5500，山西产）为 1143.5 元/吨，环比+31%；截至 2021 年 10 月 13 日，动力煤市场价（Q5500，山西产）为 2192.5 元。公司自备热电厂，煤炭价格上涨对公司成本端带来一定扰动，拖累 2021Q3 净利润。
- **箱板纸提价趋势已形成，文化纸触底静待拐点。** **箱板纸：**2021 年 9 月 24 日山鹰国际及玖龙纸业率先发布提价函开启本轮涨价，截至 2021 年 10 月 13 日山鹰国际和玖龙纸业分别进行了 3 轮/4 轮提价，累计提价幅度在 400 元左右。同时下游二级厂积极跟涨，涨价趋势已基本形成。**文化纸：**2021 年 10 月 1 日起，太阳纸业、晨鸣纸业、博汇纸业、APP 集团等纸企陆续发布涨价函，我们预计限电政策影响下 2021Q4 行业开工率将有所下降，加速文化纸库存去化。
- **广西产能开始逐渐释放，中长期林浆纸一体化抵御周期波动。**2021 年 9 月 26 日公司广西 55 万吨文化纸产能提前投产，标志着广西基地陆续进入投产周期。中长期看，公司老挝基地自有林地已进入收获期，可轮伐木材逐年提升，成本优势将进一步巩固。
- **盈利预测与投资评级：**行业景气度偏弱叠加能源成本压力拖累净利润水平，根据 2021 年三季报预告下调盈利预测，我们预计公司 2021-2023 年净利润分别为 33.5、41.7、45.8 亿元（原值为 40.3、43.5、45.6 亿元），对应 PE9、7、7X。公司林浆纸一体化布局以及较为完善的产品结构抚平价格波动，中长期看，老挝自有林地逐渐进入轮伐期，成本优势持续加强，维持“买入”评级。
- **风险提示：**进口纸冲击，原材料价格波动，产能投放推迟等。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 11.61 |
| 一年最低/最高价 | 10.92/21.75 |
| 市净率(倍) | 1.69 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 30333.51 |

基础数据

| | |
|-------------|---------|
| 每股净资产(元) | 6.89 |
| 资产负债率(%) | 55.65 |
| 总股本(百万股) | 2687.00 |
| 流通 A 股(百万股) | 2612.71 |

相关研究

- 1、《太阳纸业（002078）：2021 中报点评：业绩高增，静待文化纸景气度回升》2021-09-02
- 2、《太阳纸业（002078）：中报延续高增，看好文化纸 Q3 触底反弹》2021-07-02

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) | | | | |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产 | 10,001 | 14,886 | 16,737 | 21,569 | 营业收入 | 21,589 | 30,817 | 35,786 | 39,951 |
| 现金 | 2,970 | 4,164 | 6,025 | 10,081 | 减:营业成本 | 17,392 | 24,604 | 28,459 | 31,892 |
| 应收账款 | 1,660 | 5,188 | 4,695 | 5,292 | 营业税金及附加 | 106 | 183 | 199 | 214 |
| 存货 | 2,897 | 2,511 | 3,357 | 3,086 | 营业费用 | 103 | 104 | 107 | 120 |
| 其他流动资产 | 2,474 | 3,023 | 2,660 | 3,109 | 管理费用 | 1,063 | 1,325 | 1,467 | 1,678 |
| 非流动资产 | 25,866 | 27,572 | 29,422 | 31,727 | 研发费用 | 411 | 555 | 573 | 679 |
| 长期股权投资 | 204 | 275 | 348 | 421 | 财务费用 | 533 | 519 | 461 | 443 |
| 固定资产 | 20,954 | 22,812 | 24,858 | 27,305 | 资产减值损失 | 59 | 64 | 94 | 99 |
| 在建工程 | 2,435 | 2,144 | 1,796 | 1,502 | 加:投资净收益 | 17 | 15 | 18 | 17 |
| 无形资产 | 1,023 | 1,095 | 1,179 | 1,261 | 其他收益 | 31 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 1,249 | 1,245 | 1,241 | 1,237 | 资产处置收益 | -8 | -6 | -8 | -7 |
| 资产总计 | 35,866 | 42,458 | 46,159 | 53,296 | 营业利润 | 2,322 | 4,025 | 5,008 | 5,512 |
| 流动负债 | 14,402 | 18,389 | 18,784 | 22,224 | 加:营业外净收支 | 57 | 58 | 68 | 61 |
| 短期借款 | 7,764 | 6,764 | 7,564 | 8,064 | 利润总额 | 2,378 | 4,083 | 5,076 | 5,573 |
| 应付账款 | 2,881 | 7,467 | 7,237 | 9,241 | 减:所得税费用 | 410 | 705 | 876 | 962 |
| 其他流动负债 | 3,756 | 4,157 | 3,983 | 4,919 | 少数股东损益 | 15 | 25 | 31 | 35 |
| 非流动负债 | 5,226 | 4,653 | 4,026 | 3,381 | 归属母公司净利润 | 1,953 | 3,353 | 4,169 | 4,576 |
| 长期借款 | 4,039 | 3,466 | 2,840 | 2,195 | EBIT | 3,026 | 4,540 | 5,462 | 5,888 |
| 其他非流动负债 | 1,187 | 1,187 | 1,187 | 1,187 | EBITDA | 4,462 | 5,989 | 7,132 | 7,813 |
| 负债合计 | 19,628 | 23,041 | 22,811 | 25,605 | 重要财务与估值指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 少数股东权益 | 127 | 152 | 184 | 218 | 每股收益(元) | 0.73 | 1.25 | 1.55 | 1.70 |
| 归属母公司股东权益 | 16,112 | 19,265 | 23,165 | 27,472 | 每股净资产(元) | 5.93 | 7.08 | 8.53 | 10.13 |
| 负债和股东权益 | 35,866 | 42,458 | 46,159 | 53,296 | 发行在外股份(百万股) | 2625 | 2687 | 2687 | 2687 |
| | | | | | ROIC(%) | 9.5% | 14.4% | 16.0% | 17.2% |
| | | | | | ROE(%) | 12.1% | 17.5% | 18.0% | 16.7% |
| 现金流量表 (百万元) | | | | | | | | | |
| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 毛利率(%) | 19.4% | 20.2% | 20.5% | 20.2% |
| 经营活动现金流 | 6,616 | 7,177 | 5,868 | 9,066 | 销售净利率(%) | 9.0% | 10.9% | 11.6% | 11.5% |
| 投资活动现金流 | -6,261 | -3,149 | -3,511 | -4,223 | 资产负债率(%) | 54.7% | 54.3% | 49.4% | 48.0% |
| 筹资活动现金流 | -387 | -2,834 | -497 | -786 | 收入增长率(%) | -5.2% | 42.7% | 16.1% | 11.6% |
| 现金净增加额 | -31 | 1,194 | 1,861 | 4,057 | 净利润增长率(%) | -10.3% | 71.7% | 24.3% | 9.8% |
| 折旧和摊销 | 1,435 | 1,449 | 1,670 | 1,925 | P/E | 15.97 | 9.30 | 7.48 | 6.82 |
| 资本开支 | 6,309 | 1,635 | 1,778 | 2,231 | P/B | 1.96 | 1.64 | 1.36 | 1.15 |
| 营运资本变动 | 2,655 | 1,837 | -454 | 2,093 | EV/EBITDA | 9.58 | 6.59 | 5.31 | 4.32 |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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>

