

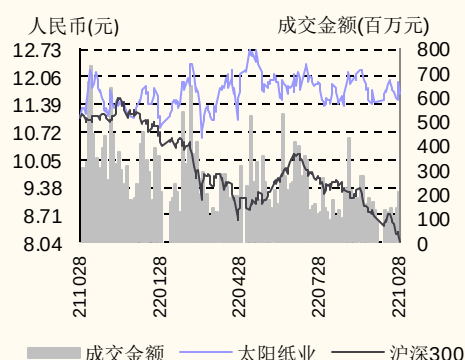
太阳纸业 (002078.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 11.66 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	26.87
已上市流通 A 股(亿股)	26.36
总市值(亿元)	313.31
年内股价最高最低(元)	12.75/10.58
沪深 300 指数	3541
深证成指	10402

**相关报告**

- 1.《业绩超预期，浆纸均衡布局优势进一步彰显-太阳纸业中报点评》，2022.8.27
- 2.《1Q 业绩超预期，中长期产能释放成长可期-太阳纸业一季报点评》，2022.4.28
- 3.《利空出尽，提价落地盈利进入上行修复通道-太阳纸业年报点评》，2022.4.16
- 4.《提价看好盈利修复，收购提升浆纸地位-太阳纸业点评》，2022.2.27

尹新悦 分析师 SAC 执业编号: S1130522080004
yinxinyue@gjzq.com.cn

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号: S11305221120003
xieliyuan@gjzq.com.cn

短期盈利承压，静待需求好转盈利修复**公司基本情况 (人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	21,589	31,997	39,538	41,081	42,039
营业收入增长率	-5.16%	48.21%	23.57%	3.90%	2.33%
归母净利润(百万元)	1,953	2,957	2,794	3,109	3,881
归母净利润增长率	-10.33%	51.39%	-5.50%	11.26%	24.85%
摊薄每股收益(元)	0.744	1.100	1.040	1.157	1.444
每股经营性现金流净额	2.52	1.83	1.58	2.48	2.77
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.12%	15.78%	13.69%	13.96%	15.78%
P/E	19.39	10.44	11.21	10.08	8.07
P/B	2.35	1.65	1.54	1.41	1.27

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 10 月 28 日公司发布三季报，1Q-3Q22 实现营收 296.4 亿元，同比+25%，归母净利润 22.68 亿元，同比-18.07%；其中 3Q 营收 97.85 亿元，同比+23.8%，归母净利 6.09 亿元，同比+13.4%，业绩符合预期。

经营分析

- **造纸业务：疫情扰动纸价提涨承压，用浆成本达到单季最高。分品类角度，**1) 文化用纸：疫情扰动影响学生复课以及线下展会进程的开展，需求表现疲软纸价底部徘徊，3Q 文化/铜版纸单价 6250/5500 元/吨，环比+90/-100 元/吨，同比+790/+50 元/吨，同期阔叶浆价格同比/环比+1960/+280 元/吨，吨盈利底部徘徊，4Q 起提价落地看好盈利温和修复。2) 箱板纸：3Q 箱板纸价格同比/环比-100/-140 元/吨，盈利修复仍需等待下游消费拐点到来。
- **溶解浆&商品浆保证底层利润，疫情短期影响发货节奏。**1) 溶解浆：3Q 溶解浆吨盈利保持较高水平，但受疫情影响发货量偏低，3Q 溶解浆均价 9300 元/吨，同比/环比 1600/+600 元/吨（幅度+21%/+7%）。2) 化机浆&化学浆：3Q 化机浆均价 5400 元/吨，同比/环比+1900/-100 元/吨（幅度+54%/-2%）。3Q 存货 46.8 亿元，环比+26%，主因疫情影响发货节奏带动产成品库存有所提升、木片成本提升等。
- **吨盈利进入底部区间，静待下游需求修复。**3Q 毛利率 14.5%（环比-4.4pct），净利率 9.7%（同比/环比+4/-3.4pct），股权激励费用摊销导致销售费用率提升，3Q 销售/管理&研发/财务费用率分别为 0.36%/4.77%/2.44%，同比-0.05%/+0.51%/+0.53%。
- **南宁 525 万吨林浆纸一体化项目顺利推进，中长期成长逻辑通畅。**南宁项目（一期）将建设年产 220 万吨高档包装纸生产线、50 万吨本色化学/15 万吨漂白化学浆技改生产线以及相关配套项目。有望在产品结构优化、物流体系完善、销售渠道建设等方面进一步协同，山东-老挝-广西基地战略布局完整，进一步巩固龙头地位。

盈利预测和投资建议

- 我们预计公司 22-24 年归母净利润分别为 27.9、31.1、38.8 亿元，当前股价对应 PE 分别为 11/10/8X，考虑到太阳纸业作为国内造纸龙头，公司林浆纸一体化有望显著降低自身周期属性，维持“买入”评级。

风险提示

- 下游需求不及预期导致纸品涨价不及预期的风险；新增产能投放进度不达预期的风险；公司费用率控制不力的风险；原料价格大幅波动的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	22,763	21,589	31,997	39,538	41,081	42,039	货币资金	2,535	2,970	3,468	5,383	4,856	4,887
增长率		-5.2%	48.2%	23.6%	3.9%	2.3%	应收款项	5,314	3,324	3,072	4,104	4,265	4,154
主营业务成本	-17,631	-17,392	-26,438	-32,983	-33,833	-33,918	存货	2,456	2,897	3,506	4,066	4,150	4,161
%销售收入	77.5%	80.6%	82.6%	83.4%	82.4%	80.7%	其他流动资产	928	810	1,205	1,375	1,244	1,246
毛利	5,131	4,196	5,559	6,555	7,248	8,121	流动资产	11,233	10,001	11,251	14,929	14,515	14,448
%销售收入	22.5%	19.4%	17.4%	16.6%	17.6%	19.3%	%总资产	34.8%	27.9%	26.3%	31.1%	29.6%	28.6%
营业税金及附加	-114	-106	-139	-198	-226	-231	长期投资	387	416	418	634	852	1,073
%销售收入	0.5%	0.5%	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	固定资产	19,238	23,390	28,217	29,403	30,757	32,079
销售费用	-942	-103	-136	-198	-205	-210	%总资产	59.6%	65.2%	66.0%	61.2%	62.7%	63.6%
%销售收入	4.1%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	无形资产	914	1,078	1,432	1,816	1,929	2,034
管理费用	-564	-653	-814	-1,542	-1,643	-1,682	非流动资产	21,062	25,866	31,487	33,083	34,567	36,014
%销售收入	2.5%	3.0%	2.5%	3.9%	4.0%	4.0%	%总资产	65.2%	72.1%	73.7%	68.9%	70.4%	71.4%
研发费用	-412	-411	-538	-652	-698	-715	资产总计	32,295	35,866	42,737	48,012	49,082	50,462
%销售收入	1.8%	1.9%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	短期借款	9,804	9,173	10,770	14,857	13,778	12,721
息税前利润 (EBIT)	3,100	2,924	3,931	3,966	4,475	5,284	应付款项	2,890	3,382	6,318	5,537	5,643	5,621
%销售收入	13.6%	13.5%	12.3%	10.0%	10.9%	12.6%	其他流动负债	1,553	1,846	786	1,549	1,713	1,829
财务费用	-573	-533	-565	-882	-1,016	-968	流动负债	14,246	14,402	17,875	21,943	21,134	20,171
%销售收入	2.5%	2.5%	1.8%	2.2%	2.5%	2.3%	长期贷款	1,653	3,209	5,391	5,391	5,391	5,391
资产减值损失	-71	-91	-31	-22	-22	-1	其他长期负债	1,696	2,017	657	175	175	175
公允价值变动收益	8	-18	-8	7	7	7	负债	17,595	19,628	23,924	27,509	26,700	25,738
投资收益	22	17	43	40	40	40	普通股股东权益	14,591	16,112	18,733	20,409	22,274	24,603
%税前利润	0.8%	0.7%	1.3%	1.2%	1.1%	0.9%	其中：股本	2,591	2,625	2,687	2,687	2,687	2,687
营业利润	2,503	2,322	3,399	3,139	3,509	4,387	未分配利润	9,100	10,594	13,056	14,732	16,597	18,926
营业利润率	11.0%	10.8%	10.6%	7.9%	8.5%	10.4%	少数股东权益	108	127	81	94	108	121
营业外收支	91	57	-20	88	80	90	负债股东权益合计	32,295	35,866	42,737	48,012	49,082	50,462
税前利润	2,594	2,378	3,379	3,227	3,589	4,477	比率分析						
利润率	11.4%	11.0%	10.6%	8.2%	8.7%	10.6%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-396	-410	-412	-420	-467	-582	每股指标						
所得税率	15.3%	17.3%	12.2%	13.0%	13.0%	13.0%	每股收益	0.840	0.744	1.100	1.040	1.157	1.444
净利润	2,198	1,968	2,967	2,808	3,122	3,895	每股净资产	5.630	6.139	6.972	7.595	8.290	9.156
少数股东损益	19	15	10	14	14	14	每股经营现金净流	1.808	2.521	1.835	1.581	2.480	2.773
归属于母公司的净利润	2,178	1,953	2,957	2,794	3,109	3,881	每股股利	0.100	0.100	0.200	0.416	0.463	0.578
净利率	9.6%	9.0%	9.2%	7.1%	7.6%	9.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	14.93%	12.12%	15.78%	13.69%	13.96%	15.78%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	6.74%	5.45%	6.92%	5.82%	6.33%	7.69%
净利润	2,198	1,968	2,967	2,808	3,122	3,895	投入资本收益率	9.66%	8.21%	9.87%	8.47%	9.37%	10.73%
少数股东损益	19	15	10	14	14	14	增长率						
非现金支出	1,524	1,526	1,803	2,370	2,411	2,431	主营业务收入增长率	4.57%	-5.16%	48.21%	23.57%	3.90%	2.33%
非经营收益	437	463	527	874	995	932	EBIT增长率	-8.65%	-5.67%	34.45%	0.88%	12.84%	18.07%
营运资金变动	527	2,659	-367	-1,803	135	192	净利润增长率	-2.66%	-10.33%	51.39%	-5.50%	11.26%	24.85%
经营活动现金净流	4,686	6,616	4,929	4,248	6,664	7,450	总资产增长率	9.39%	11.06%	19.16%	12.34%	2.23%	2.81%
资本开支	-4,057	-6,291	-7,234	-3,675	-3,576	-3,566	资产管理能力						
投资	0	-18	-7	-109	-111	-114	应收账款周转天数	24.6	27.2	19.4	20.0	20.0	20.0
其他	-54	47	15	-60	-60	-60	存货周转天数	47.9	56.2	44.2	45.0	45.0	45.0
投资活动现金净流	-4,112	-6,261	-7,226	-3,844	-3,747	-3,740	应付账款周转天数	42.7	44.7	43.7	43.0	43.0	43.0
股权募资	32	0	520	0	0	0	固定资产周转天数	267.7	354.3	318.5	254.9	248.4	245.6
债权募资	123	51	3,838	3,603	-1,079	-1,057	偿债能力						
其他	-75	-438	-1,562	-2,091	-2,366	-2,622	净负债/股东权益	67.70%	63.07%	67.47%	72.50%	63.95%	53.49%
筹资活动现金净流	80	-387	2,796	1,512	-3,444	-3,679	EBIT利息保障倍数	5.4	5.5	7.0	4.5	4.4	5.5
现金净流量	657	-31	511	1,916	-527	31	资产负债率	54.48%	54.72%	55.98%	57.30%	54.40%	51.00%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	30	41	98
增持	0	0	3	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.09	1.07	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-03-26	买入	15.18	N/A
2	2021-04-07	买入	16.49	N/A
3	2021-07-01	买入	13.35	N/A
4	2021-10-28	买入	11.06	N/A
5	2022-02-27	买入	12.07	N/A
6	2022-04-16	买入	11.99	N/A
7	2022-04-28	买入	11.74	N/A
8	2022-08-27	买入	11.65	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402