

文化纸盈利有所修复，太阳砥砺前行

太阳纸业(002078)

评级:	买入	股票代码:	002078
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	13.15/9.94
目标价格:		总市值(亿)	319.99
最新收盘价:	11.45	自由流通市值(亿)	314.18
		自由流通股数(百万)	2,743.95

事件概述

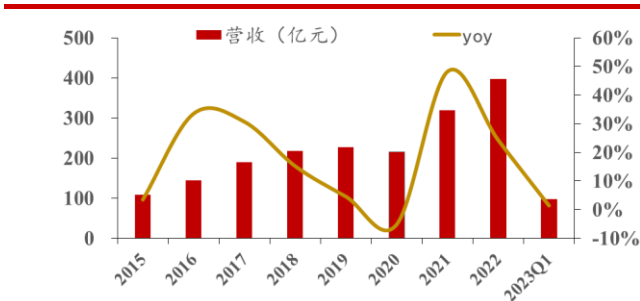
公司发布2023年一季报，2023年Q1公司实现营收98.05亿元，同比增长了1.42%；归母净利润5.66亿元，同比下滑了16.21%；扣非后归母净利为5.53亿元，同比下滑了15.98%。现金流方面，经营活动产生的现金流量净额为16.23亿元，比去年同期增长了56.86%，主要是本期购买商品支付有所减少。

分析判断:

► Q1文化纸价格稳中有升

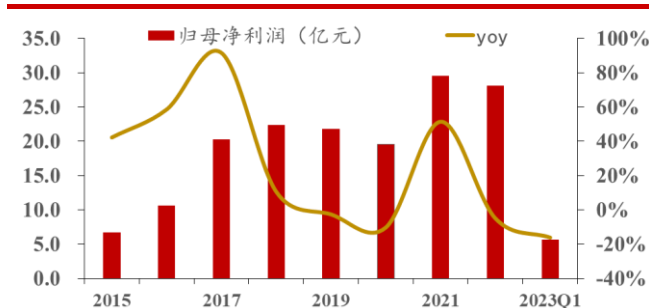
公司的收入同比增长了1.42%，我们判断主要是由于公司主要产品文化纸价格相较于去年同期有所增长。根据卓创数据，2023年一季度国内木浆双胶纸市场均价为6694元/吨，较去年四季度环比上调0.48%，较去年一季度同比涨幅为13.84%。而国内157g铜版纸市场均价为5689元/吨，较去年四季度环比上调0.55%，较去年一季度同比涨幅为3.79%。文化纸价格坚挺，我们判断主要还是由于一季度有部分党建刊物类订单支撑，整体出版需求向好。

图1 公司营业收入



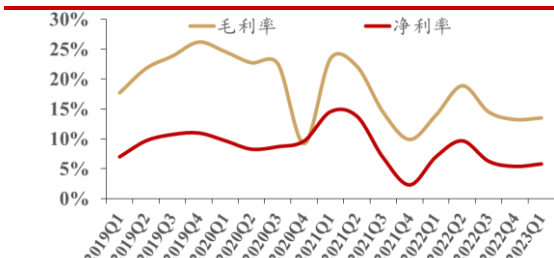
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图2 公司归母净利润



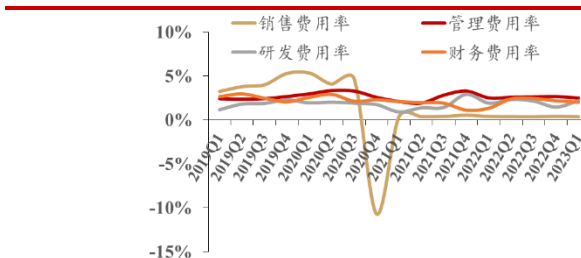
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图3 公司毛利率/净利率



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图4 公司各项费用率



资料来源: Wind, 华西证券研究所

► 利润率环比有所修复

盈利能力方面，公司2023年Q1的毛利率同比下滑了0.46pct至13.51%，环比则提升了0.29%。毛利率同比下滑，主要还是由于今年Q1木浆价格虽然环比有所下滑，但同比依然处于较高位置。根据卓创数据，进口针叶浆一季度均价为7041.49元/吨，环比下降5.63%，同比上涨7.20%。而进口阔叶浆季度均价为5900.37元/吨，环

比下降 11.31%，同比上涨 5.42%。此外，纸厂依然有部分去年高价库浆存需要消化。**费用方面**，2023 年 Q1 公司的费用率为 7.1%，同比提升了 0.93pct。其中销售费用率为 0.36%，同比下滑了 0.03pct。管理费用率为 2.51%，同比下滑了 0.01pct。财务费用率为 2.03%，同比提升了 0.69pct，主要原因是贷款增加支付利息费用同比增加。研发费用率同比提升了 0.28pct 至 2.2%。此外，公司投资收益同比下滑了 58.65%，主要原因为远期结售汇交割产生的投资收益减少及权益法核算投资收益同比减少所致。公司公允价值变动收益提高了 219.25%，主要原因是本期权益工具投资按享有权益份额调整公允价值变动收益产生的收益比上年同期增加所致。

投资建议

近年来，公司加快推进新旧动能转换，实现高质量发展，形成了山东、广西和老挝“三大基地”协同发展的新格局。随着公司自有木浆产能的投放，有效的降低了公司纸制品的用浆成本。我们维持公司的盈利预测不变，预计公司 23-25 年的营收为 410.75/440.92/467.52 亿元，EPS 为 1.10/1.27/1.47 元，对应 2023 年 4 月 27 日 11.45 元/股收盘价，PE 分别为 10.41/8.99/7.99 倍，**维持公司“买入”评级。**

风险提示

1) 文化纸需求大幅下滑。2) 行业新增产能过多导致公司产品价格下降。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	32,159	39,767	41,075	44,092	46,752
YoY (%)	49.0%	23.7%	3.3%	7.3%	6.0%
归母净利润(百万元)	2,929	2,809	3,075	3,558	4,109
YoY (%)	50.0%	-4.1%	9.5%	15.7%	15.5%
毛利率 (%)	17.2%	15.2%	16.4%	16.4%	17.7%
每股收益 (元)	1.11	1.04	1.10	1.27	1.47
ROE	15.7%	12.2%	11.8%	12.0%	12.1%
市盈率	10.32	11.01	10.41	8.99	7.79

资料来源：wind, 华西证券研究所

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系电话：

分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	39,767	41,075	44,092	46,752	净利润	2,817	3,084	3,569	4,122
YoY (%)	23.7%	3.3%	7.3%	6.0%	折旧和摊销	2,112	2,350	2,709	2,548
营业成本	33,735	34,335	36,848	38,467	营运资金变动	-1,754	1,365	205	38
营业税金及附加	178	185	197	209	经营活动现金流	3,824	7,683	7,395	7,736
销售费用	153	164	150	196	资本开支	-4,682	-569	-4,643	74
管理费用	1,033	1,072	1,111	1,216	投资	-1,446	-4	-4	-4
财务费用	834	936	851	868	投资活动现金流	-6,121	-553	-4,618	79
研发费用	781	830	864	940	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-55	0	0	0	债务募资	2,491	1,248	1,248	1,248
投资收益	22	21	29	9	筹资活动现金流	1,803	313	250	188
营业利润	3,033	3,619	4,174	4,919	现金净流量	-490	7,443	3,027	8,002
营业外收支	35	27	44	17					
利润总额	3,068	3,646	4,218	4,936	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	251	561	650	814	成长能力 (%)				
净利润	2,817	3,084	3,569	4,122	营业收入增长率	23.7%	3.3%	7.3%	6.0%
归属于母公司净利润	2,809	3,075	3,558	4,109	净利润增长率	-4.1%	9.5%	15.7%	15.5%
YoY (%)	-4.1%	9.5%	15.7%	15.5%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.04	1.10	1.27	1.47	毛利率	15.2%	16.4%	16.4%	17.7%
					净利率	7.1%	7.5%	8.1%	8.8%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	5.8%	5.7%	6.1%	6.4%
货币资金	2,386	9,830	12,856	20,858	净资产收益率 ROE	12.2%	11.8%	12.0%	12.1%
预付款项	664	690	740	770	偿债能力 (%)				
存货	5,339	5,177	5,530	5,835	流动比率	0.72	1.07	1.21	1.62
其他流动资产	4,198	4,272	4,007	3,939	速动比率	0.38	0.75	0.88	1.28
流动资产合计	12,588	19,969	23,134	31,402	现金比率	0.14	0.52	0.67	1.08
长期股权投资	256	256	256	256	资产负债率	51.7%	51.1%	49.3%	47.3%
固定资产	28,874	27,065	28,396	25,887	经营效率 (%)				
无形资产	1,767	1,942	2,117	2,292	总资产周转率	0.83	0.77	0.75	0.73
非流动资产合计	35,426	33,676	35,667	33,069	每股指标 (元)				
资产合计	48,014	53,645	58,801	64,471	每股收益	1.04	1.10	1.27	1.47
短期借款	8,169	8,169	8,169	8,169	每股净资产	8.26	9.36	10.63	12.10
应付账款及票据	5,032	5,703	6,069	6,254	每股经营现金流	1.37	2.75	2.65	2.77
其他流动负债	4,247	4,874	4,847	4,962	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	17,448	18,746	19,085	19,385	估值分析				
长期借款	6,640	7,888	9,136	10,385	PE	11.01	10.41	8.99	7.79
其他长期负债	753	753	753	753	PB	1.39	1.22	1.08	0.95
非流动负债合计	7,392	8,641	9,889	11,137					
负债合计	24,840	27,387	28,974	30,523					
股本	2,795	2,795	2,795	2,795					
少数股东权益	90	99	110	123					
股东权益合计	23,174	26,258	29,827	33,948					
负债和股东权益合计	48,014	53,645	58,801	64,471					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，10年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，8年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

宋姝旺：轻工行业助理分析师。2021年7月加入华西证券，悉尼大学金融学硕士，阿德莱德大学会计学学士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。