

太阳纸业(002078)

报告日期: 2023年04月28日

Q1 业绩优异, 全年明确改善, 林浆纸一体化优势显著

——太阳纸业点评报告

投资要点

基本事件

4月27日, 公司公布2023Q1业绩: 2023Q1营收98.05亿元(同比+1.42%), 归母净利5.66亿元(同比-16.21%), 扣非归母净利5.53亿元(同比-15.98%), 业绩表现出色。

23Q1 业绩优异, 全年明确改善

(1) **销量**: 我们判断Q1终端需求逐渐复苏, 原纸销量有所增长, 3月起文化用纸传统旺季订单增量明显, 综合Q1出货量环比Q4有所改善; (2) **价格**: 23Q1箱板纸/铜版纸/双胶纸/溶解浆市场均价分别为4262/5689/6694/7286元/吨, 环比分别-4.83%/+0.56%/+0.47%/-11.45%, 同比-12.71%/+3.74%/+13.73%/+0.15%, Q1文化用纸提价温和落地, 主要系下游党建出版物、教辅订单需求提升; (3) **成本**: 23Q1针叶/阔叶浆现货均价7068/5937元/吨, 环比-5.27%/-10.75%, 商品浆价格加速下跌, 部分低价浆到库后, 吨纸盈利有望改善, 利润贡献边际提升。

23Q2 及全年展望: 文化纸弹性可期, 箱板纸触底回暖, 溶解浆企稳

1) 文化纸: 成本下行&温和提价, 盈利中枢上移可期。Q1文化纸温和提价100-200元, 4月22日, 公司涂布类原纸再发100元/吨涨价函, 预计文化纸实现阶段性稳价, 成本端木浆持续下行, 预计Q2-Q3铜版/双胶纸盈利弹性集中释放。

2) 箱板纸: 盈利基本筑底, H2旺季反弹可期。Q1箱板纸行业龙头停机压价、终端需求较为平淡, 纸价基本触底。23Q1国废均价1668元/吨(环比下降15.29%), 国废价格跌幅大于纸价, 4月起玖龙、理文等龙头陆续试探性提价, H2传统旺季来临, 吨盈利有望底部反弹。公司老挝基地牛皮箱板纸原材料价格走跌, 23Q1美废均价211美元/吨, 同比-40.18%, 环比-0.38%, 外废&海运费回落, 吨盈利修复。同时, 公司100万吨箱板纸、50万吨配套本色浆线预计23Q3投产, 产能扩充有望支撑销量成长。

3) 溶解浆: 木片走跌&价格企稳, 预计吨盈利稳健。木片成本震荡下行, 且老挝溶解浆木片部分自给(低于外购木片成本), 自制浆成本有所改善, Q2下游粘胶短纤市场开工或有提振, 有望带动采浆需求, 溶解浆吨盈利有望企稳。

利润率环比改善, 费用管控良好, 经营现金流提升

(1) **利润率**: 23Q1公司实现毛利率13.51%(同比-0.46pct, 环比+0.29pct), 实现归母净利率5.77%(同比-1.21pct, 环比+0.43pct), 主要系文化用纸等售价提升, 盈利有所改善。

(2) **期间费用率**: 23Q1期间费用率为7.1%(同比+0.93pct, 环比+0.37pct), 其中销售费用率为0.36%(同比-0.03pct, 环比-0.05pct), 管理与研发费用率为4.7%(同比+0.28pct, 环比+0.57pct), 财务费用率为2.03%(同比+0.69pct, 环比-0.16pct), 主要系贷款有所增加。

(3) **营运效率与现金流**: 23Q1公司应收账款及票据32.44亿元(同比+4.39亿元, 环比+10.11亿元), 应收账款周转天数25.13天(同比+3.76天, 环比+6.94天), 应付票据及账款合计48.38亿元(同比-3.99亿元, 环比-1.94亿元); 存货47.79亿元(同比+17亿元, 环比-5.6亿元), 存货周转天数53.69天(同比+18.06天, 环比+6.49天)。现金流方面, 23Q1经营现金流净额为16.23亿元(同比+5.88亿元, 环比+9.99亿元)。

产能不断拓张, 加速推进南宁基地建设

2022年浆、纸合计产能已突破1000万吨, 浆产能435万吨(化机浆140万吨、化学浆105万吨、本色浆20万吨、溶解浆80万吨、新型纤维原料50万吨、废纸浆40万吨), 造纸产能达到609万吨(文化纸210万吨、铜版纸80万吨、生活纸39万吨、淋膜原纸30万吨、牛皮箱板纸240万吨, 特种纸10万吨)。广西北海搬迁的35万吨PM3纸机、10万吨生活用纸于23年初顺利投产。未来重点

投资评级: 买入(维持)

分析师: 史凡可

执业证书号: S1230520080008
shifanke@stocke.com.cn

分析师: 马莉

执业证书号: S1230520070002
mali@stocke.com.cn

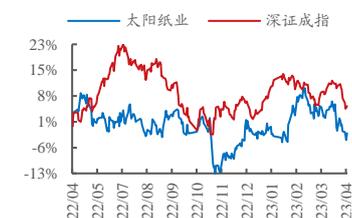
分析师: 傅嘉成

执业证书号: S1230521090001
fujiacheng@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥11.45
总市值(百万元)	31,999.13
总股本(百万股)	2,794.68

股票走势图



相关报告

- 《22A 收入亮眼、业绩优异, 林浆纸一体化构筑长期优势》 2023.04.23
- 《22Q4 业绩表现优异, 林浆纸一体化优势突出》 2023.03.01
- 《溶解浆高位略回落, 全年经营韧性较强——太阳纸业点评报告》 2022.10.30

建设南宁林浆纸一体化项目，南宁审批一期项目预计建设 220 万吨高端包装纸生产线，预计一期 100 万吨箱板纸产线和 50 万吨配套本色浆线将于 23Q3 投产，随着项目建成，公司产品布局更加完善，规模化优势将进一步显现。

□ 林浆纸一体化布局，三大基地协同发展

公司山东、广西、老挝三个基地各有优势。山东浆纸产能综合调配，多元化产品结构；广西基地税收优惠政策、能源成本享有比较优势，北海基地临近港口便于原料进口，南宁林业资源丰富、运输半径较广；老挝自产木片成本优势显著，预计种植面积不断扩大，木片、浆供给量持续提升；公司三大基地协同发展，产品结构多元化、浆纸灵活调配能力突出，在上游原料布局方面领先同行。

下游景气度波动，原材料价格波动，纸价涨幅不及预期。

□ 投资建议

预计公司 23-25 年分别实现营收 401.17/442.23/463.88 亿元，同比 +0.88%/+10.23%/+4.90%；归母净利润 29.96/ 35.94/39.39 亿元，同比 +6.66%/+19.97%/+9.60%，对应 PE 分别为 11X/9X/8X，维持买入评级。

□ 风险提示

下游景气度波动，原材料价格波动，纸价涨幅不及预期。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	39,767	40,117	44,223	46,388
(+/-) (%)	23.66%	0.88%	10.23%	4.90%
归母净利润	2,809	2,996	3,594	3,939
(+/-) (%)	-4.12%	6.66%	19.97%	9.60%
每股收益(元)	1.01	1.07	1.29	1.41
P/E	11.39	10.68	8.90	8.12

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	12,588	11,128	14,068	11,540	营业收入	39,767	40,117	44,223	46,388
现金	2,386	550	870	-2,322	营业成本	33,735	34,330	37,447	38,697
交易性金融资产	4	4	4	4	营业税金及附加	178	183	197	209
应收账款	2,421	3,396	4,620	4,644	营业费用	153	160	243	255
其它应收款	79	123	139	119	管理费用	1,033	963	1,061	1,299
预付账款	664	691	757	775	研发费用	781	762	884	1,160
存货	5,339	6,104	7,418	8,061	财务费用	834	342	407	410
其他	1,694	260	260	260	资产减值损失	-55	-9	-12	-16
非流动资产	35,426	39,811	43,659	47,460	公允价值变动损益	-6	0	0	0
金额资产类	130	130	130	130	投资净收益	22	36	41	37
长期投资	256	341	387	436	其他经营收益	41	46	46	50
固定资产	28,874	32,765	36,029	38,431	营业利润	3,033	3,441	4,052	4,421
无形资产	1,767	2,356	2,800	3,308	营业外收支	35	0	0	0
在建工程	3,273	3,059	3,132	3,958	利润总额	3,068	3,441	4,052	4,421
其他	1,127	1,160	1,180	1,197	所得税	251	432	445	467
资产总计	48,014	50,939	57,727	58,999	净利润	2,817	3,010	3,607	3,953
流动负债	17,448	17,365	20,546	17,865	少数股东损益	8	14	13	15
短期借款	8,169	8,372	8,574	8,867	归属母公司净利润	2,809	2,996	3,594	3,939
应付款项	5,032	3,734	6,947	3,902	EBITDA	5,997	5,614	6,886	7,126
预收账款	0	0	0	0	EPS (最新摊薄)	1.01	1.07	1.29	1.41
其他	4,247	5,259	5,025	5,096					
非流动负债	7,392	7,392	7,392	7,392	主要财务比率				
长期借款	6,640	6,640	6,640	6,640		2022	2023E	2024E	2025E
其他	753	753	753	753	成长能力				
负债合计	24,840	24,758	27,938	25,257	营业收入	23.66%	0.88%	10.23%	4.90%
少数股东权益	90	104	117	131	营业利润	-9.96%	13.48%	17.74%	9.10%
归属母公司股东权益	23,084	26,078	29,672	33,611	归属母公司净利润	-4.12%	6.66%	19.97%	9.60%
负债和股东权益	48,014	50,939	57,727	58,999	获利能力				
					毛利率	15.17%	14.43%	15.32%	16.58%
					净利率	7.06%	7.47%	8.13%	8.49%
					ROE	12.17%	11.49%	12.11%	11.72%
					ROIC	8.85%	7.57%	8.34%	8.36%
					偿债能力				
					资产负债率	51.74%	48.60%	48.40%	42.81%
					净负债比率	107.19%	94.56%	93.79%	74.85%
					流动比率	0.72	0.64	0.68	0.65
					速动比率	0.36	0.23	0.27	0.14
					营运能力				
					总资产周转率	0.88	0.81	0.81	0.79
					应收账款周转率	19.79	21.34	21.18	17.14
					应付账款周转率	8.65	9.85	8.93	9.12
					每股指标(元)				
					每股收益	1.01	1.07	1.29	1.41
					每股经营现金	1.37	1.64	2.44	1.09
					每股净资产	8.26	9.33	10.62	12.03
					估值比率				
					P/E	11.39	10.68	8.90	8.12
					P/B	1.39	1.23	1.08	0.95
					EV/EBITDA	7.83	8.69	7.07	7.32

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>