

太阳纸业（002078）：盈利能力改善可期，林浆纸一体化扩张巩固竞争优势

2023年5月5日

推荐/维持

太阳纸业 公司报告

事件：公司发布 2022 年度及 2023 年一季度业绩。2022 年公司实现收入 397.67 亿元，同比+23.66%；归母净利润 28.09 亿元，同比-4.12%；其中 Q4 实现收入 101.26 亿元，同比+19.92%；归母净利润 5.41 亿元，同比+235.70%。2023 年 Q1 公司实现收入 98.05 亿元，同比+1.42%，环比上季度-3.17%；归母净利润 5.66 亿元，同比-16.21%，环比上季度+4.59%。

2022 年扩产增收，成本上涨压制盈利。2022 年公司产能扩张推动收入增长，但原材料与能源成本抬升，产品毛利率承压。公司作为国内浆纸龙头，受益于双胶纸挺价，以及化学浆、溶解浆等产品布局，盈利能力仍有一定韧性。

- **造纸板块**全年收入 277.33 亿元(+9.58%)，毛利率 13.63%(-2.64 pct.)。广西基地文化纸、生活用纸产能释放，带动纸品销量升至 557 万吨(+6.50%)。木片与木浆涨价、煤价高企推升造纸成本，公司主要产品中，双胶纸、生活用纸价格上涨，铜版纸、箱板纸等需求偏弱、价格疲软；综合来看，纸品提价未能覆盖成本上涨影响。
- **制浆板块**全年收入 95.25 亿元(+82.05%)，毛利率 19.10%(-2.38 pct.)。广西化学浆项目投产外售、溶解浆需求旺盛，带动浆类产品销量达到 184 万吨(+71.96%)。2022 年浆类产品市场均价同比大幅上涨，但受到木片与能源价格影响，毛利率呈前高后低走势。

2023 年 Q1 业绩边际改善，造纸板块迎来盈利修复。公司 Q1 收入环比减少，或由于部分产品价格回落，Q1 箱板纸/阔叶化学浆/溶解浆市场价环比-5%/-10%/-11%；同时随着造纸产能释放，外售化学浆逐步转为自用。公司 Q1 毛利率 13.51%，环比+0.29 pct.，估计系纸品盈利改善（浆类产品盈利受浆价下跌影响）：（1）双胶纸 Q1 温和提价（环比+0.37%），助力吨毛利提升；（2）2022 年下半年以来美废价格回落超 40%，估计公司 Q1 开始使用低价原料，改善箱板纸盈利能力；（3）动力煤市场价环比回落超 20%，公司能源成本或有下降。

造纸利润改善可期，溶解浆盈利或有支撑。成本端来看，公司外购木浆占比约 40-50%，2023 年以来阔叶浆/针叶浆市场价已回落 38%/28%，预计 Q2 起公司用浆成本逐步回落。考虑到浆厂产能释放与海外需求疲软，年内浆价有望持续承压。价格端来看，双胶纸旺季存在刚需，价格预计较稳健；铜版纸、箱板纸需求随下游行业逐步复苏，价格有望提振，4 月以来纸企已有提价动作。溶解浆价格 3 月以来企稳运行，未来价格预计受到国内服装消费回暖的支撑。

林浆纸一体化扩张，持续强化竞争优势。公司在建与规划项目包括广西南宁年产 525 万吨林浆纸一体化项目，一期部分产能（年产 100 万吨高档包装纸、50 万吨本色化学浆）预计于 2023 年 Q3 试产；老挝基地年产 15 万吨本色化机浆项目，预计 2023 年内试产。老挝基地林地建设亦稳步推进，2022 年完成近 8700 公顷造林面积。此外，公司在山东和广西基地实现了竹浆的规模化生产。公司造纸产能持续扩张，支撑收入规模增长；自有林地规模、新型纤

公司简介：

公司已发展成为一家全球先进的跨国造纸集团和林浆纸一体化企业，主导产品有高级美术铜版纸、高级文化办公用纸、太阳生活用纸、特种纤维溶解浆等系列。

资料来源：公司公告、同花顺

未来 3-6 个月重大事项提示：

无

发债及交叉持股介绍：

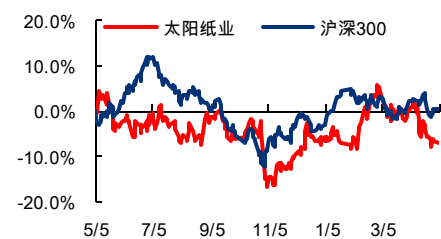
2017-12-22 发行可转债

资料来源：同花顺、东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间（元）	12.92-10.17
总市值（亿元）	316.92
流通市值（亿元）	311.16
总股本/流通 A 股（万股）	279,468/279,468
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	1.18

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521010001

分析师：常子杰

010-66554040

changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521080005

研究助理：沈逸伦

010-66554044

shenyil@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480121050014

维产能持续扩张，在木片和废纸供需趋紧的背景下打造长期成本优势。

盈利预测与投资评级：预计公司 2023-2025 年归母净利润为 30.69、35.64、39.83 亿元人民币，增速分别为 9%、16%、12%，目前股价对应 PE 分别为 10、9、8 倍。维持“推荐”评级。

风险提示：经济复苏不及预期，行业竞争加剧，项目投产进度不及预期，疫情波动影响供需。

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	31,996.64	39,766.93	39,644.38	41,608.74	44,178.49
增长率（%）	48.21%	24.28%	-0.31%	4.95%	6.18%
归母净利润（百万元）	2,956.84	2,808.77	3,069.11	3,563.94	3,982.67
增长率（%）	50.76%	-5.04%	9.27%	16.12%	11.75%
净资产收益率（%）	15.78%	12.17%	11.38%	11.51%	11.26%
每股收益(元)	1.10	1.01	1.10	1.28	1.43
PE	10.31	11.28	10.33	8.89	7.96
PB	1.63	1.37	1.18	1.02	0.90

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表		单位：百万元					利润表		单位：百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		
流动资产合计	11251	12588	14674	15464	16491	营业收入	31997	39767	39644	41609	44178		
货币资金	3468	2386	4361	4577	4860	营业成本	26438	33735	33461	34761	36699		
应收账款	1787	2233	2226	2336	2480	营业税金及附加	139	178	177	186	198		
其他应收款	150	79	79	82	88	营业费用	136	153	152	160	170		
预付款项	555	664	831	1005	1189	管理费用	814	1033	1030	1081	1147		
存货	3506	5339	5296	5501	5808	财务费用	565	834	735	749	737		
其他流动资产	649	260	260	260	260	研发费用	538	781	777	816	866		
非流动资产合计	31487	35426	39292	42759	45803	资产减值损失	-31.36	-70.87	-59.47	-62.41	-110.45		
长期股权投资	241	256	256	256	256	公允价值变动收益	-8.45	-5.69	0.00	0.00	0.00		
固定资产	27922	28874	31692	36093	38077	投资净收益	42.89	21.94	21.94	21.94	21.94		
无形资产	1274	1767	1827	1887	1945	加：其他收益	30.07	41.32	41.32	41.32	41.32		
其他非流动资产	1331	804	804	804	804	营业利润	3399	3033	3317	3857	4315		
资产总计	42737	48014	53966	58223	62295	营业外收入	39.45	38.99	38.99	38.99	38.99		
流动负债合计	17875	17448	19818	20048	19715	营业外支出	59.59	3.65	3.65	3.65	3.65		
短期借款	7698	8169	10606	10615	9965	利润总额	3379	3068	3352	3893	4350		
应付账款	3884	3915	3830	3979	4201	所得税	412	251	274	318	356		
预收款项	372	528	555	585	616	净利润	2967	2817	3078	3575	3995		
一年内到期的非流动负债	3073	2297	2297	2297	2297	少数股东损益	10	8	9	11	12		
非流动负债合计	6049	7392	7091	7091	7091	归属母公司净利润	2957	2809	3069	3564	3983		
长期借款	5391	6640	6340	6340	6340	主要财务比率							
应付债券	0	0	0	0	0		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		
负债合计	23924	24840	26909	27139	26806	成长能力							
少数股东权益	81	90	99	109	121	营业收入增长	48.21%	24.28%	-0.31%	4.95%	6.18%		
实收资本（或股本）	2687	2795	2795	2795	2795	营业利润增长	46.41%	-10.79%	9.38%	16.29%	11.86%		
资本公积	2426	3574	3574	3574	3574	归属于母公司净利润增长	51.39%	-5.01%	9.27%	16.12%	11.75%		
未分配利润	13056	15218	17892	20997	24466	获利能力							
归属母公司股东权益合计	18733	23084	26958	30974	35367	毛利率(%)	17.37%	15.17%	15.60%	16.46%	16.93%		
负债和所有者权益	42737	48014	53966	58223	62295	净利率(%)	9.27%	7.08%	7.76%	8.59%	9.04%		
现金流量表	单位：百万元					总资产净利润(%)	6.92%	5.85%	5.69%	6.12%	6.39%		
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE(%)	15.78%	12.17%	11.38%	11.51%	11.26%		
经营活动现金流	4929	3824	5837	6570	7277	偿债能力							
净利润	2967	2817	3078	3575	3995	资产负债率(%)	56%	52%	50%	47%	43%		
折旧摊销	1769.01	2109.25	#####	2683.60	3105.27	流动比率	0.63	0.72	0.74	0.77	0.84		
财务费用	565	834	735	749	737	速动比率	0.43	0.42	0.47	0.50	0.54		
应收帐款减少	-177	-446	7	-110	-144	营运能力							
预收帐款增加	-918	156	28	29	31	总资产周转率	0.81	0.88	0.78	0.74	0.73		
投资活动现金流	-7226	-6121	-5260	-5257	-5209	应收账款周转率	19	20	18	18	18		
公允价值变动收益	-8	-6	0	0	0	应付账款周转率	10.12	10.20	10.24	10.66	10.80		
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)							
投资收益	43	22	22	22	22	每股收益(最新摊薄)	1.10	1.01	1.10	1.28	1.43		
筹资活动现金流	2796	1803	1398	-1097	-1785	每股净现金流(最新摊薄)	0.19	-0.18	0.71	0.08	0.10		
应付债券增加	-830	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.97	8.26	9.65	11.08	12.66		
长期借款增加	2182	1248	-300	0	0	估值比率							
普通股增加	62	108	0	0	0	P/E	10.31	11.28	10.33	8.89	7.96		
资本公积增加	575	1148	0	0	0	P/B	1.63	1.37	1.18	1.02	0.90		
现金净增加额	500	-495	1974	216	283	EV/EBITDA	7.54	7.85	7.42	6.40	5.60		

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	太阳纸业（002078）：盈利能力环比承压静待改善，长期扩张势头不变	2022-10-31
公司普通报告	太阳纸业（002078）：Q2 浆类产品量利齐升，助力业绩环比显著改善	2022-08-30
公司深度报告	太阳纸业（002078）：产业链与区位布局推进之下，再论公司成本优势	2022-05-24
公司普通报告	太阳纸业（002078）：受益浆纸价格提升，盈利能力环比改善明显	2022-04-29
公司普通报告	太阳纸业（002078）：产能稳步扩张，盈利能力有望边际改善	2022-04-18

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

常子杰

中央财经大学金融学硕士，2019年加入东兴证券研究所，现任轻工制造行业分析师，研究方向为造纸、包装、电子烟。

研究助理简介

沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士。2021年加入东兴证券研究所，轻工制造行业研究助理，主要负责家居和其他消费轻工研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526