

太阳纸业(002078)

报告日期: 2023年08月25日

Q2 环比回暖, 期待 H2 盈利向上

——太阳纸业点评报告

投资要点

□ 基本事件

8月25日, 公司公告2023年中期业绩: 23H1 营收193.42亿元(同比-2.58%), 归母净利12.51亿元(同比-24.59%), 扣非归母净利12.18亿元(同比-25.65%); 单23Q2 营收95.37亿元(同比-6.39%、环比-2.73%), 归母净利6.86亿元(同比-30.34%、环比+21.24%), 扣非归母净利6.65亿元(同比-32.15%、环比+20.28%), Q2 环比表现靓丽, H2 持续回暖。

□ 核心产品盈利稳定, 差异化产品销量提升

分产品拆分, 23H1 文化纸/铜版纸/牛皮箱板纸/溶解浆/化机浆/化学浆营收65.42/15.79/45.59/19.08/9.56/10.48亿元, 分别在总营收中占比33.82%/8.16%/23.57%/9.87%/4.94%/5.42%; 23H1 文化纸/铜版纸/牛皮箱板纸/溶解浆/化机浆/化学浆毛利率为15.64%/12.17%/12.16%/16.23%/21.91%/20.54%, 分别-1.53pct/-3.12pct/-0.04pct/-5.27pct/-7.07pct/+2.99pct。23H1 公司灵活调整产品和原材料结构调整, 加强成本控制、保障核心产品盈利能力, 加大差异化文化用纸产品开发力度, 差异化文化纸产品销量实现50%增长, 牛皮箱板纸等实现了满产满销, 高端包装类产品销量持续提升, 并拓展醋酸纤维溶解浆、微晶纤维素等新产品, 深化多元化、差异化产品策略。

□ 文化用纸回暖, 箱板纸旺季渐近, 全年改善明确

1) **文化纸:** 温和挺价落地, H2 低价浆到库, 吨盈利环比改善。23Q2 铜版纸5430元/吨(同比-2.90%、环比-4.56%)、双胶纸6058元/吨(同比-1.58%、环比-9.50%), 受出版订单延期下单&社会订单较为疲弱影响, Q2 文化用纸价格下滑, 7-8月规模文化纸龙头陆续挺价传导落地, Q3 文化用纸秋季招标旺季到来有望迎来季节性行情, H2 低价浆逐步到库, 盈利弹性逐季释放。

2) **箱板纸:** 价格&盈利磨底, 8月龙头挺价, 旺季催化或渐近。23Q2 箱板纸均价3945元/吨(同比-18.55%、环比-7.44%), 瓦楞纸均价2848元/吨(同比-23.53%、环比-8.90%), 8月起国废成本支撑转强、部分地区检修供给收紧, 规模纸厂龙头陆续试探性挺价, 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, 23Q2 美废均价208美元/吨(同比-42.73%、环比-1.41%), 外废&海运费回落, 吨盈利修复。同时, 公司100万吨箱板纸预计23Q3 投产, 产能扩充有望支撑销量成长。

3) **溶解浆:** 粘胶纤维景气修复, 价格&吨盈利稳健。旺季来临, 棉价回暖、粘胶纤维景气恢复, 截至2023年8月25日, 粘胶短纤价格较8月初上涨400元/吨, Q3 粘胶短纤有望景气修复或支撑溶解浆价格企稳, 成本端木片价格弱运行, 公司老挝溶解浆部分木片自给进一步降低成本, 溶解浆吨盈利有望稳健运行。

□ 利润率、现金流环比改善, 控费能力较强

(1) **利润率:** 23Q2 公司实现毛利率16.13%(同比-2.75pct, 环比+2.62pct), 实现归母净利率7.19%(同比-2.47pct, 环比+1.42pct), 随低价浆陆续入库, 利润率环比好转。

(2) **期间费用率:** 23Q2 期间费用率为8.51%(同比+0.83pct, 环比+1.41pct), 其中销售费用率为0.39%(同比+0.01pct, 环比+0.02pct), 管理与研发费用率为5.45%(同比+0.54pct, 环比+0.74pct), 财务费用率为2.68%(同比+0.28pct, 环比+0.65pct), 财务费用波动系本期汇兑损失增加。

(3) **营运效率与现金流:** 23Q2 公司应收账款及票据27.61亿元(同比+2.85亿元, 环比-4.82亿元), 应收账款周转天数23.24天(同比+3.91天, 环比-1.90天), 应付票据及账款合计50.85亿元(同比-0.82亿元, 环比+2.47亿元); 存货

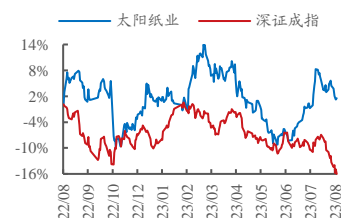
投资评级: 买入(维持)

分析师: 史凡可
 执业证书号: S1230520080008
 shifanke@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥11.28
总市值(百万元)	31,524.04
总股本(百万股)	2,794.68

股票走势图



相关报告

- 《文化纸价温和修复, 业绩逐季改善可期》2023.08.03
- 《Q1 业绩优异, 全年明确改善, 林浆纸一体化优势显著》2023.04.28
- 《22A 收入亮眼, 业绩优异, 林浆纸一体化构筑长期优势》2023.04.23

44.23 亿元 (同比+7.06 亿元, 环比-3.56 亿元)。存货周转天数 53.31 天(同比+14.11 天, 环比-0.38 天)。现金流方面, 23Q2 经营现金流净额为 24.41 亿元 (同比+7.23 亿元, 环比+8.17 亿元), 环比改善明显。

□ 浆纸产能布局趋于完善, 规模优势进一步显现

公司 2022 年浆、纸合计产能已突破 1000 万吨, 广西北海搬迁的 35 万吨 PM3 文化纸机、15 万吨生活用纸于 23 年初顺利投产、广西南宁 20 万吨 PM1 特种文化纸机于 23 年 4 月成功出纸。广西南宁一期 100 万吨暨 PM2 和 PM3 箱板纸产线及 50 万吨配套本色浆线有望于 23Q3 试产, 随广西地区多元化浆纸布局更加完善, 预计 2023 年公司纸、浆合计总产能将接近 1200 万吨。

□ 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。

□ 盈利预测与估值

公司作为多元化大宗纸种的白马优质资产, 林浆纸一体化优势长期越发突出, 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 29.96/36.45/40.60 亿元, 同比 +6.66%/+21.66%/+11.39%, 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)	2022	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	3,645	4,060
(+/-) (%)	-4.12%	6.66%	21.66%	11.39%
每股收益(元)	1.01	1.07	1.30	1.45
P/E	11.22	10.52	8.65	7.77

资料来源: 浙商证券研究所

表1: 公司财务数据概况

单位: 百万元	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2
营业总收入	5,552.36	4,875.93	5,210.34	5,950.02	7,643.48	8,169.72	7,901.62	8,281.82	9,667.37	10,187.62	9,785.49	10,126.45	9,805.03	9,536.98
YOY	1.86%	-8.43%	-7.37%	-6.47%	37.66%	67.55%	51.65%	39.19%	26.48%	24.70%	23.84%	22.27%	1.42%	-6.39%
归母净利润	536.02	400.46	445.72	570.92	1,108.00	1,123.52	536.80	188.52	674.99	984.44	608.57	540.75	565.60	685.72
YOY	40.97%	-20.93%	-25.52%	-17.62%	106.71%	180.56%	20.43%	-66.98%	-39.08%	-12.38%	13.37%	186.84%	-16.21%	-30.34%
扣非归母净利润	494.74	380.45	452.21	595.84	1082.94	1109.86	528.11	210.80	658.18	980.27	596.47	536.15	553.00	665.14
YOY	48.18%	-28.17%	-23.98%	-6.96%	118.89%	191.73%	16.78%	-64.62%	-39.22%	-11.68%	12.94%	154.34%	-15.98%	-32.15%
毛利率	24.59%	22.72%	22.56%	9.20%	23.44%	22.14%	14.42%	9.90%	13.97%	18.88%	14.50%	13.22%	13.51%	16.13%
期间费用率	12.84%	12.38%	12.02%	-4.08%	5.49%	5.66%	6.58%	7.87%	6.16%	7.68%	7.57%	6.73%	7.10%	8.51%
其中: 销售费用	296.83	199.18	244.18	-636.96	29.52	30.07	31.95	44.82	38.51	37.76	34.77	41.58	35.68	36.72
销售费用率	5.35%	4.08%	4.69%	-10.71%	0.39%	0.37%	0.40%	0.54%	0.40%	0.37%	0.36%	0.41%	0.36%	0.39%
其中: 管理费用	164.96	163.11	171.29	153.18	160.63	157.04	223.50	272.40	243.22	263.67	256.55	269.25	245.82	237.53
研发费用	107.78	99.19	99.71	104.20	70.08	112.80	113.37	241.92	184.94	236.53	210.29	148.92	215.43	281.82
管理+研发费用率	4.91%	5.38%	5.20%	4.33%	3.02%	3.30%	4.26%	6.21%	4.43%	4.91%	4.77%	4.13%	4.70%	5.45%
其中: 财务费用	143.13	142.07	111.06	136.90	159.56	162.10	150.99	92.69	128.98	244.28	238.74	221.53	198.86	255.45
财务费用率	2.58%	2.91%	2.13%	2.30%	2.09%	1.98%	1.91%	1.12%	1.33%	2.40%	2.44%	2.19%	2.03%	2.68%
归母净利率	9.65%	8.21%	8.55%	9.60%	14.50%	13.75%	6.79%	2.28%	6.98%	9.66%	6.22%	5.34%	5.77%	7.19%
存货	2,711.20	2,971.60	2,902.70	2,896.62	2,883.98	3,635.41	3,514.84	3,506.49	3,079.56	3,716.45	4,681.47	5,339.09	4,779.20	4,422.94
较上年同期增减	272.06	231.29	119.09	440.66	172.78	663.81	612.14	609.87	195.58	81.04	1166.63	1832.59	1699.65	706.49
存货周转天数	55.53	61.40	60.34	55.40	44.45	48.13	45.61	43.59	35.63	39.20	44.31	47.20	53.69	53.31
较上年同期增减	9.32	10.35	8.66	8.19	-11.08	-13.27	-14.72	-11.80	-8.82	-8.93	-1.31	3.60	18.06	14.11
应收账款	2,617.74	2,028.62	1,909.47	1,609.54	2,853.42	2,742.59	2,581.06	1,786.55	2,804.42	2,476.19	2,974.95	2,232.61	3,243.68	2,761.32
较上年同期增减	640.90	290.87	78.12	2.14	235.68	713.97	671.59	177.01	-49.01	-266.40	393.88	446.05	439.26	285.13
应收账款周转天数	34.24	31.38	30.36	26.82	26.28	24.77	23.86	19.11	21.37	19.32	21.69	18.19	25.13	23.24
较上年同期增减	5.84	4.64	3.24	2.54	-7.97	-6.61	-6.50	-7.72	-4.91	-5.45	-2.17	-0.91	3.76	3.91
应付账款及应付票据	2328.70	1828.36	2596.37	2881.29	3368.32	4332.01	4417.37	5105.36	5236.91	5167.44	5380.86	5031.85	4838.04	5085.20
较上年同期增减	-3675.87	-3155.75	-2242.13	246.10	1039.62	2503.65	1821.00	2224.08	1868.59	835.43	963.49	-73.52	-398.87	-82.23
预收账款(合同负债)	1134.58	983.19	993.80	1,289.91	1,512.47	1,043.98	330.32	371.63	665.99	608.24	800.98	527.70	653.79	596.38
较上年同期增减	418.55	87.05	133.07	136.75	377.89	60.78	-663.49	-918.27	-846.48	-435.73	470.66	156.07	-12.20	-11.87
经营性现金流净额	283.36	1889.14	1391.55	3051.85	1936.20	726.33	513.58	1753.26	1034.84	1717.67	446.88	624.18	1623.28	2440.70
较上年同期增减	-2386.80	2343.50	853.04	1120.24	1652.84	-1162.81	-877.97	-1298.59	-901.36	991.34	-66.70	-1129.09	588.44	723.03
筹资性现金流净额	481.92	305.44	-263.02	-911.07	496.68	1106.40	1420.27	-227.23	1367.08	-440.85	368.32	508.15	-349.51	-304.36
较上年同期增减	1389.37	-748.30	-348.81	-759.18	14.77	800.96	1683.29	683.84	870.40	-1547.25	-1051.94	735.38	-1716.59	136.49
资本开支	1,078.36	1,576.76	1,444.93	2,208.65	2,046.74	2,204.75	1,837.41	1,160.13	1,438.55	549.39	1,614.31	1,110.13	1,513.14	1,621.83
较上年同期增减	75.10	874.20	883.08	384.93	968.38	628.00	392.49	-1048.53	-608.19	-1655.36	-223.10	-50.00	74.59	1072.45
ROE	3.60%	2.60%	2.85%	3.60%	6.64%	6.32%	2.87%	1.00%	3.54%	4.88%	2.85%	2.41%	2.43%	2.84%
YOY(±)	0.61%	-1.28%	-1.55%	-1.26%	3.04%	3.72%	0.02%	-2.60%	-3.10%	-1.44%	-0.02%	1.41%	-1.11%	-2.05%
资产负债率	55.05%	54.10%	54.94%	54.72%	55.16%	55.65%	54.66%	55.98%	56.19%	54.53%	54.10%	51.74%	51.87%	50.84%
YOY(±)	-1.65%	-1.96%	0.20%	0.24%	0.11%	1.55%	-0.28%	1.25%	1.03%	-1.12%	-0.56%	-4.24%	-4.33%	-3.68%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	12,588	13,039	18,594	17,807
现金	2,386	2,461	5,396	3,945
交易性金融资产	4	4	4	4
应收账款	2,421	3,396	4,620	4,644
其它应收款	79	123	139	119
预付账款	664	691	757	775
存货	5,339	6,104	7,418	8,061
其他	1,694	260	260	260
非流动资产	35,426	37,341	38,625	40,806
金融资产类	130	130	130	130
长期投资	256	341	387	436
固定资产	28,874	30,296	30,996	31,777
无形资产	1,767	2,356	2,800	3,308
在建工程	3,273	3,059	3,132	3,958
其他	1,127	1,160	1,180	1,197
资产总计	48,014	50,381	57,219	58,613
流动负债	17,448	17,365	20,546	17,865
短期借款	8,169	8,372	8,574	8,867
应付款项	5,032	3,734	6,947	3,902
预收账款	0	0	0	0
其他	4,247	5,259	5,025	5,096
非流动负债	7,392	7,392	7,392	7,392
长期借款	6,640	6,640	6,640	6,640
其他	753	753	753	753
负债合计	24,840	24,758	27,938	25,257
少数股东权益	90	104	117	132
归属母公司股东权益	23,084	25,519	29,164	33,224
负债和股东权益	48,014	50,381	57,219	58,613

现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3,824	4,333	6,479	2,785
净利润	2,817	3,010	3,658	4,075
折旧摊销	2,112	1,591	2,063	1,924
财务费用	633	414	424	436
投资损失	(22)	(36)	(41)	(37)
营运资金变动	(1,754)	(662)	358	(3,637)
其它	37	17	18	24
投资活动现金流	(6,121)	(3,487)	(3,323)	(4,092)
资本支出	(4,682)	(3,413)	(3,302)	(4,061)
长期投资	(15)	(109)	(63)	(67)
其他	(1,423)	36	41	37
筹资活动现金流	1,803	(771)	(221)	(144)
短期借款	472	202	202	292
长期借款	1,248	0	0	0
其他	83	(974)	(424)	(436)
现金净增加额	(490)	75	2,934	(1,451)

利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	39,767	40,117	44,223	46,388
营业成本	33,735	34,330	37,447	38,697
营业税金及附加	178	183	197	209
营业费用	153	160	243	255
管理费用	1,033	963	1,061	1,299
研发费用	781	762	884	1,160
财务费用	834	342	350	274
资产减值损失	(55)	(9)	(12)	(16)
公允价值变动损益	(6)	0	0	0
投资净收益	22	36	41	37
其他经营收益	41	46	46	50
营业利润	3,033	3,441	4,109	4,556
营业外收支	35	0	0	0
利润总额	3,068	3,441	4,109	4,556
所得税	251	432	451	481
净利润	2,817	3,010	3,658	4,075
少数股东损益	8	14	13	15
归属母公司净利润	2,809	2,996	3,645	4,060
EBITDA	5,997	5,355	6,498	6,742
EPS (最新摊薄)	1.01	1.07	1.30	1.45

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	23.66%	0.88%	10.23%	4.90%
营业利润	-9.96%	13.48%	19.40%	10.88%
归属母公司净利润	-4.12%	6.66%	21.66%	11.39%
获利能力				
毛利率	15.17%	14.43%	15.32%	16.58%
净利率	7.06%	7.47%	8.24%	8.75%
ROE	12.17%	11.74%	12.50%	12.22%
ROIC	8.85%	7.66%	8.43%	8.42%
偿债能力				
资产负债率	51.74%	49.14%	48.83%	43.09%
净负债比率	107.19%	96.62%	95.42%	75.72%
流动比率	0.72	0.75	0.90	1.00
速动比率	0.36	0.34	0.49	0.49
营运能力				
总资产周转率	0.88	0.82	0.82	0.80
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	1.30	1.45
每股经营现金	1.37	1.55	2.32	1.00
每股净资产	8.26	9.13	10.44	11.89
估值比率				
P/E	11.22	10.52	8.65	7.77
P/B	1.37	1.24	1.08	0.95
EV/EBITDA	7.83	8.66	6.72	6.73

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>