

Q2 盈利环比改善，静待后续盈利弹性释放

核心观点：

- **事件：**公司发布 2023 年半年度报告。报告期内，公司实现营收 193.42 亿元，同比下降 2.58%；归母净利润 12.51 亿元，同比下降 24.59%；基本每股收益 0.45 元/股。其中，公司第二季度单季实现营收 95.37 亿元，同比下降 6.39%；归母净利润 6.86 亿元，同比下降 30.34%。
- **Q2 单季盈利能力实现环比改善。毛利率方面，**报告期内，公司综合毛利率为 14.8%，同比下降 1.69 pct。其中，23Q2 单季毛利率为 16.13%，同比下降 2.75 pct，环比提升 2.62 pct。**费用率方面，**2023 年上半年，公司期间费用率为 7.79%，同比提升 0.85 pct。其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.37% / 2.5% / 2.57% / 2.35%，分别同比-0.01 pct/-0.05 pct/+0.45 pct/+0.47 pct。**净利率方面，**报告期内，公司净利率为 6.5%，同比下降 1.86 pct；23Q2 单季净利率为 7.22%，同比下降 2.44 pct，环比提升 1.42 pct。
- **文化纸销售快速增长，林浆纸一体化产能布局稳步落地。**报告期内，公司非涂布文化用纸/铜版纸/生活用纸/淋膜原纸/牛皮箱板纸/瓦楞原纸/化机浆/溶解浆/化学浆分别实现营收 65.42 / 15.79 / 9.01 / 6.92 / 45.59 / 0.11 / 9.56 / 19.08 / 10.48 亿元，同比分别变动+30.87% / -8.27% / +28.89% / -5.94% / -19.92% / -77.26% / +5.39% / -26.46% / -23.79%。同时，公司林浆纸一体化产能布局持续落地，老挝未来将逐步扩大林地建设面积，短期内实现每年新增 1 万公顷左右的种植计划；广西南宁园区 PM1 特种文化纸机的技术升级改造工已于 23 年 4 月顺利完成，预计 PM2 和 PM3 暨 100 万吨高档包装纸生产线和 50 万吨本色化学木浆生产线将于 23Q3 陆续进入试产阶段。
- **浆价企稳支撑纸价反弹，成品纸吨盈利有所改善。**前期纸浆产能投放带动浆价快速下行，6 月上旬到达底部后企稳回升，浆价企稳带动纸价反弹，成品纸吨盈利持续改善，截至 8 月 25 日，中国阔叶浆、针叶浆及化机浆价格分别较此前低点上涨 18.17%、3.03%、2.56%；双胶纸、双铜纸及白卡纸价格分别较此前低点上涨 4.65%、4.18%、5.98%，税前吨盈利分别达到 360.65、181、-147.34 元。预计伴随低价浆逐步应用，公司未来盈利料将逐季改善。
- **投资建议：**公司稳步推进林浆纸一体化战略，产能布局持续完善，规模效应及成本优势不断扩大，短期盈利有望改善，长期成长性显著，预计公司 2023/24/25 年能够实现基本每股收益 1.06/1.29/1.48 元/股，对应 PE 为 11X/9X/8X，维持“推荐”评级。

太阳纸业 (002078.SZ)

推荐 维持评级

分析师

陈柏儒

☎：010-80926000

✉：chenbairu_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130521080001

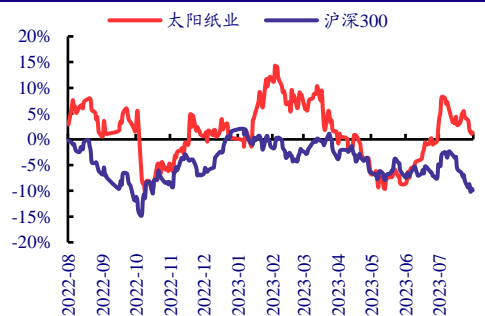
市场数据

2023/8/25

A 股收盘价(元)	11.28
股票代码	002078.SZ
A 股一年内最高价(元)	12.82
A 股一年内最低价(元)	9.74
上证指数	3,064.07
市盈率 TTM	13.13
总股本(万股)	279,468
实际流通 A 股(万股)	276,584
流通 A 股市值(亿元)	311.99

市场表现

2023.08.25



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

● **盈利预测**

单位: 百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
总营业收入	39766.93	40216.29	43574.35	46302.11
同比增速 (%)	23.66	1.13	8.35	6.26
归母净利润	2808.77	2975.73	3602.14	4143.89
同比增速 (%)	-4.12	5.94	21.05	15.04
EPS (元/股)	1.01	1.06	1.29	1.48
PE	11.22	10.59	8.75	7.61

资料来源: 公司财务报表, 中国银河证券研究院整理及预测 (股价为 2023/8/25 收盘价)

- **风险提示:** 经济增长不及预期的风险; 市场竞争加剧的风险。

表：财务报表和主要财务比率

利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	39766.93	40216.29	43574.35	46302.11	流动资产	12587.93	15856.46	20759.44	26066.51
营业成本	33735.40	34059.18	36580.67	38629.85	现金	2386.44	6704.49	11848.13	16988.82
营业税金及附加	177.95	180.97	196.08	208.36	应收账款	2232.61	2010.81	2057.68	2057.87
营业费用	152.62	160.87	174.30	185.21	其它应收款	78.84	67.03	60.52	51.45
管理费用	1032.69	1085.84	1154.72	1203.85	预付账款	664.12	681.18	731.61	772.60
财务费用	833.52	499.36	417.50	319.13	存货	5339.09	4730.44	4369.36	4506.82
资产减值损失	-54.55	0.00	0.00	0.00	其他	1886.84	1662.51	1692.15	1688.95
公允价值变动收益	-5.69	0.00	0.00	0.00	非流动资产	35426.03	34625.08	33851.60	33003.12
投资净收益	21.94	28.15	30.50	27.78	长期投资	255.96	255.96	255.96	255.96
营业利润	3032.60	3479.61	4234.18	4877.75	固定资产	28873.98	28175.50	27402.02	26553.54
营业外收入	38.99	46.11	22.63	15.39	无形资产	1766.76	1766.76	1766.76	1766.76
营业外支出	3.65	13.21	6.25	3.30	其他	4529.34	4426.87	4426.87	4426.87
利润总额	3067.94	3512.50	4250.56	4889.84	资产总计	48013.96	50481.55	54611.05	59069.63
所得税	250.80	526.88	637.58	733.48	流动负债	17447.99	17188.69	17705.21	18007.43
净利润	2817.13	2985.63	3612.98	4156.36	短期借款	8169.38	8269.38	8469.38	8569.38
少数股东损益	8.37	9.90	10.84	12.47	应付账款	3915.10	3784.35	3962.91	4077.60
归属母公司净利润	2808.77	2975.73	3602.14	4143.89	其他	5363.50	5134.95	5272.92	5360.45
EBITDA	5997.03	6210.34	6941.54	7557.44	非流动负债	7392.28	7250.93	7250.93	7250.93
EPS(元/股)	1.01	1.06	1.29	1.48	长期借款	6639.70	6639.70	6639.70	6639.70
					其他	752.58	611.23	611.23	611.23
现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	负债合计	24840.27	24439.61	24956.13	25258.36
经营活动现金流	3823.56	6390.74	6954.76	7064.40	少数股东权益	89.67	99.57	110.41	122.88
净利润	2817.13	2985.63	3612.98	4156.36	归属母公司股东权益	23084.02	25942.36	29544.50	33688.39
折旧摊销	2112.06	2198.48	2273.48	2348.48	负债和股东权益	48013.96	50481.55	54611.05	59069.63
财务费用	633.24	547.09	551.59	556.09					
投资损失	-21.94	-28.15	-30.50	-27.78	主要财务比率(%)	2022A	2023E	2024E	2025E
营运资金变动	-1754.18	769.11	557.18	35.85	营业收入	23.66%	1.13%	8.35%	6.26%
其它	37.26	-81.42	-9.97	-4.61	营业利润	-9.96%	14.74%	21.69%	15.20%
投资活动现金流	-6120.95	-1282.44	-1459.53	-1467.61	归属母公司净利润	-4.12%	5.94%	21.05%	15.04%
资本支出	-4682.39	-1473.57	-1490.03	-1495.39	毛利率	15.17%	15.31%	16.05%	16.57%
长期投资	-1445.51	0.00	0.00	0.00	净利率	7.06%	7.40%	8.27%	8.95%
其他	6.95	191.13	30.50	27.78	ROE	12.17%	11.47%	12.19%	12.30%
筹资活动现金流	1802.71	-790.25	-351.59	-456.09	ROIC	8.85%	7.90%	8.44%	8.64%
短期借款	471.69	100.00	200.00	100.00	P/E	11.22	10.59	8.75	7.61
长期借款	1248.31	0.00	0.00	0.00	P/B	1.37	1.22	1.07	0.94
其他	82.70	-890.25	-551.59	-556.09	EV/EBITDA	7.83	6.76	5.33	4.23
现金净增加额	-489.69	4318.05	5143.64	5140.70	PS	0.79	0.78	0.72	0.68

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理及预测

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

陈柏儒，轻工纺服行业首席分析师，北京交通大学技术经济硕士，12年行业分析师经验、8年轻工制造行业分析师经验。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：	程曦	0755-83471683	chengxi_yj@chinastock.com.cn
	苏一耘	0755-83479312	suyiyun_yj@chinastock.com.cn
上海地区：	陆韵如	021-60387901	luyunru_yj@chinastock.com.cn
	李洋洋	021-20252671	liyangyang_yj@chinastock.com.cn
北京地区：	田薇	010-80927721	tianwei@chinastock.com.cn
	唐嫚羚	010-80927722	tangmanling_bj@chinastock.com.cn