

业绩稳健，静待盈利拐点

投资要点

- 业绩摘要：**2022年前三季度公司实现营收296.4亿元（+25%）；实现归母净利润22.7亿元（-18.1%）；实现扣非净利润22.3亿元（-17.9%）。单季度来看，2022Q3公司实现营收97.9亿元（+23.8%）；实现归母净利润6.1亿元（+13.4%）；实现扣非后归母净利润6亿元（+12.9%）。
- 浆价高位叠加下游需求偏弱，盈利能力暂时承压。**公司前三季度整体毛利率为15.8%，同比-4.2pp；其中22Q3毛利率为14.5%，同比+0.1pp，环比-4.4pp。三季度下游需求较疲弱，纸厂提价落地不充分，毛利率边际下行。费用率方面，公司总费用率为7.1%，同比+1.2pp。其中销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为0.4%/2.6%/2.1%/2.1%，同比+0pp/+0.3pp/+0.1pp/+0.9pp，管理费用率略增加，主要系股权激励成本摊销及广西项目污水处理费增加。综合来看，2022年前三季度公司净利率为7.7%，同比-4pp；单Q3净利率为6.2%，同比-0.6pp，环比-3.4pp。
- 木浆系吨盈利承压，废纸系价格弱势运行，溶解浆销售回落。**1) 木浆系来看，Q3阔叶浆均价约6680元/吨，环比增长约5%，双胶纸/双铜纸价格约为6250元/吨、5490元/吨，环比增长约2%/下滑约2%，纸价总体涨幅不及浆价，纸厂吨盈利收窄。2) 废纸系方面，Q3废黄板纸均价约2110元/吨，环比下滑约10%，箱板、瓦楞纸价格分别为4700元/吨、3460元/吨，环比下滑约3%/下滑约7%。受下游需求较疲弱的影响，废纸系价格总体弱势运行。3) 溶解浆受需求回落等影响销售下滑，盈利贡献减弱。
- 南宁园区积极推进建设，林浆纸一体化带动提产增效。**报告期内，公司在广西基地完成收购工作，南宁园区“林浆纸一体化”项目正式启动。目前正积极推进南宁园区年产525万吨林浆纸一体化及配套产业园项目，加快项目的备案、环评审批等前置审批工作，一期项目将建成年产220万吨高档包装纸生产线、年产50万吨本色化学木浆生产线、年产15万吨漂白化学木浆生产线（技改）。其中北海园区15万吨生活用纸项目前两条纸机已于9月和10月分别投产，后续两台纸机预计将在2022年四季度陆续开始试产。产能投放如期推进，广西项目逐步投产后将进一步提升公司龙头优势。
- 盈利预测与投资建议。**预计2022-2024年EPS分别为1.03元、1.32元、1.48元，对应PE分别为11倍、9倍、8倍。维持“买入”评级。
- 风险提示：**原材料价格大幅波动的风险；纸价出现大幅波动的风险；新产能投产不及预期的风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	31996.64	39138.53	44007.15	48321.14
增长率	48.21%	22.32%	12.44%	9.80%
归属母公司净利润（百万元）	2956.84	2773.42	3553.28	3974.47
增长率	51.39%	-6.20%	28.12%	11.85%
每股收益EPS（元）	1.10	1.03	1.32	1.48
净资产收益率ROE	15.77%	12.95%	14.44%	14.14%
PE	11	11	9	8
PB	1.67	1.46	1.27	1.11

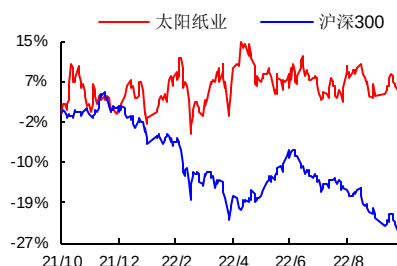
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：蔡欣
执业证号：S1250517080002
电话：023-67511807
邮箱：cxin@swsc.com.cn

分析师：赵兰亭
执业证号：S1250522080002
电话：023-67511807
邮箱：zhlt@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	26.87
流通A股(亿股)	26.36
52周内股价区间(元)	10.76-12.96
总市值(亿元)	313.31
总资产(亿元)	427.37
每股净资产(元)	6.90

相关研究

- 太阳纸业(002078):盈利能力显著修复,林浆纸一体化优势显现 (2022-08-30)
- 太阳纸业(002078):盈利暂时承压,长期优势持续强化 (2022-04-18)

关键假设：

假设 1：浆价从高位逐步回落，文化纸毛利率回升，2022-2024 年分别为 14%、17%、17.2%；

假设 2：随着供给更加充足，溶解浆毛利率回落，2022-2024 年分别为 25%、22%、21%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入预测

百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
合计				
营业收入	31996.6	39138.5	44007.1	48321.1
yoy	48.2%	22.3%	12.4%	9.8%
牛皮箱板纸				
收入	9869.7	12337.1	13817.5	15199.3
yoy	136.6%	25.0%	12.0%	10.0%
文化纸				
收入	8671.4	9712.0	10683.2	11537.8
yoy	20.3%	12.0%	10.0%	8.0%
铜版纸				
收入	4098.68	4303.6	4647.9	4973.3
yoy	16.8%	5.0%	8.0%	7.0%
溶解浆				
收入	3255.28	4882.9	5371.2	5639.8
yoy	49.5%	50.0%	10.0%	5.0%
化机浆				
收入	1826.95	2009.6	2110.1	2215.6
yoy	2.3%	10.0%	5.0%	5.0%
原纸				
收入	1609.65	1641.8	1773.2	1861.8
yoy	95.0%	2.0%	8.0%	5.0%
电及蒸汽				
收入	1,072.2	1715.5	2230.1	2676.1
yoy	34.9%	60.0%	30.0%	20.0%
生活用纸				
收入	857.0	1542.6	2082.5	2603.1
yoy	9.0%	80.0%	35.0%	25.0%
其他				
收入	735.9	993.4	1291.5	1614.3
yoy	124.5%	35%	30%	25%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	31996.64	39138.53	44007.15	48321.14	净利润	2966.68	2786.54	3568.42	3992.03
营业成本	26438.08	32804.92	36413.35	39952.29	折旧与摊销	1769.01	2568.72	2630.07	2701.54
营业税金及附加	139.35	181.96	202.17	220.95	财务费用	565.34	815.65	776.41	684.06
销售费用	136.37	156.55	176.03	198.12	资产减值损失	-16.63	-20.00	-20.00	-20.00
管理费用	813.56	1956.93	2332.38	2657.66	经营营运资本变动	1002.12	53.74	47.46	-6.88
财务费用	565.34	815.65	776.41	684.06	其他	-1357.14	59.62	33.77	38.37
资产减值损失	-16.63	-20.00	-20.00	-20.00	经营活动现金流净额	4929.38	6264.28	7036.12	7389.12
投资收益	42.89	0.00	0.00	0.00	资本支出	-5013.54	-1550.00	-1550.00	-1550.00
公允价值变动损益	-8.45	-8.45	-8.45	-8.45	其他	-2212.15	-8.45	-8.45	-8.45
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-7225.69	-1558.45	-1558.45	-1558.45
营业利润	3399.24	3234.05	4118.36	4619.60	短期借款	-66.73	-288.76	-3841.70	-3567.24
其他非经营损益	-20.14	1.96	-1.19	-3.72	长期借款	2182.46	0.00	0.00	0.00
利润总额	3379.10	3236.01	4117.17	4615.88	股权融资	637.34	100.12	0.00	0.00
所得税	412.43	449.47	548.74	623.85	支付股利	-262.47	-397.36	-372.71	-477.51
净利润	2966.68	2786.54	3568.42	3992.03	其他	305.53	-3673.71	-776.41	-684.06
少数股东损益	9.84	13.12	15.15	17.56	筹资活动现金流净额	2796.13	-4259.71	-4990.81	-4728.81
归属母公司股东净利润	2956.84	2773.42	3553.28	3974.47	现金流量净额	511.06	446.11	486.86	1101.86
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3467.74	3913.85	4400.71	5502.57	成长能力				
应收和预付款项	2496.41	3392.88	3745.84	4075.50	销售收入增长率	48.21%	22.32%	12.44%	9.80%
存货	3506.49	4347.72	4832.99	5303.58	营业利润增长率	46.41%	-4.86%	27.34%	12.17%
其他流动资产	1779.85	794.18	892.97	980.50	净利润增长率	50.76%	-6.07%	28.06%	11.87%
长期股权投资	240.59	240.59	240.59	240.59	EBITDA 增长率	33.64%	15.43%	13.70%	6.38%
投资性房地产	31.41	31.41	31.41	31.41	获利能力				
固定资产和在建工程	28216.64	27356.97	26435.95	25443.47	毛利率	17.37%	16.18%	17.26%	17.32%
无形资产和开发支出	1313.48	1166.32	1019.16	872.00	三费率	4.74%	7.48%	7.46%	7.33%
其他非流动资产	1684.85	1672.96	1661.07	1649.17	净利率	9.27%	7.12%	8.11%	8.26%
资产总计	42737.47	42916.88	43260.68	44098.80	ROE	15.77%	12.95%	14.44%	14.14%
短期借款	7697.69	7408.93	3567.24	0.00	ROA	6.94%	6.49%	8.25%	9.05%
应付和预收款项	5473.71	6379.02	7196.94	7919.22	ROIC	11.58%	10.67%	13.19%	14.56%
长期借款	5391.39	5391.39	5391.39	5391.39	EBITDA/销售收入	17.92%	16.91%	17.10%	16.57%
其他负债	5360.75	2219.60	2391.47	2560.02	营运能力				
负债合计	23923.54	21398.95	18547.03	15870.63	总资产周转率	0.81	0.91	1.02	1.11
股本	2687.00	2687.01	2687.01	2687.01	固定资产周转率	1.31	1.44	1.71	1.98
资本公积	2426.40	2526.51	2526.51	2526.51	应收账款周转率	18.84	18.15	16.57	16.65
留存收益	14354.43	16730.50	19911.06	23408.02	存货周转率	8.22	8.31	7.90	7.85
归属母公司股东权益	18733.09	21423.97	24604.54	28101.49	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.45%	—	—	—
少数股东权益	80.84	93.96	109.11	126.67	资本结构				
股东权益合计	18813.93	21517.93	24713.65	28228.17	资产负债率	55.98%	49.86%	42.87%	35.99%
负债和股东权益合计	42737.47	42916.88	43260.68	44098.80	带息债务/总负债	54.71%	59.82%	48.30%	33.97%
					流动比率	0.63	0.81	1.11	1.61
					速动比率	0.43	0.53	0.72	1.07
					股利支付率	8.88%	14.33%	10.49%	12.01%
					每股指标				
					每股收益	1.10	1.03	1.32	1.48
					每股净资产	6.97	7.97	9.16	10.46
					每股经营现金	1.83	2.33	2.62	2.75
					每股股利	0.10	0.15	0.14	0.18
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	5733.60	6618.43	7524.84	8005.20					
PE	10.60	11.30	8.82	7.88					
PB	1.67	1.46	1.27	1.11					
PS	0.98	0.80	0.71	0.65					
EV/EBITDA	7.39	5.83	4.55	3.69					
股息率	0.84%	1.27%	1.19%	1.52%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
广深	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn