

完成股权激励目标， α 能力持续凸显

2023 年 02 月 28 日

➤ **事件：**公司发布 2022 年业绩快报，全年实现营收/归母净利润/扣非净利润 399.51/ 27.78/27.40 亿元，同比变化+25%/-6%/-7%；其中 Q4 实现营收/归母净利润/扣非净利润 103.11/ 5.10/ 5.05 亿元，同增 25%/171%/ 139.44%。

➤ **单 Q4 收入同增 25%，环比略升。**价：22Q4 双胶纸/铜版纸/箱板纸/内盘溶解浆吨均价环比 +270/+164/-209/-1119 元，同比 +1175/+475/-388/+1358 元；量：年内公司双胶纸/生活用纸新产能释放，产能提升带动收入增长。在行业盈利承压背景下，太阳凭借产业链一体化布局叠加高效管控能力， α 能力持续凸显。

➤ **23Q1 盈利逐步筑底，后续企稳上行。**23Q1 需求虽有恢复，不过传导到纸品存分化，其中文化纸需求韧性强，在外盘浆价下行背景下公司发函于 2 月 25 日提价 100 元，3 月 1 日在此基础上提价 100 元，截至 2 月 28 日实际落地不足 100 元；箱板纸则受到零关税冲击，纸价继续盘整；木浆方面：阔叶浆伴随新产能投放，我们预计阔叶浆价格持续下行或于 3 月降至 700 美金/吨（前期高点为 850 美金/吨），后续持续降幅受限（国内纸浆生产成本约 600 美元/吨），针叶浆因新产能有限，继续高位震荡，溶解浆亦在 2 月进入筑底期，考虑季节因素后，预计太阳 23Q1 利润环比继续承压，不过后续伴随需求持续兑现，看好各纸品盈利渐进上行通道。

➤ **完善区域布局和品类布局，夯实行业领导地位。**区域方面，公司完善广西基地布局，旨在提升华南市场话语权同时，亦助力公司背靠区域林地资源，加强产业链一体化建设；产能方面，根据南宁 525 万吨林浆纸一体化项目公告，项目一期将建设 220 万吨高端箱板纸、50 万吨本色浆以及 15 万吨化学浆；根据产业投资经验，我们预计在 2023H1-2024H1 首条 100 万吨箱板纸产线和 50 万吨本色浆线将投产；同时老挝基地持续推进林地资源建设，在木片中期价格上行背景下，看好公司背靠林木资源加速行业整合。

➤ **投资建议：**我们预计 2022-2024 年公司归母净利润为 28/30/33 亿元，对应 PE 为 13X/12X/11X，首次覆盖，给予“推荐”评级”。

➤ **风险提示：**下游需求不及预期，受关税政策冲击超预期，行业竞争加剧。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	31,997	39,951	41,290	44,920
增长率 (%)	48.2	24.9	3.4	8.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,957	2,778	3,015	3,288
增长率 (%)	51.4	-6.1	8.5	9.0
每股收益 (元)	1.06	0.99	1.08	1.18
PE	12	13	12	11
PB	1.9	1.6	1.5	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 2 月 28 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

12.92 元



分析师

徐皓亮

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	31,997	39,951	41,290	44,920
营业成本	26,438	34,015	35,018	38,107
营业税金及附加	139	174	180	196
销售费用	136	170	176	191
管理费用	814	1,016	1,050	1,142
研发费用	538	839	826	898
EBIT	3,930	3,704	4,007	4,349
财务费用	565	565	587	607
资产减值损失	-17	-23	-24	-26
投资收益	43	20	21	22
营业利润	3,399	3,136	3,417	3,738
营业外收支	-20	39	29	19
利润总额	3,379	3,175	3,446	3,757
所得税	412	387	421	459
净利润	2,967	2,787	3,025	3,299
归属于母公司净利润	2,957	2,778	3,015	3,288
EBITDA	5,701	5,581	6,053	6,617

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,468	4,962	3,284	5,155
应收账款及票据	1,792	2,266	2,342	2,548
预付款项	555	680	700	762
存货	3,506	4,636	4,773	5,194
其他流动资产	1,929	1,746	1,797	1,934
流动资产合计	11,251	14,291	12,896	15,593
长期股权投资	241	281	321	361
固定资产	27,922	29,078	30,076	33,366
无形资产	1,274	1,761	1,942	2,031
非流动资产合计	31,487	34,923	35,994	36,812
资产合计	42,737	49,214	48,890	52,405
短期借款	7,698	7,698	7,698	7,698
应付账款及票据	5,105	6,244	6,428	6,995
其他流动负债	5,072	5,362	2,334	2,530
流动负债合计	17,875	19,304	16,459	17,223
长期借款	5,391	7,032	7,032	7,032
其他长期负债	657	801	801	801
非流动负债合计	6,049	7,833	7,833	7,833
负债合计	23,924	27,136	24,292	25,056
股本	2,687	2,795	2,795	2,795
少数股东权益	81	90	100	111
股东权益合计	18,814	22,078	24,598	27,349
负债和股东权益合计	42,737	49,214	48,890	52,405

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	48.21	24.86	3.35	8.79
EBIT 增长率	37.20	-5.74	8.17	8.52
净利润增长率	51.39	-6.05	8.55	9.03
盈利能力 (%)				
毛利率	17.37	14.86	15.19	15.17
净利率	9.24	6.95	7.30	7.32
总资产收益率 ROA	6.92	5.64	6.17	6.27
净资产收益率 ROE	15.78	12.63	12.31	12.07
偿债能力				
流动比率	0.63	0.74	0.78	0.91
速动比率	0.37	0.45	0.44	0.55
现金比率	0.19	0.26	0.20	0.30
资产负债率 (%)	55.98	55.14	49.69	47.81
经营效率				
应收账款周转天数	20.38	20.00	20.00	20.00
存货周转天数	48.41	50.00	50.00	50.00
总资产周转率	0.81	0.87	0.84	0.89
每股指标 (元)				
每股收益	1.06	0.99	1.08	1.18
每股净资产	6.70	7.87	8.77	9.75
每股经营现金流	1.76	1.81	2.02	2.19
每股股利	0.20	0.18	0.20	0.21
估值分析				
PE	12	13	12	11
PB	1.9	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	8.56	8.78	7.86	6.91
股息收益率 (%)	1.55	1.40	1.52	1.65

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	2,967	2,787	3,025	3,299
折旧和摊销	1,772	1,877	2,046	2,268
营运资金变动	-367	-195	-92	-125
经营活动现金流	4,929	5,068	5,634	6,110
资本开支	-7,234	-5,933	-3,048	-3,027
投资	-7	0	0	0
投资活动现金流	-7,226	-5,251	-3,067	-3,044
股权募资	520	0	0	0
债务募资	3,838	1,617	-3,094	-0
筹资活动现金流	2,796	1,677	-4,245	-1,195
现金净流量	511	1,495	-1,678	1,871

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026