

太阳纸业 (002078.SZ)

买入

2023 年中报点评：二季度盈利能力环比改善，产业链一体化有力推进

核心观点

二季度盈利能力环比改善。2023H1 实现收入 193.42 亿，同比-2.58%；归母净利润 12.51 亿，同比-24.59%；扣非归母净利润 12.18 亿，同比-25.65%；其中 2023Q2 实现收入 95.37 亿，同比-6.39%；归母净利润 6.86 亿，同比-30.34%；扣非归母净利润 6.65 亿，同比-32.15%。在提价传导和成本端压力逐步缓解下，2023Q2 毛利率和净利润率均实现环比改善。

新产能+新产品平抑需求压力，价格和盈利底部已显。(1) **纸业务：**2023H1 非涂布文化纸收入在新产能拉动下+30.87%至 65.42 亿，其中差异化文化纸产品销量实现 50%增长；**铜版纸**受下游需求疲弱影响-8.27%至 15.79 亿；**生活用纸**推出差异化新品，实现产销平衡，同比+28.89%至 9.01 亿；**包装纸**方面预计受价格端负面影响，牛皮箱板纸、瓦楞原纸分别同比-19.92%、-77.26%至 45.59 亿、11.19 亿。(2) **浆业务：**受成本端影响，2023H1 溶解浆收入-26.46%至 19.08 亿，化学浆-23.79%至 10.48 亿，化机浆+5.39%至 9.56 亿。

Q2 毛利率环比提升，后续盈利有望持续改善。2023Q2 公司毛利率 16.13%，同比-2.75pct，环比 Q1+2.62pct。分产品看 H1 非涂布文化用/铜版/牛皮箱板纸毛利率 15.6%/12.2%/12.2%，同比-1.5/-3.1/-0.04pct；溶解/化机/化学浆毛利率 16.2%/21.9%/20.5%，同比-5.3/-7.1/+3.0pct。展望来看，上游成本端回落已经使 Q2 毛利率环比改善，而由于纸浆成本确认存在滞后性，预计低价浆带来的木浆系产品成本优化有望在 2023H2 进一步凸显，而价格端三季度文化纸和箱板提价落地均有利于盈利的保障；浆方面溶解浆则预计在终端价格企稳和上游成本压力缓解的支撑下保持稳健水平。

三大基地全面协同，广西南宁林浆纸一体化项目有序推进。Q2 南宁园区 PM1 特种文化纸机完成技改工作并进入试产阶段，广西南宁 525 万吨林浆纸一体化技改及配套产业园一期项目中的 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 2023Q3 陆续进入试产，届时公司纸浆总产能将接近 1200 万吨。叠加公司老挝林地建设的推进，短期内实现每年新增 1 万公顷左右的种植计划，林浆纸产业链上游延伸有利于强化穿越周期的能力。

风险提示：下游需求恢复不及预期；价格提振不及预期；国内市场竞争加剧。

投资建议：调整盈利预测，维持“买入”评级。

调整盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 29.8/35.6/40.5 亿元（前值 30.8/35.7/38.5 亿），同比增速 6%/20%/14%，当前股价对应 PE=11/9/8 倍。公司已显现出周期底部蓄力向上的特性，同时具备的林浆纸一体化的全产业链能力进一步助力盈利稳中向好，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	31,997	39,767	40,534	44,828	47,648
(+/-%)	48.2%	24.3%	1.9%	10.6%	6.3%
净利润(百万元)	2957	2809	2981	3562	4052
(+/-%)	51.4%	-5.0%	6.1%	19.5%	13.8%
每股收益(元)	1.10	1.01	1.07	1.27	1.45
EBIT Margin	12.3%	9.8%	10.3%	11.0%	11.6%
净资产收益率(ROE)	15.8%	12.2%	12.0%	13.2%	13.8%
市盈率(PE)	10.6	11.6	11.0	9.2	8.1
EV/EBITDA	9.7	9.7	7.8	6.9	6.4
市净率(PB)	1.68	1.42	1.31	1.21	1.11

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

轻工制造·造纸

证券分析师：陈伟奇

0755-81982606

chenweiqi@guosen.com.cn

S0980520110004

证券分析师：王兆康

0755-81983063

wangzk@guosen.com.cn

S0980520120004

证券分析师：邹会阳

0755-81981518

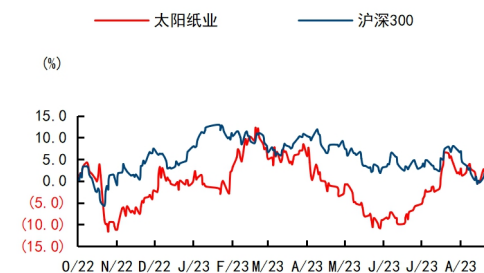
zouhuiyang@guosen.com.cn

S0980523020001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	11.69 元
总市值/流通市值	32670/32333 百万元
52 周最高价/最低价	13.02/9.94 元
近 3 个月日均成交额	132.37 百万元

市场走势

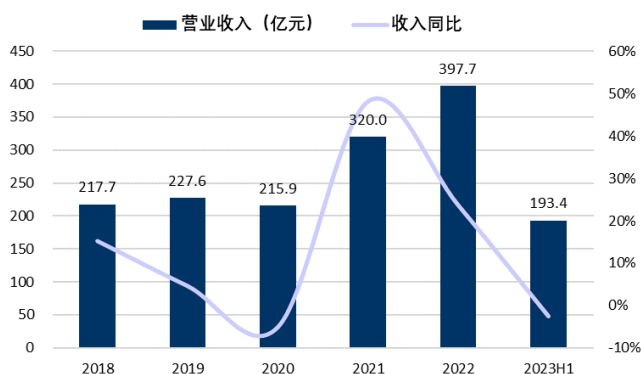


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

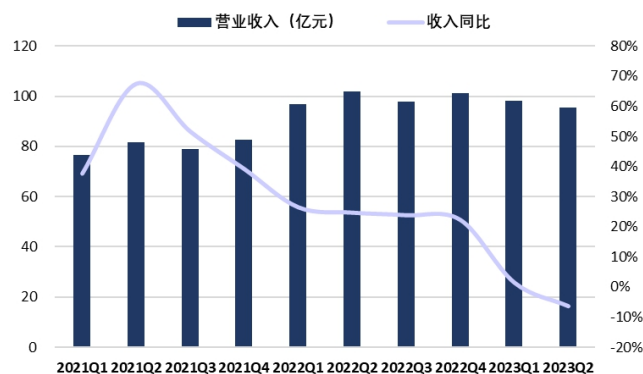
- 《太阳纸业(002078.SZ)-归母净利润下滑 5%，浆价高位致盈利承压》——2023-04-23
- 《太阳纸业(002078.SZ)-三季度收入增长 24%，毛利率环比下降》——2022-10-30
- 《太阳纸业(002078.SZ)-归母净利润增长 51.4%，综合竞争力持续提升》——2022-04-18
- 《太阳纸业-002078-2021 业绩预告点评：归母净利润预增 46%-60%，四季度成本压力较大》——2022-01-29
- 《太阳纸业-002078-2021 年中报点评：一体化稳步推进孕育新增长机遇》——2021-09-08

图1：公司营业收入及增速



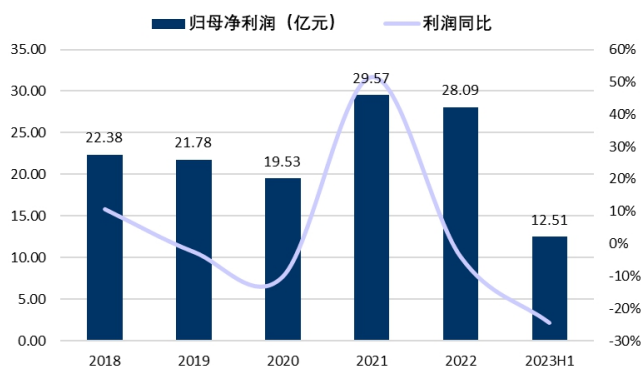
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速



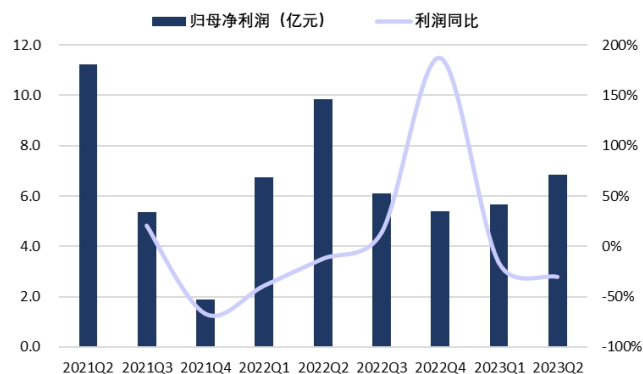
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速



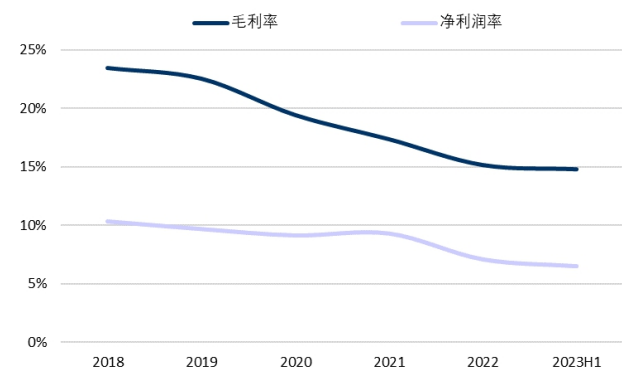
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速



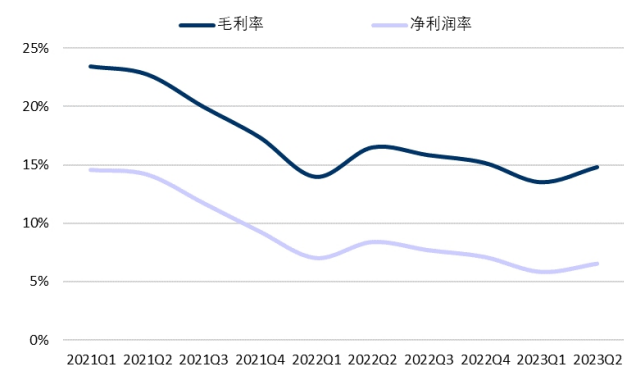
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司毛利率及净利率

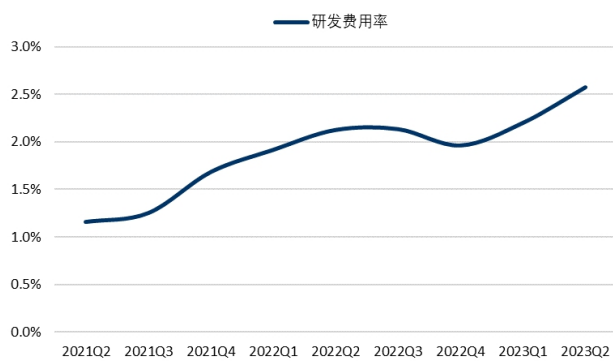


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

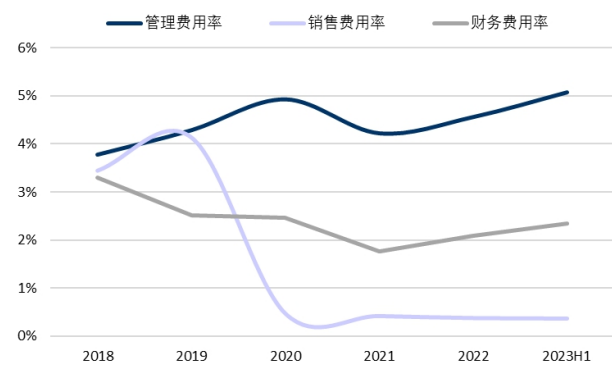
图6：公司单季度毛利率及净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司研发费用情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司期间费用情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 百万元	EPS				PE				ROE (22A)	PEG (23E)	投资 评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
002078.SZ	太阳纸业	11.69	32670	1.01	1.07	1.27	1.45	11.6	10.9	9.2	8.1	12.2	0.7	买入
000488.SZ	晨鸣纸业	4.61	10311	0.06	0.46	0.74	0.82	72.6	10.1	6.2	5.6	1.0	0.3	无
600966.SH	博汇纸业	6.35	8489	0.17	0.13	0.71	0.94	37.2	49.0	8.9	6.7	3.5	0.3	无
600567.SH	山鹰国际	2.14	9567	-0.49	0.10	0.26	0.35	-4.4	21.7	8.1	6.2	-16.6	0.2	无
600963.SH	岳阳林纸	6.39	11522	0.34	0.40	0.46	0.54	18.7	16.0	13.8	11.8	6.7	1.0	无

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：除太阳纸业外为 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	3468	2386	3453	4391	10351	营业收入	31997	39767	40534	44828	47648
应收款项	1941	2500	2504	2793	2956	营业成本	26438	33735	34038	37406	39499
存货净额	3506	5339	4797	5488	4936	营业税金及附加	139	178	181	200	213
其他流动资产	2335	2358	2515	2757	2935	销售费用	136	153	162	193	214
流动资产合计	11251	12588	13272	15434	21183	管理费用	814	1033	1014	1032	1097
固定资产	28217	32147	33240	34218	31320	研发费用	538	781	892	987	1049
无形资产及其他	1274	1767	1696	1625	1555	财务费用	565	834	945	909	914
投资性房地产	1756	1256	1256	1256	1256	投资收益	43	22	26	25	25
长期股权投资	241	256	272	288	304	资产减值及公允价值变动	(23)	(65)	(25)	(20)	(22)
资产总计	42737	48014	49737	52822	55618	其他收入	(525)	(759)	(963)	(1057)	(1120)
短期借款及交易性金融负债	10770	10467	10137	10458	10354	营业利润	3399	3033	3232	4036	4595
应付款项	5105	5032	5203	5643	5972	营业外净收支	(20)	35	24	26	26
其他流动负债	1999	1949	2033	2201	2331	利润总额	3379	3068	3256	4062	4621
流动负债合计	17875	17448	17373	18302	18656	所得税费用	412	251	266	489	557
长期借款及应付债券	5391	6640	6640	6640	6640	少数股东损益	10	8	9	11	13
其他长期负债	657	753	786	831	874	归属于母公司净利润	2957	2809	2981	3562	4052
长期负债合计	6049	7392	7425	7471	7514	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	23924	24840	24798	25773	26170	净利润	2957	2809	2981	3562	4052
少数股东权益	81	90	95	101	109	资产减值准备	(59)	40	8	2	(5)
股东权益	18733	23084	24844	26947	29340	折旧摊销	1757	2047	3185	3547	3751
负债和股东权益总计	42737	48014	49737	52822	55618	公允价值变动损失	23	65	25	20	22
						财务费用	565	834	945	909	914
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	28	(1904)	678	(567)	707
每股收益	1.10	1.01	1.07	1.27	1.45	其它	67	(35)	(3)	5	12
每股红利	0.30	0.41	0.44	0.52	0.59	经营活动现金流	4772	3023	6874	6569	8540
每股净资产	6.97	8.26	8.89	9.64	10.50	资本开支	(6473)	(5913)	(4241)	(4477)	(800)
ROIC	11%	10%	10%	11%	12%	其它投资现金流	0	(4)	(0)	(0)	(0)
ROE	16%	12%	12%	13%	14%	投资活动现金流	(6509)	(5932)	(4257)	(4493)	(816)
毛利率	17%	15%	16%	17%	17%	权益性融资	11	0	0	0	0
EBIT Margin	12%	10%	10%	11%	12%	负债净变化	2182	1248	0	0	0
EBITDA Margin	18%	15%	18%	19%	19%	支付股利、利息	(794)	(1150)	(1221)	(1459)	(1659)
收入增长	48%	24%	2%	11%	6%	其它融资现金流	(553)	1632	(330)	321	(104)
净利润增长率	51%	-5%	6%	19%	14%	融资活动现金流	2236	1828	(1551)	(1137)	(1764)
资产负债率	56%	52%	50%	49%	47%	现金净变动	498	(1081)	1066	939	5960
股息率	2.4%	3.5%	3.7%	4.5%	5.1%	货币资金的期初余额	2970	3468	2386	3453	4391
P/E	10.6	11.6	11.0	9.2	8.1	货币资金的期末余额	3468	2386	3453	4391	10351
P/B	1.7	1.4	1.3	1.2	1.1	企业自由现金流	(1236)	(2199)	3274	2848	8500
EV/EBITDA	9.7	9.7	7.8	6.9	6.4	权益自由现金流	393	681	2170	2405	7631

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032