

太阳纸业（002078）：业绩环比改善，盈利能力修复有望持续

2023 年 9 月 4 日

推荐/维持

太阳纸业

公司报告

事件：公司公布 2023 年中报，上半年实现收入 193.42 亿元，同比-2.58%，环比-2.86%；归母净利润 12.51 亿元，同比-24.59%，环比+8.87%。

上半年新增产能释放、产品价格下跌，收入同比小幅下降；盈利能力同比承压，但环比企稳改善。

- **造纸板块：（1）23H1 收入 142.84 亿元，同比+2.78%，环比+3.24%。**其中非涂文化纸/生活用纸收入 65.4/9.0 亿元，同比+31/+29%，环比+11/+8%，主要受益新增产能释放。箱板纸/铜版纸/淋膜原纸收入 45.7/15.8/6.9 亿元，同比-20%/-8%/-6%，环比-4%/+9%/-26%，或主要受纸价下跌拖累，同时部分产品受需求疲软、供需矛盾的影响。**（2）23H1 毛利率 13.45%，同比-1.16pct，环比+1.46pct。**其中木浆系产品毛利率 14.06%，同比-2.31pct，环比-0.12pct；今年以来原材料价格大幅回落，但纸企成本端变化相对滞后（考虑到运输时间与库存因素），判断同比仍处高位、环比有限回落，叠加纸价较为疲软，影响毛利率表现。箱板瓦楞纸毛利率 12.15%，同比+0.04pct，环比+4.35pct，受益废纸价格回落、高端产品销量提升。
- **制浆板块：（1）23H1 收入 39.13 亿元，同比-19.78%，环比-15.81%。**随着造纸产能增加，公司浆类产品外售或有所减少，浆价下跌亦有一定影响。**（2）23H1 毛利率 18.77%，同比-3.00pct，环比+2.48pct。**成本方面，进口木片价格同比处于高位，环比则有所下跌；能源价格环比亦有明显回落。浆价方面，溶解浆价格同比、环比均有下降，拖累毛利率同比-5.27pct、环比-8.41pct；化机浆/化学浆主要对集团销售，产品价格或相对稳定，毛利率同比-7.07/+2.99pct，环比+8.68/+9.20pct，环比有所改善。

成本回落至低位，旺季纸价提振，公司盈利有望进一步改善。（1）文化纸：下半年预计原料价格有所回升但仍处相对低位（原料需求受造纸产能释放、旺季采购的支撑，但供给相对宽松），纸企主要使用到库的低价原料，成本将继续回落。公司 7、8 月发布涨价函，提价落实情况较好，后续纸价有望受旺季刚需支撑，盈利能力改善可期。（2）箱板瓦楞纸：公司原料布局多元、成本优势明显，随着旺季纸价或得到提振，产品盈利能力有望边际改善；广西南宁年产 100 万吨包装纸项目预计 Q3 开始试产，贡献收入增量；（3）溶解浆/纸浆：预计产品价格、原料和能源成本相对稳定，保持稳健盈利。

盈利预测与投资评级：预计公司 2023-2025 年归母净利润为 29.64、36.2、40.49 亿元人民币，增速分别为 6%、22%、12%，目前股价对应 PE 分别为 11、9、8 倍。公司短期盈利有望回暖，中长期山东、广西、老挝三大基地协同发展，持续推进林浆纸一体化建设，强化成本优势。维持“推荐”评级。

风险提示：经济复苏不及预期，行业竞争加剧，项目投产进度不及预期，疫情波动影响供需。

公司简介：

公司已发展成为一家全球先进的跨国造纸集团和林浆纸一体化企业，主导产品有高级美术铜版纸、高级文化办公用纸、太阳生活用纸、特种纤维溶解浆等系列。

资料来源：公司公告、同花顺

未来 3-6 个月重大事项提示：
无

发债及交叉持股介绍：

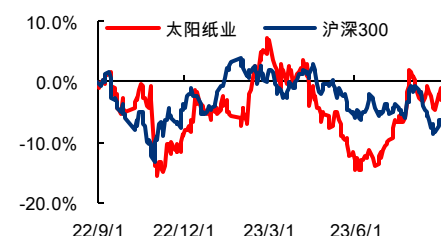
2017-12-22 发行可转债

资料来源：同花顺、东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间（元）	12.92-10.17
总市值（亿元）	320.55
流通市值（亿元）	317.13
总股本/流通 A 股（万股）	279,468/279,468
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	1.03

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：常子杰

010-66554040

changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521080005

分析师：沈逸伦

010-66554044

shenyl@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480523060001

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	31,996.64	39,766.93	39,708.73	42,793.00	45,317.26
增长率（%）	48.21%	24.28%	-0.15%	7.77%	5.90%
归母净利润（百万元）	2,956.84	2,808.77	2,963.95	3,621.05	4,049.02
增长率（%）	50.76%	-5.04%	5.57%	22.17%	11.82%
净资产收益率（%）	15.78%	12.17%	11.16%	11.96%	11.80%
每股收益(元)	1.10	1.01	1.06	1.30	1.45
PE	10.42	11.41	10.81	8.85	7.92
PB	1.65	1.39	1.21	1.06	0.93

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位：百万元						单位：百万元					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产合计	11251	12588	14703	15883	16907	营业收入	31997	39767	39709	42793	45317
货币资金	3468	2386	4368	4707	4985	营业成本	26438	33735	33553	35807	37750
应收账款	1787	2233	2229	2402	2544	营业税金及附加	139	178	178	191	203
其他应收款	150	79	79	85	90	营业费用	136	153	152	164	174
预付款项	555	664	832	1011	1200	管理费用	814	1033	1031	1111	1177
存货	3506	5339	5310	5667	5975	财务费用	565	834	813	763	743
其他流动资产	649	260	260	260	260	研发费用	538	781	834	899	952
非流动资产合计	31487	35426	39477	42194	44556	资产减值损失	-31.36	-70.87	-30.00	-30.00	-30.00
长期股权投资	241	256	256	256	256	公允价值变动收益	-8.45	-5.69	0.00	0.00	0.00
固定资产	27922	28874	30727	34232	35390	投资净收益	42.89	21.94	10.00	10.00	10.00
无形资产	1274	1767	1977	2183	2385	加：其他收益	30.07	41.32	41.32	41.32	41.32
其他非流动资产	1331	804	804	804	804	营业利润	3399	3033	3170	3879	4340
资产总计	42737	48014	54180	58077	61463	营业外收入	39.45	38.99	32.00	32.00	32.00
流动负债合计	17875	17448	20421	20602	19926	营业外支出	59.59	3.65	4.00	4.00	4.00
短期借款	7698	8169	11196	11013	10019	利润总额	3379	3068	3198	3907	4368
应付账款	3884	3915	3841	4099	4321	所得税	412	251	224	273	306
预收款项	372	528	555	585	617	净利润	2967	2817	2974	3633	4063
一年内到期的非流动负债	3073	2297	2297	2297	2297	少数股东损益	10	8	10	12	14
非流动负债合计	6049	7392	7091	7091	7091	归属母公司净利润	2957	2809	2964	3621	4049
长期借款	5391	6640	6340	6340	6340	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
负债合计	23924	24840	27513	27693	27017	成长能力					
少数股东权益	81	90	100	112	126	营业收入增长	48.21%	24.28%	-0.15%	7.77%	5.90%
实收资本（或股本）	2687	2795	2795	2795	2795	营业利润增长	46.41%	-10.79%	4.52%	22.37%	11.90%
资本公积	2426	3574	3574	3574	3574	归属于母公司净利润增长	51.39%	-5.01%	5.52%	22.17%	11.82%
未分配利润	13056	15218	17504	20296	23419	获利能力					
归属母公司股东权益合计	18733	23084	26567	30272	34320	毛利率(%)	17.37%	15.17%	15.50%	16.33%	16.70%
负债和所有者权益	42737	48014	54180	58077	61463	净利率(%)	9.27%	7.08%	7.49%	8.49%	8.96%
现金流量表						总资产净利润(%)	6.92%	5.85%	5.47%	6.23%	6.59%
单位：百万元						ROE(%)	15.78%	12.17%	11.16%	11.96%	11.80%
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	偿债能力					
经营活动现金流	4929	3824	5811	6461	7276	资产负债率(%)	56%	52%	51%	48%	44%
净利润	2967	2817	2974	3633	4063	流动比率	0.63	0.72	0.72	0.77	0.85
折旧摊销	1769	2109	2249	2583	2938	速动比率	0.43	0.42	0.46	0.50	0.55
财务费用	565	834	813	763	743	营运能力					
应收帐款减少	-177	-446	3	-173	-142	总资产周转率	0.81	0.88	0.78	0.76	0.76
预收帐款增加	-918	156	28	30	32	应收账款周转率	19	20	18	18	18
投资活动现金流	-7226	-6121	-5452	-4452	-4452	应付账款周转率	10.12	10.20	10.24	10.78	10.76
公允价值变动收益	-8	-6	0	0	0	每股指标（元）					
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.10	1.01	1.06	1.30	1.45
投资收益	43	22	10	10	10	每股净现金流(最新摊薄)	0.19	-0.18	0.71	0.12	0.10
筹资活动现金流	2796	1803	1623	-1670	-2546	每股净资产(最新摊薄)	6.97	8.26	9.51	10.83	12.28
应付债券增加	-830	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	2182	1248	-300	0	0	P/E	10.42	11.41	10.81	8.85	7.92
普通股增加	62	108	0	0	0	P/B	1.65	1.39	1.21	1.06	0.93
资本公积增加	575	1148	0	0	0	EV/EBITDA	7.61	7.91	7.70	6.54	5.73
现金净增加额	500	-495	1982	339	278						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	太阳纸业（002078）：盈利能力改善可期，林浆纸一体化扩张巩固竞争优势	2023-05-05
公司普通报告	太阳纸业（002078）：盈利能力环比承压静待改善，长期扩张势头不变	2022-10-31
公司普通报告	太阳纸业（002078）：Q2 浆类产品量利齐升，助力业绩环比显著改善	2022-08-30
公司深度报告	太阳纸业（002078）：产业链与区位布局推进之下，再论公司成本优势	2022-05-24
公司普通报告	太阳纸业（002078）：受益浆纸价格提升，盈利能力环比改善明显	2022-04-29
公司普通报告	太阳纸业（002078）：产能稳步扩张，盈利能力有望边际改善	2022-04-18
行业普通报告	东兴轻纺&商社：竣工增速环比提升，纸企再发涨价函	2023-08-23
行业普通报告	东兴轻纺&商社周观点：家居静待政策落地，造纸关注盈利改善预期	2023-08-15

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

常子杰

中央财经大学金融学硕士，2019 年加入东兴证券研究所，现任轻工制造行业分析师，研究方向为造纸、包装、电子烟。

沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士。2021 年加入东兴证券研究所，轻工制造行业分析师，主要负责家居和其他消费轻工研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526