

2023 年 08 月 26 日

Q2 业绩略超预期，下半年有望逐季改善

太阳纸业(002078)

评级:	买入	股票代码:	002078
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	13.02/9.94
目标价格:		总市值(亿)	315.24
最新收盘价:	11.28	自由流通市值(亿)	311.99
		自由流通股数(百万)	2,765.84

事件概述

公司发布 2023 年半年报，2023 年 H1 公司实现营收 193.42 亿元，同比-2.58%；归母净利润 12.51 亿元，同比-24.59%；扣非后归母净利为-12.18 亿元，同比-25.65%。现金流方面，经营活动产生的现金流量净额为 40.64 亿元，比去年同期+47.65%。单季度看，2023 年 Q2 公司实现营收 95.37 亿元，同比-6.39%；实现归母净利润 6.86 亿元，同比-30.34%。

分析判断：

► 收入端：2023 年 H1 呈现弱复苏态势，进口纸形成了量价冲击。

报告期内，公司山东、广西和老挝“三大基地”进入全面协同发展的新阶段。2023 年 4 月，南宁园区 PM1 特种文化纸机完成技改工作并进入试产阶段。文化用纸方面，公司加大差异化产品开发力度，差异化产品在报告期内实现 50% 的增长。在牛皮箱板纸等包装纸方面，公司坚持充分贴近市场，生产、销售、原料全面协作联动，保持以快应变，实现了满产满销，公司的高端包装类产品销量持续提升。生活用纸方面，公司充分发挥竹浆的优势，开发出了大方抽、竹浆衬纸、本色餐巾纸等差异化的新产品，产品实现了产销平衡，产品库存保持在较低水平。公司的溶解浆生产线在报告期内通过一系列技改，成本节降效果显著，山东基地宏河园区和老挝基地的溶解浆生产线的月产量实现新的突破。

分具体产品看，公司造纸业务中，非涂布文化用纸/铜版纸/生活用纸/淋膜原纸/牛皮箱板纸/瓦楞原纸分别实现营收 65.42/15.79/9.01/6.92/45.59/0.11 亿元，同比分别+30.87%/-8.27%/+28.89%/-5.94%/-19.92%/-77.26%。制浆业务中，溶解浆/化机浆/化学浆分别实现营收 19.08/9.56/10.48 亿元，同比分别-26.46%/+5.39%/-23.79%。此外，公司电及蒸汽业务实现了营收 9.28 亿元，同比增长了 1.61%。

此外，公司广西南宁 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（南宁园区 PM2 和 PM3）和 50 万吨本色化学木浆生产线预计将于 2023 年三季度陆续进入试产阶段。同时考虑到文化纸价格在持续提涨，我们预计公司 Q3 营收将环比保持增长。

► 利润端：Q2 利润率环比有所提升。

公司 Q2 实现了净利润 6.86 亿元，环比增长了 4.59%。盈利能力方面，公司 2023 年 H1 毛利率同比下滑了 1.69pct 至 14.8%，净利率同比下滑了 1.86pct 至 6.5%。单季度看，2023 年 Q2 公司毛利率同比下滑了 2.75pct 至 16.13%，环比则提升了 2.62pct。净利率同比下滑了 2.44pct 至 7.22%，环比则提升了 1.42pct。分产品看，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/溶解浆/化机浆/化学浆的毛利率分别为 15.64%/12.17%/11.02%/7.38%/12.16%/8.98%/16.23%/21.91%/20.54%，同比 -1.53pct/-3.12pct/-3.02pct/-8.22pct/-0.04pct/+8.33pct/-5.27pct/-7.07pct/+2.99pct。

费用方面，2023 年 H1 公司费用率为 7.79%，同比提升了 0.85pct。其中销售费用率为 0.37%，同比下滑了 0.01pct，主要原因是市场推广费比去年同期减少所致。管理费用率为 2.5%，同比下滑了 0.05pct，主要原因是股权激励成本摊销同比减少，及产能减少致使污水治理费同步减少。财务费用率为 2.35%，同比提升了 0.47pct，主要原因是汇率变动致使本期汇兑损失同比增加。而研发费用率同比提升了 0.45pct 至 2.57%，主要原因是本期研发力度增加致使费用支出同比增加所致。

► “三大基地”的协同发展，稳步构建“林浆纸一体化”全产业链。

2012 年，公司稳步实施太阳纸业的“四三三”中长期发展战略，企业经过十余年的高质量发展，构建起了有太阳纸业特色的山东、广西和老挝“三大基地”科学布局，初步实现了既定的战略目标，充分说明公司的“四三三”发展战略定位准确，符合行业发展潮流。2023 年，山东、广西和老挝“三大基地”进入了全面协同发展的新阶段，特别是随着广西基地南宁园区新建和技改项目的逐步按计划实施完毕并进入试产阶段，公司纸、浆合计总产能将接近 1200 万吨。公司山东、广西和老挝“三大基地”的协同发展，补齐了战略位置布局上的短板，完善了市场端的科学布局，稳步构建起了太阳纸业的“林浆纸一体化”全产业链，使公司具备了较强的产业链核心竞争力，更加有能力熨平行业的周期性波动，持续提升公司的可持续发展能力，为公司开启更加广阔的成长空间。

投资建议

近年来，公司加快推进新旧动能转换，实现高质量发展，形成了山东、广西和老挝“三大基地”协同发展的新格局。随着公司自有木浆产能的投放，有效的降低了公司纸制品的用浆成本。我们维持公司的盈利预测不变，预计公司 23-25 年的营收为 410.75/440.92/467.52 亿元，EPS 为 1.10/1.27/1.47 元，对应 2023 年 8 月 25 日 11.28 元/股收盘价，PE 分别为 10.25/8.86/7.67 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

1) 文化纸需求大幅下滑。2) 行业新增产能过多导致公司产品价格下降。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	32,159	39,767	41,075	44,092	46,752
YoY (%)	49.0%	23.7%	3.3%	7.3%	6.0%
归母净利润(百万元)	2,929	2,809	3,075	3,558	4,109
YoY (%)	50.0%	-4.1%	9.5%	15.7%	15.5%
毛利率 (%)	17.2%	15.2%	16.4%	16.4%	17.7%
每股收益 (元)	1.11	1.04	1.10	1.27	1.47
ROE	15.7%	12.2%	11.8%	12.0%	12.1%
市盈率	10.16	10.85	10.25	8.86	7.67

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系电话：

分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

联系电话：

研究助理：宋姝旺

邮箱：songsw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523070002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	39,767	41,075	44,092	46,752	净利润	2,817	3,084	3,569	4,122
YoY (%)	23.7%	3.3%	7.3%	6.0%	折旧和摊销	2,112	2,350	2,709	2,548
营业成本	33,735	34,335	36,848	38,467	营运资金变动	-1,754	1,365	205	38
营业税金及附加	178	185	197	209	经营活动现金流	3,824	7,683	7,395	7,736
销售费用	153	164	150	196	资本开支	-4,682	-569	-4,643	74
管理费用	1,033	1,072	1,111	1,216	投资	-1,446	-4	-4	-4
财务费用	834	936	851	868	投资活动现金流	-6,121	-553	-4,618	79
研发费用	781	830	864	940	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-55	0	0	0	债务募资	2,491	1,248	1,248	1,248
投资收益	22	21	29	9	筹资活动现金流	1,803	313	250	188
营业利润	3,033	3,619	4,174	4,919	现金净流量	-490	7,443	3,027	8,002
营业外收支	35	27	44	17	主要财务指标				
利润总额	3,068	3,646	4,218	4,936	成长能力 (%)				
所得税	251	561	650	814	营业收入增长率	23.7%	3.3%	7.3%	6.0%
净利润	2,817	3,084	3,569	4,122	净利润增长率	-4.1%	9.5%	15.7%	15.5%
归属于母公司净利润	2,809	3,075	3,558	4,109	盈利能力 (%)				
YoY (%)	-4.1%	9.5%	15.7%	15.5%	毛利率	15.2%	16.4%	16.4%	17.7%
每股收益	1.04	1.10	1.27	1.47	净利率	7.1%	7.5%	8.1%	8.8%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	5.8%	5.7%	6.1%	6.4%
货币资金	2,386	9,830	12,856	20,858	净资产收益率 ROE	12.2%	11.8%	12.0%	12.1%
预付款项	664	690	740	770	偿债能力 (%)				
存货	5,339	5,177	5,530	5,835	流动比率	0.72	1.07	1.21	1.62
其他流动资产	4,198	4,272	4,007	3,939	速动比率	0.38	0.75	0.88	1.28
流动资产合计	12,588	19,969	23,134	31,402	现金比率	0.14	0.52	0.67	1.08
长期股权投资	256	256	256	256	资产负债率	51.7%	51.1%	49.3%	47.3%
固定资产	28,874	27,065	28,396	25,887	经营效率 (%)				
无形资产	1,767	1,942	2,117	2,292	总资产周转率	0.83	0.77	0.75	0.73
非流动资产合计	35,426	33,676	35,667	33,069	每股指标 (元)				
资产合计	48,014	53,645	58,801	64,471	每股收益	1.04	1.10	1.27	1.47
短期借款	8,169	8,169	8,169	8,169	每股净资产	8.26	9.36	10.63	12.10
应付账款及票据	5,032	5,703	6,069	6,254	每股经营现金流	1.37	2.75	2.65	2.77
其他流动负债	4,247	4,874	4,847	4,962	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	17,448	18,746	19,085	19,385	估值分析				
长期借款	6,640	7,888	9,136	10,385	PE	10.85	10.25	8.86	7.67
其他长期负债	753	753	753	753	PB	1.39	1.21	1.06	0.93
非流动负债合计	7,392	8,641	9,889	11,137					
负债合计	24,840	27,387	28,974	30,523					
股本	2,795	2,795	2,795	2,795					
少数股东权益	90	99	110	123					
股东权益合计	23,174	26,258	29,827	33,948					
负债和股东权益合计	48,014	53,645	58,801	64,471					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，9年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，5年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

宋姝旺：轻工行业助理分析师。2021年7月加入华西证券，悉尼大学金融学硕士，阿德莱德大学会计学学士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。