

太阳纸业 (002078.SZ)

强烈推荐 (维持)

布局林浆纸一体化，盈利能力中长期有望持续上行

消费品/轻工纺服
目标估值: NA
当前股价: 11.45 元

公司发布 2023 年一季报。2023Q1 公司实现营业收入 98.05 亿元，同比增加 1.42%；归母净利润 5.66 亿元，同比下降 16.21%；扣非归母净利润 5.53 亿元，同比下降 15.98%。

基础数据

总股本 (万股)	279468
已上市流通股 (万)	274395
总市值 (亿元)	320
流通市值 (亿元)	314
每股净资产 (MRQ)	8.4
ROE (TTM)	11.5
资产负债率	51.9%
主要股东	山东太阳控股集团有限公司
主要股东持股比例	44.73%

□ 公司发布 2023 年一季报。2023Q1 公司实现营业收入 98.05 亿元，同比增加 1.42%；归母净利润 5.66 亿元，同比下降 16.21%；扣非归母净利润 5.53 亿元，同比下降 15.98%。公司业绩承压主要系宏观经济冲击叠加原材料成本和能源价格上升。未来随着经济景气程度的回升，原材料成本的下探以及公司广西基地项目的稳步推进，公司业绩有望提升。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7	-2	3
相对表现	-6	-11	1



资料来源: 公司数据、招商证券

□ 短期盈利暂承压。成本端看，23Q1，公司营业总成本达 92.30 亿元，同比增加 3.15%。成本上升的主要原因是原材料及能源价格高企。长期看，原材料的产能释放将使得原材料价格周期性回落，从而缓解公司成本端的压力。收入端看，公司营收主要受宏观经济冲击影响。未来，随着经济的复苏，公司产品需求回暖，收入端将有所改善，公司盈利情况将有所改善。

相关报告

- 1、《太阳纸业 (002078) —三大基地高质量协同发展，拓展林浆纸一体化全产业链》2023-04-25
- 2、《太阳纸业 (002078) —Q3 业绩稳健，静待行业拐点》2022-10-29
- 3、《太阳纸业 (002078) —盈利向上趋势明显，林浆纸一体化布局未来可期》2022-08-27

□ 稳步推进南宁、老挝项目，加强“林浆纸一体化”产业链优势。22 年底，公司提出南宁项目（一期）的建设议案，包括高档包装纸、本色化学木浆和漂白化学木浆三条生产线，年产量分别达 220 万吨，50 万吨和 15 万吨。其中 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 23 年 Q3 进入试产。同时老挝基地的年产 15 万吨本色化学机械浆项目将在 23 年内进入试产。新产线的投产将增加公司产品的产销量，拓宽公司的利润空间，同时加强公司“三大基地”的协同发展和“林浆纸一体化”的产业链协同优势，增强公司的核心竞争力。

□ 加速创新发展和数字化转型。2023Q1 公司研发投入达 2.15 亿元，同比增加 16.22%。公司在关键技术、差异化产品、实用型技术三个层面加大创新突破，解决“卡脖子”问题，直击客户痛点，激发员工的活力和激情，提升公司的核心竞争力，支撑公司战略发展。同时，公司积极推进实施数智赋能战略，加快数字化转型。公司逐步建立和上下游伙伴的全要素数字化平台，运用数字化工具提升公司效率，降低公司运作成本，同时提升客户满意度。

赵中平 S1090521080001
✉ zhaozhongping@cmschina.com.cn
王月 研究助理
✉ wangyue20@cmschina.com.cn
毕先磊 S1090523030001
✉ bixianlei@cmschina.com.cn

□ 盈利预测与投资建议。公司稳步推进“四二三”中长期发展战略，加强山东、广西和老挝“三大基地”的建设和协同发展，进一步推进“林浆纸一体化”。公司业务范围广，产品实现多元化配置，长期发展可观。

□ 风险提示：经济复苏低于预期、行业竞争加剧风险，汇率波动风险。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	31997	39767	41358	45080	47785
同比增长	48%	24%	4%	9%	6%
营业利润(百万元)	3399	3033	3383	3992	4225
同比增长	46%	-11%	12%	18%	6%
归母净利润(百万元)	2957	2809	3129	3686	3900
同比增长	51%	-5%	11%	18%	6%
每股收益(元)	1.06	1.01	1.12	1.32	1.40
PE	10.8	11.4	10.2	8.7	8.2
PB	1.7	1.4	1.2	1.1	1.0

资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	11251	12588	14316	15071	16508
现金	3468	2386	3796	3629	4355
交易性投资	0	4	4	4	4
应收票据	5	188	196	214	226
应收款项	1787	2233	2301	2509	2659
其它应收款	150	79	82	89	95
存货	3506	5339	5490	5963	6343
其他	2335	2358	2446	2663	2826
非流动资产	31487	35426	36143	36817	37450
长期股权投资	241	256	256	256	256
固定资产	27922	28874	29791	30644	31436
无形资产商誉	1313	1806	1626	1463	1317
其他	2010	4490	4470	4454	4441
资产总计	42737	48014	50458	51887	53958
流动负债	17875	17448	17313	15983	15248
短期借款	7698	8169	10164	8336	7200
应付账款	5105	5032	5182	5628	5987
预收账款	372	528	543	590	628
其他	4700	3719	1424	1429	1434
长期负债	6049	7392	7392	7392	7392
长期借款	5391	6640	6640	6640	6640
其他	657	753	753	753	753
负债合计	23924	24840	24705	23375	22641
股本	2687	2795	2795	2795	2795
资本公积金	2096	3271	3271	3271	3271
留存收益	13950	17019	19589	22337	25130
少数股东权益	81	90	99	110	122
归属于母公司所有者	18733	23084	25654	28402	31196
负债及权益合计	42737	48014	50458	51887	53958

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	4929	3824	6166	6425	6702
净利润	2967	2817	3139	3697	3911
折旧摊销	1769	2109	2242	2285	2326
财务费用	585	633	993	924	833
投资收益	(43)	(22)	(58)	(58)	(58)
营运资金变动	(292)	(1665)	(151)	(426)	(312)
其它	(56)	(49)	1	3	2
投资活动现金流	(7226)	(6121)	(2902)	(2902)	(2902)
资本支出	(7249)	(4712)	(2959)	(2959)	(2959)
其他投资	23	(1409)	58	58	58
筹资活动现金流	2796	1803	(1854)	(3690)	(3074)
借款变动	4868	1794	(303)	(1828)	(1136)
普通股增加	62	108	0	0	0
资本公积增加	55	1175	0	0	0
股利分配	(262)	(537)	(559)	(939)	(1106)
其他	(1927)	(737)	(993)	(924)	(833)
现金净增加额	500	(495)	1410	(167)	726

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	31997	39767	41358	45080	47785
营业成本	26438	33735	34740	37732	40139
营业税金及附加	139	178	185	202	214
营业费用	136	153	159	173	183
管理费用	814	1033	1074	1171	1241
研发费用	538	781	812	885	938
财务费用	565	834	993	924	833
资产减值损失	(31)	(79)	(70)	(60)	(69)
公允价值变动收	(8)	(6)	(6)	(6)	(6)
其他收益	30	41	41	41	41
投资收益	43	22	22	22	22
营业利润	3399	3033	3383	3992	4225
营业外收入	39	39	39	39	39
营业外支出	60	4	4	4	4
利润总额	3379	3068	3418	4027	4260
所得税	412	251	280	330	349
少数股东损益	10	8	9	11	12
归属于母公司净利	2957	2809	3129	3686	3900

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	48%	24%	4%	9%	6%
营业利润	46%	-11%	12%	18%	6%
归母净利润	51%	-5%	11%	18%	6%
获利能力					
毛利率	17.4%	15.2%	16.0%	16.3%	16.0%
净利率	9.2%	7.1%	7.6%	8.2%	8.2%
ROE	17.0%	13.4%	12.8%	13.6%	13.1%
ROIC	10.9%	9.4%	9.7%	10.5%	10.5%
偿债能力					
资产负债率	56.0%	51.7%	49.0%	45.1%	42.0%
净负债比率	37.8%	35.6%	33.3%	28.9%	25.6%
流动比率	0.6	0.7	0.8	0.9	1.1
速动比率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.9	0.8	0.9	0.9
存货周转率	8.3	7.6	6.4	6.6	6.5
应收账款周转率	18.5	18.9	16.8	17.3	17.0
应付账款周转率	6.6	6.7	6.8	7.0	6.9
每股资料(元)					
EPS	1.06	1.01	1.12	1.32	1.40
每股经营净现	1.76	1.37	2.21	2.30	2.40
每股净资产	6.70	8.26	9.18	10.16	11.16
每股股利	0.19	0.20	0.34	0.40	0.42
估值比率					
PE	10.8	11.4	10.2	8.7	8.2
PB	1.7	1.4	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	9.1	8.8	7.8	7.2	7.0

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

赵中平：香港中文大学硕士，对外经济贸易大学学士，2014-2016 年分别就职于安信证券，银河证券，2016-2021 年就职于广发证券轻工行业首席分析师，2020 年新财富，水晶球，新浪金麒麟均获得第三名，2021 年加入招商证券，任轻工时尚首席分析师。

刘丽：对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015 年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7 太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017 年 8 月加入招商证券，2021 年起任美妆时尚联席首席。

毕先磊：山东大学金融硕士，吉林大学工学学士，曾就职于德邦证券研究所轻工组，2021 年加入招商证券，研究方向为轻工制造。

王鹏：华威商学院金融学硕士，中山大学金融学学士，2020-2021 年就职于万联证券，2021 年加入招商证券，任研究助理，研究方向为轻工新消费。

王月：香港理工大学运筹学及风险分析硕士，华北电力大学电气工程及其自动化学士，曾就职于基金公司，2021-2023 年就职于天风证券研究所轻工组，2023 年加入招商证券，研究方向为轻工新消费。

王梓旭：中央财经大学硕士，2022 年加入招商证券，任研究助理，研究方向为纺织服装。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。