

# 浆纸一体化熨平周期，受益文化纸需求改善

太阳纸业 (002078.SZ)

## 核心观点

23Q1 公司业绩略超预期，主要得益于文化纸价格坚挺以及自用浆占比提升缓和成本压力。展望 23 年，全球阔叶浆扩产及海外需求低迷导致浆价快速下行，公司浆业务盈利预计有所承压；成本与需求改善下，文化纸盈利持续修复，关注箱板纸、溶解浆等顺周期品种需求改善；公司林浆纸一体化布局完善、优质高效管理下，将有效熨平浆价波动，产能持续释放下未来增长可期。

## 事件

公司发布 2023 年一季报：2023Q1 营收 98.05 亿元/+1.42%，归母净利润 5.66 亿元/-16.21%，扣非归母净利润 5.53 亿元/-15.98%。

公司发布 2022 年年报：2022 年营收 397.67 亿元/+23.66%，归母净利润 28.09 亿元/-4.12%，扣非归母净利润 27.71 亿元/-4.59%；EPS(基本)为 1.04 元/股，同比变动-6.31%，ROE 加权为 13.43%/-3.40pct。

单季度看，2022Q4 营收 101.26 亿元/+19.92%，归母净利润 5.41 亿元/+235.70%，扣非归母净利润 5.36 亿元/+154.34%。

## 简评

文化纸挺价、自用浆占比提升，23Q1 盈利能力环比修复，业绩略超预期。随着年内广西北海园区新投产项目产能释放，2022 全年收入表现靓丽，盈利略高于此前业绩快报。23Q1 毛利率为 13.5%，同比-0.5pct.，环比+0.3pct.，归母净利率为 5.8%，同比-1.2pct.，环比+0.4pct.，高浆价下公司主动提升自用浆占比，叠加文化纸价格坚挺略有提涨，盈利能力环比提升。

纸业务：文化纸刚需下价格有所提升，箱板纸盈利承压。1) 文化纸：2022 年非涂布文化用纸实现收入 108.58 亿元 (+23.74%)，毛利率 16.56% (+1.24pct.)；铜版纸实现营收 31.76 亿元 (-22.50%)，毛利率 15.12% (-4.61pct.)。2022 上半年疫情影响文化纸社会需求，下半年起需求总体平稳，刚需订单+出口支撑下，提价落地顺畅。2) 包装纸：2022 年牛皮箱板纸实现收入 103.94 亿元 (+4.71%)，毛利率 10.22% (-5.26pct.)。国内疫情冲击包装内需，箱板纸价全年下行，盈利承压。3) 其他纸：2022 年淋膜原纸实现收入 16.77 亿元 (+4.18%)，毛利率 12.27% (-10.04pct.)；生活用纸实现收入 15.32 亿元 (+78.18%)，毛利率 9.07% (-5.26pct.)，广西产能释放带动收入快速增长。

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:s1440519030001

SFC 编号:BOT812

发布日期：2023 年 05 月 09 日

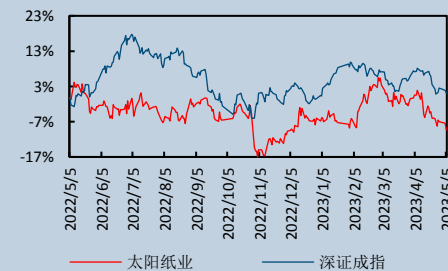
当前股价：11.18 元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-9.75/-10.41	-2.97/-5.15	-9.82/-19.25
12 月最高/最低价 (元)		12.96/10.17
总股本 (万股)		279,468.41
流通 A 股 (万股)		274,395.26
总市值 (亿元)		310.49
流通市值 (亿元)		304.85
近 3 月日均成交量 (万)		1748.00
主要股东		
山东太阳控股集团有限公司		44.73%

## 股价表现



## 相关研究报告

- 2023-02-28 【中信建投轻工纺服及教育】太阳纸业 (002078):22 年收入靓丽，浆纸一体化凸显韧性
- 2022-10-30 【中信建投轻工纺服及教育】太阳纸业 (002078):收入稳步增长，盈利静待改善
- 2022-08-28 【中信建投轻工纺服及教育】太阳纸业 (002078):浆业务维持高景气，Q2 利润率环比改善

**浆业务：全年高价叠加产能释放，盈利贡献突出。**1) 溶解浆：2022 年溶解浆实现收入 41.71 亿元(+28.13%)，毛利率 22.69% (-0.28pct.)。2022 年下半年国内疫情影响开工，溶解浆价格下行，盈利能力有所回落。2) 化学浆：2022 年化学浆实现收入 33.60 亿元(+2140.36%)，毛利率 13.88% (+20.68pct.)。2021 年末广西北海 80 万吨化学浆投产，2022 年内产能释放、销量大幅提升，叠加全年浆价高位，贡献盈利增量。3) 化机浆：2022 年化机浆实现收入 19.94 亿元(+9.13%)，毛利率 20.40% (-0.76pct.)，公司化机浆除自用外主要供给集团卡纸业务，盈利能力较稳定。

**展望 23 年：产能建设有序推进，浆纸盈利贡献地位互换，预计整体略受益。**

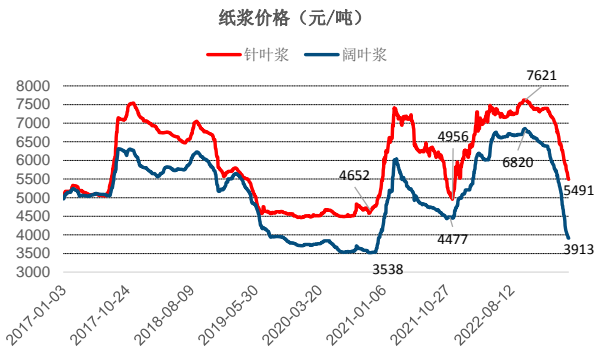
1) 产能方面，公司稳步推进“四三三”战略，构建起山东、广西、老挝“三大基地”，截至 2022 年末公司拥有浆纸产能超过 1000 万吨（估算浆产能 435 万吨、纸产能 597 万吨）。2023 年公司南宁基地一期项目建设全面开启，其中年产 20 万吨文化纸机改造项目已于 2023 年 4 月完成并开始试产，年产 100 万吨高档包装纸及配套 50 万吨本色化学木浆产线预计将于 2023 年 Q3 试运营。此外，老挝沙湾年产 15 万吨本色化学机械浆项目预计将于 2023 年内试产。我们预计 2023 年有望新增纸产能 120 万吨(+20.10%)、浆产能 65 万吨(+14.94%)。

2) Arauco、UPM 等阔叶浆新产能投产带动浆价下行，截至 2023 年 5 月 4 日，内盘针叶浆、阔叶浆价格分别为 5491、3913 元/吨，已较前期高点分别下调 28.0%、42.9%，位于 2018 年以来历史浆价的 33.6%、22.1%分位，浆价回落超预期兑现。我们预计公司纸浆业务盈利将有所回调，考虑纸浆外销主要供应集团卡纸业务，定价周期相对较长，整体波动小于市场水平，且制浆原材料木片成本亦有所回落，预计整体影响程度有限；溶解浆方面，Q2 开始下游服装制造有望进入旺季，支撑盈利稳定。文化纸方面，继春节提价后，4 月文化纸价小幅回落，5 月起出版订单刚需释放有望形成价格支撑，考虑原材料使用周期，预计 Q2 起盈利加速修复。下半年，随着联盛、亚太、玖龙等合计年产 156 万吨文化纸产线陆续投产，文化纸价格当前历史中高位，我们预计存在一定下调压力。箱板纸方面，经历年初海外成品纸零关税冲击后，3 月中旬起大盘价格企稳回升，预计下半年旺季需求向好带动盈利修复，公司以中高端产品为主，纸价平稳且老挝基地受益于美废价格下行，盈利优于行业。

**投资建议：**我们预计太阳纸业 2023-2025 年营业收入分别为 407.6、446.4、480.9 亿元，同比增长 2.5%、9.5%、7.7%；归母净利润分别为 30.5、35.0、40.0 亿元，同比增长 8.6%、14.7%、14.3%；对应 P/E 为 10.2x、8.9x、7.8x，维持“买入”评级。

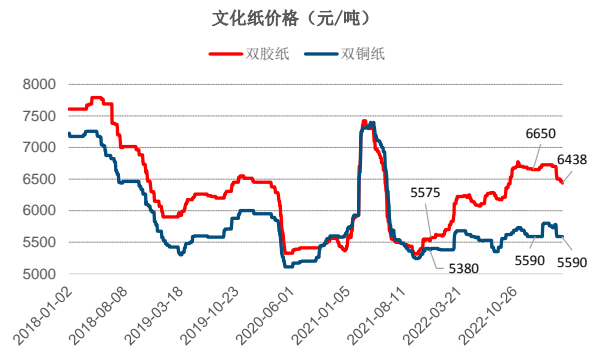
**风险提示：**下游需求不及预期，公司作为国内造纸行业头部企业，文化纸、箱板纸、纸浆产能市占率高，下游主要为消费包装、印刷等行业，下游需求偏弱将对收入和盈利产生不利影响；浆价波动超预期，公司木浆原材料占成本比重 50%-60%，木浆价格持续上涨将对造纸业务盈利产生不利影响，但公司体内有部分纸浆项目，能够对冲一定影响；产能建设不及预期，公司南宁基地新产能逐步建设，受到疫情、经济环境等影响，产能建设不及预期将对公司收入和盈利产生不利影响。

图表1： 2023 年 2 月末木浆价格加速回落



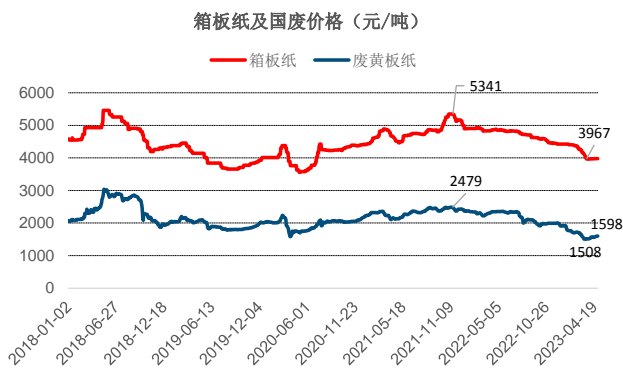
资料来源：卓创资讯，中信建投

图表2： 2023 年 4 月文化纸价格回落约 200 元/吨



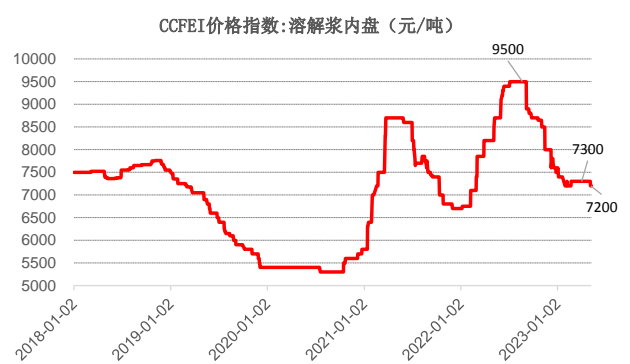
资料来源：卓创资讯，中信建投

图表3： 2023 年 3 月中旬箱板纸、国废价格触底



资料来源：卓创资讯，中信建投

图表4： 2023 年初以来溶解浆稳定于 7200-7400 元/吨



资料来源：WIND，中信建投

**图表5： 太阳纸业盈利预测**

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	11,251	12,588	13,540	14,952	14,987	<b>营业收入</b>	31,997	39,767	40,760	44,637	48,085
现金	3,468	2,386	5,812	3,062	5,805	营业成本	26,438	33,735	34,214	37,594	40,419
应收票据及应收账款合计	1,792	2,421	1,897	2,832	2,262	营业税金及附加	139	178	211	228	240
其他应收款	150	79	155	101	175	销售费用	136	153	204	179	192
预付账款	555	664	586	783	691	管理费用	814	1,033	1,202	1,205	1,265
存货	3,506	5,339	3,632	6,225	4,373	研发费用	538	781	856	893	952
其他流动资产	1,780	1,698	1,459	1,949	1,681	财务费用	565	834	539	506	467
<b>非流动资产</b>	31,487	35,426	34,904	37,209	38,898	资产减值损失	-17	-55	-56	-61	-66
长期投资	241	256	294	332	370	公允价值变动收益	-8	-6	-25	-20	-15
固定资产	27,922	28,874	28,555	30,489	31,902	其他收益	30	41	41	41	41
无形资产	1,274	1,767	1,940	2,113	2,324	投资净收益	43	22	22	22	22
其他非流动资产	2,050	4,529	4,116	4,275	4,302	<b>营业利润</b>	3,399	3,033	3,492	3,988	4,504
<b>资产总计</b>	42,737	48,014	48,445	52,161	53,885	营业外收入	39	39	39	39	39
<b>流动负债</b>	17,875	17,448	17,017	18,462	18,160	营业外支出	60	4	4	4	4
短期借款	7,698	8,169	8,169	8,859	8,169	<b>利润总额</b>	3,379	3,068	3,527	4,023	4,539
应付票据及应付账款合计	5,105	5,032	5,249	6,048	6,098	所得税	412	251	467	512	526
其他流动负债	5,072	4,247	3,598	3,556	3,892	<b>净利润</b>	2,967	2,817	3,061	3,512	4,014
<b>非流动负债</b>	6,049	7,392	5,993	4,922	3,733	少数股东损益	10	8	9	10	12
长期借款	5,391	6,640	5,241	4,169	2,981	<b>归属母公司净利润</b>	2,957	2,809	3,051	3,501	4,002
其他非流动负债	657	753	753	753	753	EBITDA	5,866	6,039	6,017	6,664	7,393
<b>负债合计</b>	23,924	24,840	23,010	23,384	21,893	EPS (元)	1.10	1.01	1.09	1.25	1.43
少数股东权益	81	90	99	109	121						
股本	2,687	2,795	2,795	2,795	2,795	<b>主要财务比率</b>					
资本公积	2,426	3,574	3,574	3,574	3,574	<b>会计年度</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
留存收益	14,354	16,598	19,050	21,863	25,078	<b>成长能力</b>					
归属母公司股东权益	18,733	23,084	25,336	28,668	31,871	营业收入(%)	48.2	24.3	2.5	9.5	7.7
<b>负债和股东权益</b>	42,737	48,014	48,445	52,161	53,885	营业利润(%)	46.4	-10.8	15.1	14.2	12.9
						归属于母公司净利润(%)	51.4	-5.0	8.6	14.7	14.3
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	17.4	15.2	16.1	15.8	15.9
						净利率(%)	9.2	7.1	7.5	7.8	8.3
						ROE(%)	15.8	12.2	11.9	12.3	12.5
						ROIC(%)	11.8	9.7	10.5	10.1	11.7
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	56.0	51.7	47.5	44.8	40.6
						净负债比率(%)	70.0	65.3	36.3	41.1	22.4
						流动比率	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8
						速动比率	0.4	0.4	0.6	0.5	0.6
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.8	0.9	0.8	0.9	0.9
						应收账款周转率	18.8	19.8	19.8	19.8	19.8
						应付账款周转率	8.4	8.7	8.7	8.7	8.7
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	1.1	1.0	1.1	1.3	1.4
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.8	1.4	3.0	1.1	3.4
						每股净资产(最新摊薄)	6.9	8.2	9.1	10.2	11.4
						<b>估值比率</b>					
						P/E	10.1	11.1	10.2	8.9	7.8
						P/B	1.6	1.4	1.2	1.1	1.0
						EV/EBITDA	7.6	7.7	6.7	6.4	5.2

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	4,929	3,824	8,333	3,046	9,639
净利润	2,967	2,817	3,061	3,512	4,014
折旧摊销	1,769	2,109	1,922	2,103	2,352
财务费用	565	834	539	506	467
投资损失	-43	-22	-22	-22	-22
经营性应收项目的减少	-146	-409	603	-1,132	661
经营性应付项目的增加	402	499	538	691	336
其他经营现金流	-183	-1,505	2,231	-1,920	2,167
<b>投资活动现金流</b>	-7,226	-6,121	-1,441	-4,414	-4,042
资本支出	7,249	4,712	-530	2,957	961
长期投资	-7	4	-38	-38	-38
其他投资现金流	17	-1,404	-2,009	-1,495	-3,119
<b>筹资活动现金流</b>	2,796	1,803	-3,467	-2,072	-2,164
短期借款	-67	472	0	0	0
长期借款	2,182	1,248	-1,399	-1,071	-1,189
普通股增加	62	108	0	0	0
资本公积增加	575	1,148	0	0	0
其他筹资现金流	43	-1,173	-2,068	-1,001	-975
<b>现金净增加额</b>	511	-490	3,426	-3,439	3,433

资料来源：公司公告，中信建投

## 分析师介绍

### 叶乐

中信建投轻工纺服及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2016 年加入中信建投证券研究发展部，2019 年“水晶球”中小市值入围，2020 年“新财富”海外最佳分析师第 5 名。目前专注于运动服饰、家居、造纸包装、美护、黄金珠宝、教育等消费服务产业研究。联系方式：18521081258，yele@csc.com.cn

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B  
 座 12 层  
 电话：(8610) 8513-0588  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南  
 塔 2103 室  
 电话：(8621) 6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交  
 汇处广电金融中心 35 楼  
 电话：(86755) 8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话：(852) 3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk