

太阳纸业 (002078.SZ) 林浆纸一体化凸显经营韧性, 2023 盈利趋势向上

2023 年 04 月 28 日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

吕明 (分析师)

周嘉乐 (分析师)

lvming@kysec.cn

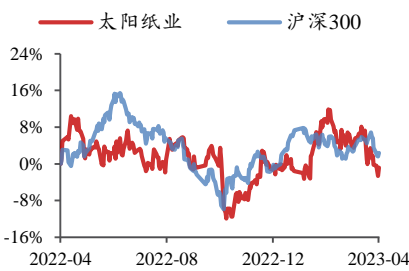
zhoujiale@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790522030002

日期	2023/4/27
当前股价(元)	11.45
一年最高最低(元)	13.15/9.94
总市值(亿元)	319.99
流通市值(亿元)	314.18
总股本(亿股)	27.95
流通股本(亿股)	27.44
近 3 个月换手率(%)	40.13

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

- 《2022 收入稳健增长, 看好浆价下行下的盈利修复—公司信息更新报告》-2023.4.24
- 《2022Q3 成本高企+需求疲软, 业绩环比回落—公司信息更新报告》-2022.11.2
- 《2022H1 营收增长超预期, 盈利环比改善—公司信息更新报告》-2022.9.1

● 浆价下行提振盈利弹性, 看好 2023 业绩增长, 维持“买入”评级

2023Q1 实现营收 98.05 亿元 (+1.42%), 实现归母净利润 5.66 亿元 (-16.21%), 扣非归母净利润 5.53 亿元 (-15.98%)。公司林浆纸一体化布局领先行业, 穿越周期波动能力较强。我们维持 2023-2025 盈利预测, 预计 2023-2025 归母净利为 32.08/37.14/42.20 亿元, 对应 EPS 1.15/1.33/1.51 元, 当前股价对应 PE 为 10.0/8.6/7.6 倍。看好公司 2023 年成本下行下的业绩增长, 维持“买入”评级。

● 文化纸吨盈利修复, 溶解浆吨盈利企稳, 箱板纸仍处盈利筑底期

文化纸: 随着 3 月小阳春到来, 教材教辅需求释放, 纸厂提价温和落地 (2023Q1 行业双胶纸均价 6694 元/吨, 环比+0.36%) 外加成本端纸浆下行 (针叶浆/阔叶浆 2023Q1 现货均价 7055 元/吨/5901 元/吨, 环比-5.50%/-11.18%), 判断文化纸吨盈利已由亏损转为薄利状态。溶解浆: 吨盈利有望企稳。2023Q1 溶解浆均价 7302 元/吨, 环比-10.8%, 2022Q4 公司产线调整为以老挝基地生产溶解浆为主, 生产成本低于外购木片成本, 判断吨盈利有望企稳。箱板纸: 终端需求疲软叠加渠道库存较高, 龙头纸厂降价去库 (2023Q1 箱板纸均价 4262 元/吨, 环比-4.76%) 外加包装纸的需求旺季在下半年, 预计箱板纸短期仍处于盈利筑底期。

● 盈利稳健, 储备产能奠定未来业绩增长

2023Q1 整体毛利率 13.51% (-0.46pct)。期间费率 4.90% (+0.65pct), 具体管理费用率 2.51% (-0.01pct)、销售费率 0.36% (-0.03pct)、财务费率 2.03% (+0.69pct)。综合作用下净利率 5.80% (-1.19pct)。新增及储备产能奠定未来业绩持续释放。南宁 525 万吨林浆纸一体化项目登上日程, 其中一期项目 100 万吨高档包装纸+50 万吨本色化学浆将于 2023Q3 试产。老挝基地 15 万吨本色化机浆也预计在 2023 年年内投产。随着上述产能的陆续投放, 预计公司纸浆自给率会进一步提升, 内生力量更为充足, 熨平周期的能力也会进一步提高。

● 风险提示: 行业竞争恶化, 终端需求大幅下滑, 新品迭代不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	31,997	39,767	41,755	45,304	47,570
YOY(%)	48.2	24.3	5.0	8.5	5.0
归母净利润(百万元)	2,957	2,809	3,208	3,714	4,220
YOY(%)	51.4	-5.0	14.2	15.8	13.6
毛利率(%)	17.4	15.2	16.0	17.0	17.5
净利率(%)	9.2	7.1	7.7	8.2	8.9
ROE(%)	15.8	12.2	12.5	12.8	12.9
EPS(摊薄/元)	1.06	1.01	1.15	1.33	1.51
P/E(倍)	10.8	11.4	10.0	8.6	7.6
P/B(倍)	1.7	1.4	1.2	1.1	1.0

数据来源: 聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	11251	12588	13564	14478	17126
现金	3468	2386	5228	3108	8037
应收票据及应收账款	1792	2421	2002	2797	2242
其他应收款	150	79	161	99	174
预付账款	555	664	616	773	686
存货	3506	5339	3858	6002	4288
其他流动资产	1780	1698	1698	1698	1698
非流动资产	31487	35426	35711	37210	37385
长期投资	241	256	297	338	379
固定资产	27922	28874	29337	30861	31101
无形资产	1274	1767	1940	2113	2324
其他非流动资产	2050	4529	4138	3899	3581
资产总计	42737	48014	49274	51688	54510
流动负债	17875	17448	17338	17584	17987
短期借款	7698	8169	8169	8300	8169
应付票据及应付账款	5105	5032	5508	5792	6001
其他流动负债	5072	4247	3661	3493	3817
非流动负债	6049	7392	6096	4950	3585
长期借款	5391	6640	5343	4198	2832
其他非流动负债	657	753	753	753	753
负债合计	23924	24840	23434	22534	21572
少数股东权益	81	90	108	126	144
股本	2687	2795	2795	2795	2795
资本公积	2426	3574	3574	3574	3574
留存收益	14354	16598	19313	22417	25905
归属母公司股东权益	18733	23084	25733	29028	32794
负债和股东权益	42737	48014	49274	51688	54510

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	4929	3824	8449	3422	9817
净利润	2967	2817	3226	3732	4238
折旧摊销	1769	2109	1947	2141	2343
财务费用	565	834	579	531	448
投资损失	-43	-22	-26	-27	-29
营运资金变动	-371	-1770	2717	-2966	2810
其他经营现金流	42	-144	6	10	7
投资活动现金流	-7226	-6121	-2212	-3624	-2495
资本支出	7249	4712	244	1458	133
长期投资	-7	4	-41	-40	-41
其他投资现金流	17	-1404	-2008	-2206	-2403
筹资活动现金流	2796	1803	-3395	-2049	-2263
短期借款	-67	472	0	0	0
长期借款	1352	1248	-1296	-1146	-1365
普通股增加	62	108	0	0	0
资本公积增加	575	1148	0	0	0
其他筹资现金流	873	-1173	-2099	-903	-897
现金净增加额	511	-490	2842	-2250	5059

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	31997	39767	41755	45304	47570
营业成本	26438	33735	35074	37603	39245
营业税金及附加	139	178	196	209	216
营业费用	136	153	167	227	285
管理费用	814	1033	1382	1607	1753
研发费用	538	781	793	951	904
财务费用	565	834	579	531	448
资产减值损失	-17	-55	-63	-68	0
其他收益	30	41	0	0	0
公允价值变动收益	-8	-6	-6	-10	-7
投资净收益	43	22	26	27	29
资产处置收益	0	-8	0	0	0
营业利润	3399	3033	3646	4262	4741
营业外收入	39	39	59	51	47
营业外支出	60	4	19	23	26
利润总额	3379	3068	3687	4290	4762
所得税	412	251	461	558	524
净利润	2967	2817	3226	3732	4238
少数股东损益	10	8	18	18	18
归属母公司净利润	2957	2809	3208	3714	4220
EBITDA	5866	6039	6212	6963	7552
EPS(元)	1.06	1.01	1.15	1.33	1.51

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	48.2	24.3	5.0	8.5	5.0
营业利润(%)	46.4	-10.8	20.2	16.9	11.2
归属于母公司净利润(%)	51.4	-5.0	14.2	15.8	13.6
获利能力					
毛利率(%)	17.4	15.2	16.0	17.0	17.5
净利率(%)	9.2	7.1	7.7	8.2	8.9
ROE(%)	15.8	12.2	12.5	12.8	12.9
ROIC(%)	10.1	8.8	9.0	9.6	10.1
偿债能力					
资产负债率(%)	56.0	51.7	47.6	43.6	39.6
净负债比率(%)	70.9	66.8	40.1	39.5	15.5
流动比率	0.6	0.7	0.8	0.8	1.0
速动比率	0.3	0.3	0.4	0.3	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	18.5	18.9	18.9	18.9	18.9
应付账款周转率	6.6	6.7	6.7	6.7	6.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.06	1.01	1.15	1.33	1.51
每股经营现金流(最新摊薄)	1.76	1.37	3.02	1.22	3.51
每股净资产(最新摊薄)	6.64	8.26	9.21	10.39	11.73
估值比率					
P/E	10.8	11.4	10.0	8.6	7.6
P/B	1.7	1.4	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	7.7	7.9	6.8	6.3	4.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn