

一体化布局带来盈利韧性，业绩略超预期

2023 年 04 月 28 日

► **事件:** 23Q1 公司实现营收/归母净利润/扣非净利润 98.05/5.66/5.53 亿元，同比变动 1.42%/-16.21%/-15.98%。

► **新产能释放，Q1 收入同比增长 1.42%。** 量：23Q1 广西北海 10 万吨生活用纸投产，对整体产量影响有限；价：23Q1 铜版纸/双胶纸/箱板纸/溶解浆/阔叶浆市场均价同比 6%/12%/-21%/1%/13%，环比 1%/1%/-5%/-11%/-13%。

► **木浆价格下行带动纸品盈利环比改善，溶解浆竞争格局优盈利略降。** 公司归属净利润同降 16.21%，环增 5%。23Q1 毛利率/净利率同降 0.46/1.19pct。文化纸方面：伴随党建需求释放叠加秋季教材教辅招标，双胶纸 Q1 平均吨盈利或有较大增长。箱板纸方面：国内需求虽有压力，不过海外基地受益于美废降价叠加零关税，海外基地盈利环比提升，国内基地环比维持稳定。溶解浆方面：产品需求拖累利润，不过考虑行业格局相对较优，降幅远小于纸浆，预计 Q1 平均吨盈利环比小幅下降。4 月双胶纸/铜版纸/溶解浆吨价环比 3 月下降 130/65/0 元，同时阔叶浆吨价下降 149.3 美元。展望 Q2，木浆基本见底或有略微下降；文化纸方面：受下游出版社招标&红色书籍需求增长，盈利水平进一步上升，预计在 6 月达到高点；箱板纸方面：二季度冷饮等消费需求增加，或带动箱板瓦楞纸提价；溶解浆受木浆价格影响下行，但考虑能源成本下行，净利润下降空间有限。

► **继续加大研发投入，进一步控制公司各项支出：** 23Q1 销售/管理/研发/财务费用率同比变动-0.04/-0.01/0.29/0.7pct，研发费用率增加主因公司加大对莱赛尔纤维溶解浆、醋酸纤维溶解浆、微晶纤维素等项目投入。23Q1 应收账款为 32.4 亿元，较年初增加 45.3%，主因按合同约定货款未到期致使金额增加所致。现金流方面，23Q1 经营活动现金净流量同增 56.9%至 16.2 亿元，主因浆价下行预期下，公司主动减少纸浆采购（存货相比年初下降 5.6 亿元）。

► **投资建议：** 区域方面，公司完善广西基地布局，旨在提升华南市场话语权同时，亦助力公司背靠区域林地资源，加强产业链一体化建设；产能方面，根据南宁 525 万吨林浆纸一体化项目公告，项目一期将建设 220 万吨高端箱板纸、50 万吨本色浆以及 15 万吨化学浆；根据产业投资经验，我们预计或在 2023H1-2024H1 首条 100 万吨箱板纸产线和 50 万吨本色浆线将投产；同时老挝基地持续推进林地资源建设，山东、广西、老挝三大基地协同发展，在木片中期价格上行背景下，看好公司背靠林木资源加速行业整合。预计公司 2023-2025 年归母净利润为 30/33/36 亿元，对应估值为 11X/10X/9X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：** 下游需求不及预期，受关税政策冲击超预期，行业竞争加剧。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	39,767	41,194	45,553	48,449
增长率 (%)	23.7	3.6	10.6	6.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,809	3,038	3,296	3,604
增长率 (%)	-4.1	8.2	8.5	9.4
每股收益 (元)	1.01	1.09	1.18	1.29
PE	11	11	10	9
PB	1.4	1.3	1.1	1.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 04 月 27 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

11.45 元


分析师 徐皓亮

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

相关研究

- 1.太阳纸业 (002078.SZ) 2022 年年报点评：穿越产业波动彰显盈利韧性，构筑产业链一体化志在长远-2023/04/24
- 2.太阳纸业 (002078.SZ) 2022 年业绩快报点评：完成股权激励目标，α能力持续凸显-2023/02/28

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	39,767	41,194	45,553	48,449
营业成本	33,735	35,096	38,863	41,256
营业税金及附加	178	179	198	211
销售费用	153	176	194	206
管理费用	1,033	1,047	1,158	1,232
研发费用	781	741	820	872
EBIT	3,885	3,962	4,328	4,680
财务费用	834	674	747	762
资产减值损失	-55	-28	-31	-33
投资收益	22	21	23	24
营业利润	3,033	3,281	3,573	3,910
营业外收支	35	39	29	29
利润总额	3,068	3,320	3,602	3,939
所得税	251	272	295	323
净利润	2,817	3,048	3,307	3,616
归属于母公司净利润	2,809	3,038	3,296	3,604
EBITDA	5,997	6,265	6,922	7,529

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,386	3,041	3,895	5,927
应收账款及票据	2,421	2,449	2,708	2,880
预付款项	664	702	777	825
存货	5,339	5,549	6,145	6,523
其他流动资产	1,777	1,883	2,048	2,157
流动资产合计	12,588	13,624	15,573	18,312
长期股权投资	256	296	336	376
固定资产	28,874	31,464	33,860	37,092
无形资产	1,767	2,253	2,434	2,523
非流动资产合计	35,426	39,430	40,378	41,164
资产合计	48,014	53,054	55,951	59,476
短期借款	8,169	9,879	10,479	10,479
应付账款及票据	5,032	5,000	5,537	5,878
其他流动负债	4,247	4,410	2,871	3,043
流动负债合计	17,448	19,289	18,887	19,400
长期借款	6,640	7,540	8,090	8,090
其他长期负债	753	652	651	651
非流动负债合计	7,392	8,191	8,741	8,741
负债合计	24,840	27,480	27,628	28,141
股本	2,795	2,795	2,795	2,795
少数股东权益	90	100	111	123
股东权益合计	23,174	25,574	28,323	31,335
负债和股东权益合计	48,014	53,054	55,951	59,476

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	23.66	3.59	10.58	6.36
EBIT 增长率	-0.35	1.98	9.23	8.14
净利润增长率	-4.12	8.15	8.49	9.35
盈利能力 (%)				
毛利率	15.17	14.80	14.69	14.85
净利率	7.06	7.37	7.23	7.44
总资产收益率 ROA	5.85	5.73	5.89	6.06
净资产收益率 ROE	12.17	11.92	11.68	11.55
偿债能力				
流动比率	0.72	0.71	0.82	0.94
速动比率	0.36	0.37	0.44	0.55
现金比率	0.14	0.16	0.21	0.31
资产负债率 (%)	51.74	51.80	49.38	47.32
经营效率				
应收账款周转天数	20.49	20.00	20.00	20.00
存货周转天数	57.77	58.00	58.00	58.00
总资产周转率	0.88	0.82	0.84	0.84
每股指标 (元)				
每股收益	1.01	1.09	1.18	1.29
每股净资产	8.26	9.12	10.10	11.17
每股经营现金流	1.37	2.22	2.27	2.51
每股股利	0.20	0.20	0.22	0.24
估值分析				
PE	11	11	10	9
PB	1.4	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	7.79	7.69	6.75	5.93
股息收益率 (%)	1.75	1.74	1.89	2.07

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	2,817	3,048	3,307	3,616
折旧和摊销	2,112	2,303	2,594	2,849
营运资金变动	-1,754	176	-356	-267
经营活动现金流	3,824	6,204	6,345	7,026
资本开支	-4,682	-6,300	-3,474	-3,565
投资	-1,446	0	0	0
投资活动现金流	-6,121	-6,214	-3,491	-3,581
股权募资	0	0	0	0
债务募资	2,491	2,004	-659	-0
筹资活动现金流	1,803	665	-2,000	-1,413
现金净流量	-490	655	854	2,032

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026