

太阳纸业（002078）

证券研究报告

2023 年 04 月 26 日

边际改善趋势可期

22 年公司收入 397.7 亿，同比增长 23.7%，其中 22Q1-Q4 收入及增速分别为 96.7 亿（yoy+26.5%）、101.9 亿（yoy+24.7%）、97.9 亿（yoy+23.8%）、101.3 亿（yoy+19.9%）。

22 年归母净利润 28.1 亿，同比减少 4.1%，其中 22Q1-Q4 归母净利润及增速分别为 6.7 亿（yoy+39.1%）、9.8 亿（yoy+12.4%）、6.1 亿（yoy+13.4%）、5.4 亿（yoy+235.7%）。

广西基地化学浆投产，产品结构进一步丰富。

分产品看，22 年非涂布文化纸收入 108.6 亿（占总 27.3%），同比增长 23.7%；牛皮箱板纸收入 103.9 亿（占总 26.1%），同比增长 4.7%；溶解浆收入 41.7 亿（占总 10.5%），同比增长 28.1%；化学浆收入 33.6 亿（占总 8.5%），同增 2140.4%，得益于广西基地化学浆项目投产，贡献收入比提升 8pct；铜版纸收入 31.8 亿（占总 8%），同比减少 22.5%；电及蒸汽收入 19.9 亿（占总 5%），同比增长 86.1%；化机浆收入 19.9 亿（占总 5%），同比增长 9.1%。

22 年公司毛利率 15.2%，同比减少 2.2pct，核心产品文化纸毛利率稳中有升。

分产品看，22 年非涂布文化纸毛利率 16.6%，同比增长 1.2pct；牛皮箱板纸毛利率 10.2%，同比减少 5.3pct；溶解浆毛利率 22.7%，同比减少 0.3pct；化学浆毛利率 13.9%，同比增长 20.7pct；铜版纸毛利率 15.1%，同比减少 4.6pct；电及蒸汽毛利率 20.5%，同比增长 2.6pct；化机浆毛利率 20.4%，同比减少 0.8pct。

产能建设稳步推进，三大基地协同发展。

22 年固定资产 288.7 亿，较年初增长 9.8 亿；22 年末在建工程 32.7 亿，较年初增长 29.8 亿，主要系广西南宁 525wt 林浆纸一体化技改及配套产业园项目陆续开工建设，广西基地北海、南宁“双园驱动”逐步构建。

山东基地年产 5wt 特种纸搬迁改造项目、太阳宏河年产 3.4wt 超高强度特种纸项目等技术改造工程顺利落实。老挝基地 22 年溶解浆产线持续提产增效，产能利用率及盈利水平大幅提升；林地建设稳步推进，22 年产出苗木 1923 万株，完成近 8700 公顷造林面积。

费用控制有效，研发投入加强。

22 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别 0.4%/2.6%/2%/2.1%，其中销售/管理费用率同比基本持平，财务费用率提升 0.3pct，主要系汇兑损失增加；研发费用率提升 0.3pct，费用投入 7.8 亿，同比+45%，主要系公司持续推进生物质、高性能植物纤维等新材料研发，以及医疗水洗纸、水转印纸等差异化新品开发项目。

管理精细化，降本增效稳步推进。

生产端，在产品质量稳定的前提下降低成本、提升产量。销售端，紧跟市场的变化，加快降低库存、保证回收款。原料供应端，做好重点客户的管理，进一步减少中间环节；进一步压缩库存，合理平衡国产和进口原材料的库存。物流端，统筹做好三大基地的供应链运力保障，充分发挥各项比较优势，继续加强费用管理，深度挖掘降低成本。

盈利预测与估值：公司作为国内林浆纸一体化造纸龙头，产品矩阵丰富，主要产品市占率领先；新品研发及原料替代方面不断突破，技术壁垒有望持续增强；产能方面山东、广西和老挝三大基地协同发展，伴随下游需求修复、产能进一步扩张、成本端浆价稳步回落，预计公司 23-25 年归母净

投资评级

行业	轻工制造/造纸
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	11.39 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,794.68
流通 A 股股本(百万股)	2,743.95
A 股总市值(百万元)	31,831.45
流通 A 股市值(百万元)	31,253.62
每股净资产(元)	8.26
资产负债率(%)	51.74
一年内最高/最低(元)	13.15/9.94

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

尉鹏洁 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521070001
weipengjie@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《太阳纸业-公司点评:文化纸两度提价，需求复苏盈利有望改善》2023-03-01
- 《太阳纸业-首次覆盖报告:龙头成长穿越周期，产业布局巩固优势》2023-02-10
- 《太阳纸业-季报点评:Q3 短期成本端承压，海外浆纸产能持续布局提升竞争力》2018-10-30

利分别为 32.2/36.3/40.7 亿，对应 PE 10x/9x/8x。

风险提示：市场竞争加剧；原材料价格波动；技术和产品创新滞后；项目实施进度或收益不及预期等。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	31,996.64	39,766.93	41,914.37	44,143.08	46,389.63
增长率(%)	48.21	24.28	5.40	5.32	5.09
EBITDA(百万元)	6,277.18	6,786.39	6,566.03	6,853.14	7,438.74
归属母公司净利润(百万元)	2,956.84	2,808.77	3,224.36	3,629.26	4,073.48
增长率(%)	51.39	(5.01)	14.80	12.56	12.24
EPS(元/股)	1.06	1.01	1.15	1.30	1.46
市盈率(P/E)	10.89	11.46	9.98	8.87	7.90
市净率(P/B)	1.72	1.39	1.26	1.12	0.98
市销率(P/S)	1.01	0.81	0.77	0.73	0.69
EV/EBITDA	6.68	6.75	5.82	5.10	3.77

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,467.74	2,386.44	7,477.82	9,180.11	14,445.80
应收票据及应收账款	1,791.55	2,420.97	2,896.26	2,116.35	3,239.23
预付账款	555.27	664.12	674.85	653.22	759.56
存货	3,506.49	5,339.09	4,189.47	5,318.61	4,818.89
其他	1,929.45	1,777.32	2,105.31	1,820.15	2,048.15
流动资产合计	11,250.50	12,587.93	17,343.70	19,088.44	25,311.63
长期股权投资	240.59	255.96	255.96	255.96	255.96
固定资产	27,922.45	28,873.98	26,832.39	24,790.80	22,749.21
在建工程	294.19	3,272.98	3,272.98	3,272.98	3,272.98
无形资产	1,274.06	1,766.76	1,720.99	1,675.23	1,629.47
其他	1,755.67	1,256.36	1,384.78	1,377.68	1,291.64
非流动资产合计	31,486.97	35,426.03	33,467.10	31,372.65	29,199.26
资产总计	42,737.47	48,013.96	50,810.80	50,461.09	54,510.89
短期借款	7,697.69	8,169.38	6,535.51	5,228.41	4,182.72
应付票据及应付账款	5,105.36	5,031.85	5,759.19	5,393.26	6,266.73
其他	4,700.32	3,719.05	5,935.23	4,731.85	5,490.95
流动负债合计	17,503.38	16,920.29	18,229.93	15,353.52	15,940.41
长期借款	5,391.39	6,639.70	5,975.73	5,378.15	4,840.34
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	657.14	752.58	865.51	758.41	792.17
非流动负债合计	6,048.53	7,392.28	6,841.24	6,136.57	5,632.51
负债合计	23,923.54	24,840.27	25,071.17	21,490.09	21,572.92
少数股东权益	80.84	89.67	102.98	114.93	129.15
股本	2,687.00	2,794.68	2,794.68	2,794.68	2,794.68
资本公积	2,426.40	3,574.35	3,574.35	3,574.35	3,574.35
留存收益	14,354.43	16,598.36	19,482.94	22,764.85	26,565.29
其他	(734.75)	116.63	(215.32)	(277.81)	(125.50)
股东权益合计	18,813.93	23,173.69	25,739.64	28,971.00	32,937.98
负债和股东权益总计	42,737.47	48,013.96	50,810.80	50,461.09	54,510.89

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	2,966.68	2,817.13	3,224.36	3,629.26	4,073.48
折旧摊销	1,769.01	2,109.25	2,087.35	2,087.35	2,087.35
财务费用	584.81	633.24	690.92	545.13	417.81
投资损失	(42.89)	(21.94)	(27.23)	(20.00)	(15.00)
营运资金变动	(1,165.80)	(1,024.49)	2,768.46	(1,993.32)	971.73
其它	817.58	(689.63)	14.54	12.02	16.16
经营活动现金流	4,929.38	3,823.56	8,758.40	4,260.44	7,551.53
资本支出	7,401.08	6,390.26	(112.93)	107.10	(33.76)
长期投资	36.75	15.37	0.00	0.00	0.00
其他	(14,663.52)	(12,526.57)	145.82	(88.04)	47.50
投资活动现金流	(7,225.69)	(6,120.95)	32.90	19.05	13.74
债权融资	2,384.53	111.08	(3,026.63)	(2,166.10)	(2,177.82)
股权融资	(606.96)	2,107.01	(673.30)	(411.11)	(121.75)
其他	1,018.56	(415.38)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	2,796.13	1,802.71	(3,699.92)	(2,577.21)	(2,299.58)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	499.81	(494.68)	5,091.38	1,702.29	5,265.69

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	31,996.64	39,766.93	41,914.37	44,143.08	46,389.63
营业成本	26,438.08	33,735.40	35,197.36	36,800.00	38,433.88
营业税金及附加	139.35	177.95	191.92	197.30	227.31
销售费用	136.37	152.62	179.98	419.36	272.64
管理费用	813.56	1,032.69	1,140.36	1,156.58	1,298.91
研发费用	538.18	780.67	796.37	882.86	881.40
财务费用	565.34	833.52	690.92	545.13	417.81
资产/信用减值损失	(31.36)	(70.87)	(64.30)	(90.00)	(100.00)
公允价值变动收益	(8.45)	(5.69)	(0.34)	(1.19)	0.91
投资净收益	42.89	21.94	27.23	20.00	15.00
其他	(36.55)	76.08	0.00	0.00	0.00
营业利润	3,399.24	3,032.60	3,680.04	4,070.66	4,773.58
营业外收入	39.45	38.99	48.02	50.00	50.00
营业外支出	59.59	3.65	24.12	29.12	18.96
利润总额	3,379.10	3,067.94	3,703.94	4,091.54	4,804.62
所得税	412.43	250.80	464.71	449.07	715.89
净利润	2,966.68	2,817.13	3,239.24	3,642.47	4,088.73
少数股东损益	9.84	8.37	14.88	13.21	15.25
归属于母公司净利润	2,956.84	2,808.77	3,224.36	3,629.26	4,073.48
每股收益（元）	1.06	1.01	1.15	1.30	1.46

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	48.21%	24.28%	5.40%	5.32%	5.09%
营业利润	46.41%	-10.79%	21.35%	10.61%	17.27%
归属于母公司净利润	51.39%	-5.01%	14.80%	12.56%	12.24%
获利能力					
毛利率	17.37%	15.17%	16.03%	16.63%	17.15%
净利率	9.24%	7.06%	7.69%	8.22%	8.78%
ROE	15.78%	12.17%	12.58%	12.58%	12.42%
ROIC	13.77%	11.92%	10.42%	12.97%	13.98%
偿债能力					
资产负债率	55.98%	51.74%	49.34%	42.59%	39.58%
净负债率	67.47%	63.52%	28.33%	13.70%	-9.28%
流动比率	0.63	0.72	0.95	1.24	1.59
速动比率	0.43	0.42	0.72	0.90	1.29
营运能力					
应收账款周转率	18.54	18.88	15.77	17.61	17.32
存货周转率	9.99	8.99	8.80	9.29	9.15
总资产周转率	0.81	0.88	0.85	0.87	0.88
每股指标（元）					
每股收益	1.06	1.01	1.15	1.30	1.46
每股经营现金流	1.76	1.37	3.13	1.52	2.70
每股净资产	6.70	8.26	9.17	10.33	11.74
估值比率					
市盈率	10.89	11.46	9.98	8.87	7.90
市净率	1.72	1.39	1.26	1.12	0.98
EV/EBITDA	6.68	6.75	5.82	5.10	3.77
EV/EBIT	9.28	9.66	8.54	7.33	5.23

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com