

成本上行导致利润承压，看好公司林浆纸一体化拓展

太阳纸业(002078)

事件概述

公司发布2022年报，2022年公司实现营收397.67亿元，同比+23.66%；归母净利润28.09亿元，同比-4.12%；扣非后归母净利润为27.71亿元，同比-4.59%。现金流方面，经营活动产生的现金流量净额为38.24亿元，比去年同期-21.94%。单季度看，2022年Q1/Q2/Q3/Q4分别实现营收96.67/101.88/97.85/101.26亿元，同比+26.48%/+24.70%/+23.84%/+19.92%；分别实现归母净利润6.75/9.84/6.09/5.41亿元，同比-39.08%/-12.38%/+13.37%/+235.7%。

分析判断：

► 收入端：文化纸和溶解浆增速亮眼

报告期内，公司通过在产品多元化、纤维原料多元化、企业国际化等方面的战略实践，提出并稳步推进“四三三”战略，构建起了山东、广西、老挝“三大基地”。公司共生产、销售纸制品560/557万吨，同比提升4.48%/6.5%。共生产、销售浆183/184万吨，同比增长61.95%/71.96%。分产品看，公司非涂布文化用纸/铜版纸/电及蒸汽/化机浆/溶解浆/生活用纸/淋膜原纸/牛皮箱板纸分别实现营收108.58/31.76/19.95/19.94/41.71/15.32/16.77/103.94亿元，同比分别增长23.74%/-22.5%/86.06%/9.13%/28.13%/78.18%/4.18%/4.71%。

► 利润端：原材料和能源价格上涨，毛利端有所承压

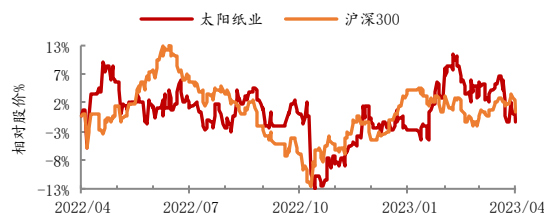
成本方面，公司整体毛利率为15.17%，同比下滑2.21pct，主要系本期大宗材料物资价格波动幅度较大所致。分行业看，公司浆与纸制品的毛利率为14.78%，同比下滑2.26pct。电及蒸汽的毛利率为20.53%，同比增长2.57pct。费用方面，2022年公司的期间费用率为7.04%，同比提升了0.62pct。其中销售/管理/财务费用率分别为0.38%/2.6%/2.1%，同比-0.04%/+0.05%/+0.33pct。财务费用率的提升，主要原因是汇率波动影响，本期汇兑损失同比增加。公司研发费用率同比提升0.28pct至1.96%，主要原因是本期研发力度增加致使费用支出同比增加所致。

► 其他重要财务指标

2022年期末公司持有货币资金23.86亿元人民币，同比下滑31.18%。公司投资活动产生的现金流量净额比去年同期增长14.93%，主要原因是购建固定资产、无形资产和其他长期资产

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	11.52
股票代码：	002078
52周最高价/最低价：	13.15/9.94
总市值(亿)	321.95
自由流通市值(亿)	316.10
自由流通股数(百万)	2,743.95



分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519080002
联系电话：

分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519100001
联系电话：

研究助理：宋妹旺

邮箱：songsw@hx168.com.cn
SAC NO：
联系电话：

相关研究

支付的现金同比减少较多，致使投资活动产生的现金流量净额减少。公司筹资活动产生的现金流量净额比去年同期降低 35.53%，主要原因是筹资活动偿还债务支付的现金及分配股利同比增加幅度高于筹资活动现金流入，致使筹资活动现金流量净额减少。

► 林浆纸一体化，全产业链拓展

山东、广西、老挝“三大基地”构建起了有太阳纸业特色的“林浆纸一体化”系统工程，有效推动了企业在“林浆纸一体化”全产业链上的延伸和拓展，公司的产业链核心竞争力持续提升。根据公司年报未来山东基地将发挥创业基地在管理、人才、创新等方面的优势，不断实现基地更高质量的发展，持续为广西基地和老挝基地的发展当好后盾。老挝基地将逐步扩大在老挝的林地建设面积，短期内实现每年新增 1 万公顷左右的种植计划，并在可预见的未来逐步加大种植力度，有效提升公司生产原料的自给率。同时，公司开始在广西南宁布局新的林浆纸一体化项目，公司将在南宁市投资建设“年产 525 万吨林浆纸一体化技改及配套产业园项目”。

投资建议

近年来，公司加快推进新旧动能转换，实现高质量发展，形成了山东、广西和老挝“三大基地”协同发展的新格局。随着公司自有木浆产能的投放，有效的降低了公司纸制品的用浆成本。我们维持公司 23-24 年的营收预测不变，预计公司 23-24 年营收为 410.75/440.92 亿元，考虑到公司林浆纸一体化持续推进，对公司 2024 年归母净利润的预测有所上调，不过由于股本的提升，23-24 年的 EPS 有所调整，预计 EPS 由 1.14/1.19 元调整至 1.10/1.27 元。预计 2025 年公司将实现营收 467.52 亿元，EPS1.47 元。对应 2023 年 4 月 21 日 11.52 元/股收盘价，PE 分别为 10.47/9.05/7.84 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

1) 文化纸需求大幅下滑。2) 行业新增产能过多导致公司产品价格下降。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	32,159	39,767	41,075	44,092	46,752
YoY (%)	49.0%	23.7%	3.3%	7.3%	6.0%
归母净利润(百万元)	2,929	2,809	3,075	3,558	4,109
YoY (%)	50.0%	-4.1%	9.5%	15.7%	15.5%
毛利率 (%)	17.2%	15.2%	16.4%	16.4%	17.7%
每股收益 (元)	1.11	1.04	1.10	1.27	1.47
ROE	15.7%	12.2%	11.8%	12.0%	12.1%
市盈率	10.38	11.08	10.47	9.05	7.84

资料来源：wind, 华西证券研究所

正文目录

1. 事件概述.....	4
2. 收入端：三大基地共同发展，文化纸和溶解浆增速亮眼.....	4
3. 利润端：原材料和能源价格上涨，毛利端有所承压.....	5
4. 其他重要财务指标.....	6
5. 林浆纸一体化，全产业链拓展.....	6
6. 投资建议.....	7
7. 风险提示.....	7

图表目录

图 1 公司营业收入.....	4
图 2 公司单季度营业收入.....	4
图 3 公司归母净利润.....	6
图 4 公司单季度归母净利润.....	6
图 5 公司毛利率/净利率.....	6
图 6 公司销售/管理/研发/财务费用率.....	6

1. 事件概述

公司发布 2022 年报，2022 年公司实现营收 397.67 亿元，同比+23.66%；归母净利润 28.09 亿元，同比-4.12%；扣非后归母净利为 27.71 亿元，同比-4.59%。现金流方面，经营活动产生的现金流量净额为 38.24 亿元，比去年同期-21.94%，主要原因是公司业务量增加及原料成本增加致使购买商品、接受劳务支付的现金增加高于销售商品提供劳务增加，用工成本增加致使支付给职工以及为职工支付的现金同比增加，支付其他与经营活动有关的现金同比增加，最终使得本期经营活动现金流量净额同比减少。

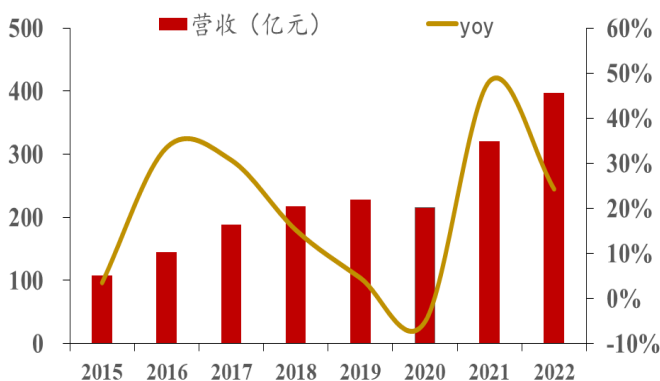
单季度看，2022 年 Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现营收 96.67/101.88/97.85/101.26 亿元，同比 +26.48%/+24.70%/+23.84%/+19.92%；分别实现归母净利润 6.75/9.84/6.09/5.41 亿元，同比-39.08%/-12.38%/+13.37%/+235.7%。

2. 收入端：文化纸和溶解浆增速亮眼

报告期内，公司通过在产品多元化、纤维原料多元化、企业国际化等方面的战略实践，提出并稳步推进“四三三”战略，构建起了山东、广西、老挝“三大基地”。山东基地顺利实施了兴隆分公司搬迁暨年产 5 万吨特种纸搬迁升级改造项目、太阳宏河年产 3.4 万吨超高强度特纸项目、华茂纸业 PM23 搬迁和升级改造项目。老挝基地溶解浆生产线持续做好提产增效工作，产能利用率和产品盈利水平均大幅提升。广西基地南宁园区 525 万吨林浆纸一体化技改及配套产业园（一期）项目也进入全面实施建设阶段。目前企业合并纸、浆总产能已超过一千万吨，主要产品双胶纸、铜版纸、溶解浆、牛皮箱板纸、淋膜原纸等在国内市场拥有较高的市场占有率。

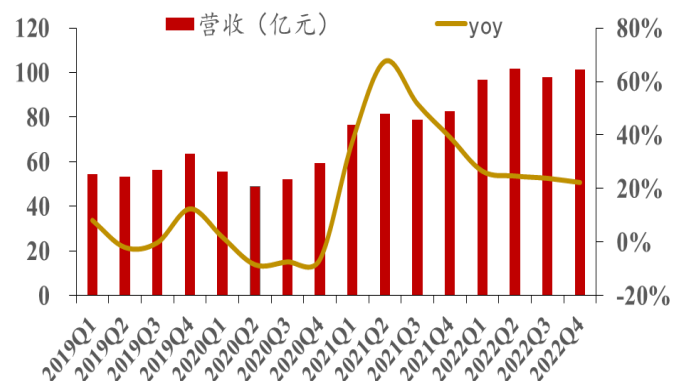
公司的新增产能释放，致使产品销售量增加，销售收入随之增加。报告期内，公司共生产、销售纸制品 560/557 万吨，同比提升 4.48%/6.5%。共生产、销售浆 183/184 万吨，同比增长 61.95%/71.96%。分产品看，公司非涂布文化用纸/铜版纸/电及蒸汽/化机浆/溶解浆/生活用纸/淋膜原纸/牛皮箱板纸分别实现营收 108.58/31.76/19.95/19.94/41.71/15.32/16.77/103.94 亿元，同比分别增长 23.74%/-22.5%/86.06%/9.13%/28.13%/78.18%/4.18%/4.71%。

图 1 公司营业收入



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 2 公司单季度营业收入



资料来源：公司公告，华西证券研究所

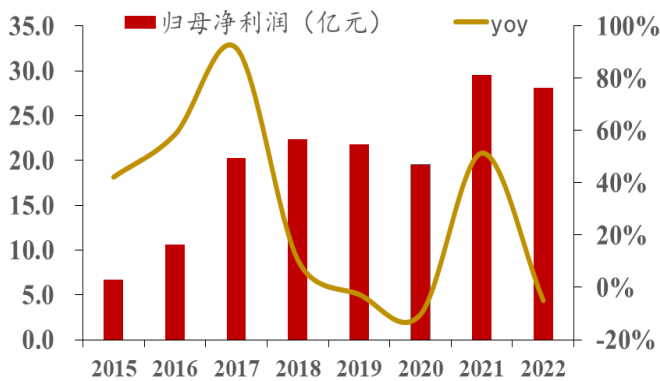
3. 利润端：原材料和能源价格上涨，毛利端有所承压

报告期内，我国造纸业经受了需求收缩、供给冲击、预期转弱等多重压力，叠加原辅材料和能源价格上涨及其他不确定因素的冲击，使得造纸企业成本上升，经济效益大幅下降。

成本方面，公司整体毛利率为 15.17%，同比下滑 2.21pct，主要系本期大宗材料物资价格波动幅度较大所致。分行业看，公司浆与纸制品的毛利率为 14.78%，同比下滑 2.26pct。电及蒸汽的毛利率为 20.53%，同比增长 2.57pct。**费用方面**，2022 年公司的期间费用率为 7.04%，同比提升了 0.62pct。其中销售/管理/财务费用率分别为 0.38%/2.6%/2.1%，同比-0.04/+0.05/+0.33pct。财务费用率的提升，主要原因是汇率波动影响，本期汇兑损失同比增加。公司研发费用率同比提升 0.28pct 至 1.96%，主要原因是本期研发力度增加致使费用支出同比增加所致。

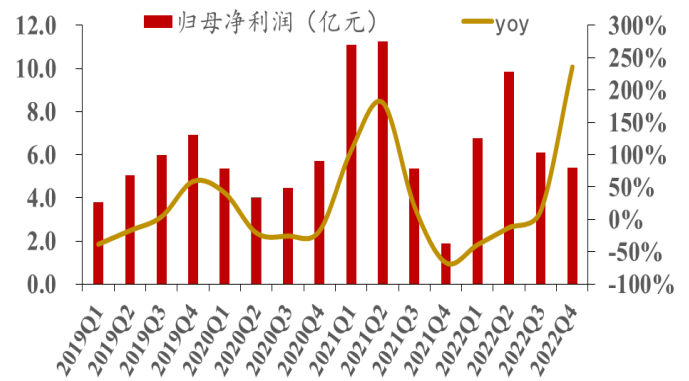
2022 年 Q4，公司毛利率为 13.22%，同比提升 3.33pct，环比下滑 1.28pct。净利率为 5.39%，同比提升了 3.1pct，环比下滑 0.86pct。公司 2022 年 Q4 的期间费用率为 6.73%，同比下滑了 1.14pct，环比下滑了 0.84pct。其中销售费用率为 0.41%，同比下滑 0.13pct。管理费用率为 2.66%，同比下滑 0.63pct。研发费用率为 1.47%，同比下滑 1.45pct。财务费用率为 2.19%，同比增长 1.07pct。

图3 公司归母净利润



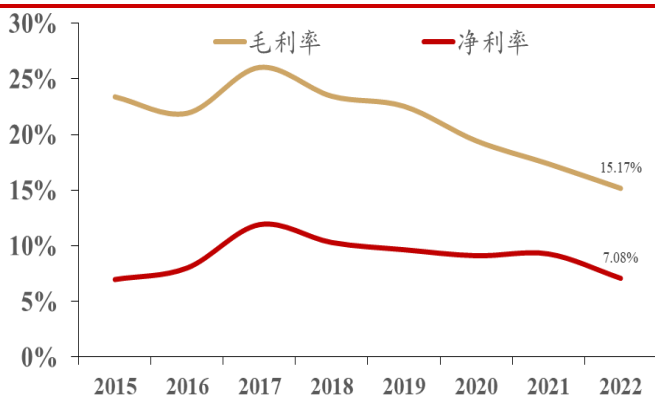
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图4 公司单季度归母净利润



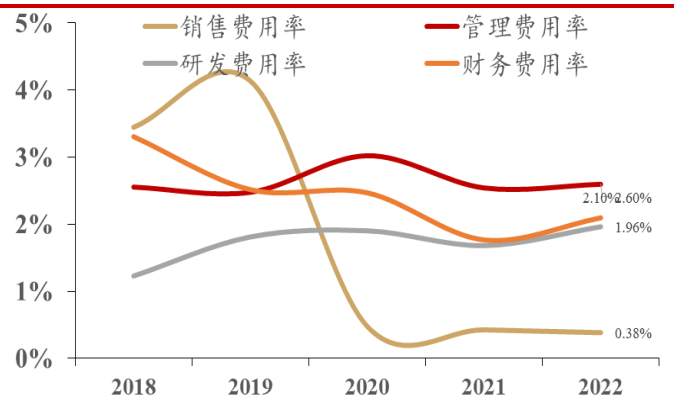
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图5 公司毛利率/净利率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图6 公司销售/管理/研发/财务费用率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

4. 其他重要财务指标

2022 年期末公司持有货币资金 23.86 亿元人民币，同比下滑 31.18%。公司投资活动产生的现金流量净额比去年同期增长 14.93%，主要原因是购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比减少较多，致使投资活动产生的现金流量净额减少。公司筹资活动产生的现金流量净额比去年同期降低 35.53%，主要原因是筹资活动偿还债务支付的现金及分配股利同比增加幅度高于筹资活动现金流入，致使筹资活动现金流量净额减少。

5. 林浆纸一体化，全产业链拓展

在公司“四三三”中长期发展战略的引领下，山东、广西、老挝“三大基地”构建起了有太阳纸业特色的“林浆纸一体化”系统工程，有效推动了企业在“林浆纸一体化”全产业链上的延伸和拓展，公司的产业链核心竞争力持续提升。根据公司年报未来公司将不断对山东基地的兖州园区和邹城园区的各纸、浆生产设施进行优化升级，发挥创业基地在管理、人才、创新等方面的优势，不断实现基地更高质量的发展，

持续为广西基地和老挝基地的发展当好后盾。老挝基地“林浆纸一体化”工程是公司响应国家“一带一路”倡议实施的重点战略项目，目前，老挝基地已经形成 150 万吨的浆、纸年生产能力，公司还将逐步扩大在老挝的林地建设面积，短期内实现每年新增 1 万公顷左右的种植计划，并在可预见的未来逐步加大种植力度，有效提升公司生产原料的自给率。广西基地北海园区在建项目均实现了顺利竣工试产，原投产项目顺利实现了达产和稳产，园区的办公区、生产区及住宿接待区实现了稳定的协调运作，整个园区的纸、浆项目的运行效率提升到了新的水平。同时，公司开始在广西南宁布局新的林浆纸一体化项目，公司将在南宁市投资建设“年产 525 万吨林浆纸一体化技改及配套产业园项目”。

6. 投资建议

近年来，公司加快推进新旧动能转换，实现高质量发展，形成了山东、广西和老挝“三大基地”协同发展的新格局。随着公司自有木浆产能的投放，有效的降低了公司纸制品的用浆成本。我们维持公司 23-24 年的营收预测不变，预计公司 23-24 年营收为 410.75/440.92 亿元，考虑到公司林浆纸一体化持续推进，对公司 2024 年归母净利润的预测有所上调，不过由于股本的提升，23-24 年的 EPS 有所调整，预计 EPS 由 1.14/1.19 元调整至 1.10/1.27 元。预计 2025 年公司将实现营收 467.52 亿元，EPS1.47 元。对应 2023 年 4 月 21 日 11.52 元/股收盘价，PE 分别为 10.47/9.05/7.84 倍，维持公司“买入”评级。

7. 风险提示

- 1) 文化纸需求大幅下滑。
- 2) 行业新增产能过多导致公司产品价格下降。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	39,767	41,075	44,092	46,752	净利润	2,817	3,084	3,569	4,122
YoY (%)	23.7%	3.3%	7.3%	6.0%	折旧和摊销	2,112	2,350	2,709	2,548
营业成本	33,735	34,335	36,848	38,467	营运资金变动	-1,754	1,365	205	38
营业税金及附加	178	185	197	209	经营活动现金流	3,824	7,683	7,395	7,736
销售费用	153	164	150	196	资本开支	-4,682	-569	-4,643	74
管理费用	1,033	1,072	1,111	1,216	投资	-1,446	-4	-4	-4
财务费用	834	936	851	868	投资活动现金流	-6,121	-553	-4,618	79
研发费用	781	830	864	940	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-55	0	0	0	债务募资	2,491	1,248	1,248	1,248
投资收益	22	21	29	9	筹资活动现金流	1,803	313	250	188
营业利润	3,033	3,619	4,174	4,919	现金净流量	-490	7,443	3,027	8,002
营业外收支	35	27	44	17					
利润总额	3,068	3,646	4,218	4,936	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	251	561	650	814	成长能力 (%)				
净利润	2,817	3,084	3,569	4,122	营业收入增长率	23.7%	3.3%	7.3%	6.0%
归属于母公司净利润	2,809	3,075	3,558	4,109	净利润增长率	-4.1%	9.5%	15.7%	15.5%
YoY (%)	-4.1%	9.5%	15.7%	15.5%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.04	1.10	1.27	1.47	毛利率	15.2%	16.4%	16.4%	17.7%
					净利率	7.1%	7.5%	8.1%	8.8%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	5.8%	5.7%	6.1%	6.4%
货币资金	2,386	9,830	12,856	20,858	净资产收益率 ROE	12.2%	11.8%	12.0%	12.1%
预付款项	664	690	740	770	偿债能力 (%)				
存货	5,339	5,177	5,530	5,835	流动比率	0.72	1.07	1.21	1.62
其他流动资产	4,198	4,272	4,007	3,939	速动比率	0.38	0.75	0.88	1.28
流动资产合计	12,588	19,969	23,134	31,402	现金比率	0.14	0.52	0.67	1.08
长期股权投资	256	256	256	256	资产负债率	51.7%	51.1%	49.3%	47.3%
固定资产	28,874	27,065	28,396	25,887	经营效率 (%)				
无形资产	1,767	1,942	2,117	2,292	总资产周转率	0.83	0.77	0.75	0.73
非流动资产合计	35,426	33,676	35,667	33,069	每股指标 (元)				
资产合计	48,014	53,645	58,801	64,471	每股收益	1.04	1.10	1.27	1.47
短期借款	8,169	8,169	8,169	8,169	每股净资产	8.26	9.36	10.63	12.10
应付账款及票据	5,032	5,703	6,069	6,254	每股经营现金流	1.37	2.75	2.65	2.77
其他流动负债	4,247	4,874	4,847	4,962	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	17,448	18,746	19,085	19,385	估值分析				
长期借款	6,640	7,888	9,136	10,385	PE	11.08	10.47	9.05	7.84
其他长期负债	753	753	753	753	PB	1.39	1.23	1.08	0.95
非流动负债合计	7,392	8,641	9,889	11,137					
负债合计	24,840	27,387	28,974	30,523					
股本	2,795	2,795	2,795	2,795					
少数股东权益	90	99	110	123					
股东权益合计	23,174	26,258	29,827	33,948					
负债和股东权益合计	48,014	53,645	58,801	64,471					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，10年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，8年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

宋姝旺：轻工行业助理分析师。2021年7月加入华西证券，悉尼大学金融学硕士，阿德莱德大学会计学学士。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。