

太阳纸业(002078)

报告日期: 2023年04月22日

22A 收入亮眼、业绩优异，林浆纸一体化构筑长期优势

——太阳纸业点评报告

投资要点

基本事件

4月21日，公司公告2022年业绩。全年收入397.67亿元（同比+23.66%），归母净利润28.09亿元（同比-4.12%），扣非归母净利润27.71亿元（同比-4.59%）。22Q4收入101.26亿元（同比+19.92%），归母净利润5.41亿元（同比+235.70%），扣非归母净利润5.36亿元（同比+154.34%），业绩表现优异。

22A 收入增长亮眼，业绩表现优异

22A公司纸制品销量557万吨（+6.50%），产量560万吨（+4.48%），浆销量184万吨（+71.96%），产量183万吨（+61.95%）。22A箱板纸/铜版纸/双胶纸/溶解浆/阔叶浆市场均价分别为4726/5556/6239/8383/6334元/吨，同比-6.24%/ -7.86%/+3.66%/+10.73%/+25.68%。分产品看，22年公司文化纸/铜版纸/牛皮箱板纸/溶解浆/化机浆/化学浆营收108.58/31.76/103.94/41.71/19.94/33.60亿元，同比分别+23.74%/-22.50%/+4.71%/+28.13%/+9.13%/+2140.36%，毛利率16.56%/15.12%/10.22%/22.69%/20.40%/13.88%，同比分别+1.24pct/-4.61pct/-5.26pct/-0.28pct/-0.76pct/+20.68pct。22年浆价高位企稳，我们判断公司外售溶解浆、化学浆等贡献较大利润。

23 年展望：溶解浆企稳向好，文化纸盈利改善，箱板纸底部回暖可期

1) 溶解浆：23Q1价格弱整理，木片价格走跌盈利企稳。23Q1溶解浆均价7286元/吨（环比-11.45%），Q2下游粘胶短纤市场开工或有提振，有望带动采浆需求，外购木片价格震荡下行且老挝溶解浆木片部分自给（低于外购木片成本），溶解浆吨盈利有望企稳。

2) 文化纸：23Q1浆价下行&温和提价，盈利中枢上移可期。23Q1文化纸均价6694元/吨（环比+0.47%），主要系党建、教辅教材资料需求提升温和提价落地。成本端，23Q1针叶浆、阔叶浆现货均价7068、5937元/吨，环比-5.27%、-10.75%，预计Q2供给端新增产能冲击，浆价持续震荡下行，公司铜版纸、双胶纸吨盈利空间有望提升。

3) 箱板纸：23Q1纸价下探磨底，H2有望旺季提涨、盈利逐渐修复。23Q1箱板纸国内均价4262元/吨（环比-4.83%），主要系行业龙头停机压价、终端需求较为平淡。23Q1国废均价1668元/吨（环比-15.29%），国废价格跌幅大于纸价，H2传统旺季支撑纸价，吨盈利有望底部向上。公司老挝基地牛皮箱板纸原材料价格走跌，23Q1美废价格211美元/吨，同比-40.18%，环比-0.38%，外废&海运费回落，吨盈利逐渐修复。

费用管控良好，经营现金流健康

(1) 利润率：22年公司实现毛利率15.17%（同比-2.20pct），实现净利率7.08%（同比-2.19pct）。22Q4毛利率13.22%（环比-1.28pct），净利率5.34%（环比-0.88pct）。

(2) 期间费用率：22年期间费用率为7.04%（同比+0.62pct）。其中销售费用率为0.38%（同比-0.04pct），管理与研发费用率为4.56%（同比+0.34pct），财务费用率为2.10%（同比+0.33pct），同比有所上升主要系汇率波动影响，汇兑损失同比增加。

(3) 营运效率及现金流：22年公司资本开支47.12亿元（较上年同期减少-25.37亿元）。公司应收账款及票据24.21亿元（较上年同期增加6.29亿元），收款周转天数减少0.91天至18.19天，应付账款及应付票据50.32亿元（较上年同期减少0.74亿元）；存货53.39亿元（较上年同期增加18.33亿元），存货周转天数较同期增加3.6天至47.2天，主要系产能增加、原材料备库增加所致。现金流方面，22年经营性现金流净额为38.24亿元，较上年同期减少11.06亿元。

投资评级：买入(维持)

分析师: 史凡可
 执业证书号: S1230520080008
 shifanke@stocke.com.cn

分析师: 马莉
 执业证书号: S1230520070002
 mali@stocke.com.cn

分析师: 傅嘉成
 执业证书号: S1230521090001
 fujiacheng@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥11.52
总市值(百万元)	32,194.76
总股本(百万股)	2,794.68

股票走势图



相关报告

- 《22Q4 业绩表现优异，林浆纸一体化优势突出》2023.03.01
- 《溶解浆高位略回落，全年经营韧性较强——太阳纸业点评报告》2022.10.30
- 《林浆纸一体化优势显现，Q2 业绩超预期——太阳纸业点评报告》2022.08.28

□ 产能不断拓张，加速推进南宁基地建设

2022年浆、纸合计产能已突破1000万吨，浆产能435万吨（化机浆140万吨、化学浆105万吨、本色浆20万吨、溶解浆80万吨、新型纤维原料50万吨、废纸浆40万吨），造纸产能达到609万吨（文化纸210万吨、铜版纸80万吨、生活纸39万吨、淋膜原纸30万吨、牛皮箱板纸240万吨，特种纸10万吨）。广西北海搬迁的35万吨PM3纸机、10万吨生活用纸于23年初顺利投产。未来重点建设南宁林浆纸一体化项目，南宁审批一期项目预计建设220万吨高端包装纸生产线，预计一期100万吨箱板纸产线和50万吨配套本色浆线将于23Q3投产，随着项目建成，公司产品布局更加完善，规模化优势将进一步显现。

□ 林浆纸一体化布局，三大基地协同发展

公司山东、广西、老挝三个基地各有优势。山东浆纸产能综合调配，多元化产品结构；广西基地税收优惠政策、能源成本享有比较优势，北海基地临近港口便于原料进口，南宁林业资源丰富、运输半径较广；老挝自产木片成本优势显著，预计种植面积不断扩大，木片、浆供给量持续提升；公司三大基地协同发展，产品结构多元化、浆纸灵活调配能力突出，在上游原料布局方面领先同行。

下游景气度波动，原材料价格波动，纸价涨幅不及预期。

□ 投资建议

预计公司23-25年分别实现营收410.91/455.54/475.60亿元，同比+3.33%/+10.86%/+4.40%；归母净利润29.98/36.78/39.93亿元，同比+6.73%/+22.70%/+8.55%，对应PE分别为11X/9X/8X，维持买入评级。

□ 风险提示

下游景气度波动，原材料价格波动，纸价涨幅不及预期。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	39,767	41,091	45,554	47,560
(+/-) (%)	23.66%	3.33%	10.86%	4.40%
归母净利润	2,809	2,998	3,678	3,993
(+/-) (%)	-4.12%	6.73%	22.70%	8.55%
每股收益(元)	1.01	1.07	1.32	1.43
P/E	11.46	10.74	8.75	8.06

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值
资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	12,588	11,434	14,373	12,018
现金	2,386	4,278	1,372	4,304
交易性金融资产	4	4	4	4
应收账款	2,421	3,537	4,968	3,666
其它应收款	79	128	142	123
预付账款	664	709	783	801
存货	5,339	2,519	6,844	2,861
其他	1,694	260	260	260
非流动资产	35,426	39,811	43,659	47,460
金额资产类	130	130	130	130
长期投资	256	341	387	436
固定资产	28,874	32,765	36,029	38,431
无形资产	1,767	2,356	2,800	3,308
在建工程	3,273	3,059	3,132	3,958
其他	1,127	1,160	1,180	1,197
资产总计	48,014	51,245	58,032	59,478
流动负债	17,448	17,669	20,764	18,202
短期借款	8,169	8,372	8,574	8,867
应付款项	5,032	3,963	7,077	4,148
预收账款	0	0	0	0
其他	4,247	5,334	5,113	5,187
非流动负债	7,392	7,392	7,392	7,392
长期借款	6,640	6,640	6,640	6,640
其他	753	753	753	753
负债合计	24,840	25,061	28,156	25,594
少数股东权益	90	104	117	132
归属母公司股东权	23,084	26,080	29,759	33,751
负债和股东权益	48,014	51,245	58,032	59,478

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3,824	8,319	3,589	9,172
净利润	2,817	3,012	3,692	4,008
折旧摊销	2,112	1,850	2,451	2,308
财务费用	633	414	424	436
投资损失	(22)	(37)	(42)	(37)
营运资金变动	(1,754)	3,064	(2,952)	2,433
其它	37	17	18	24
投资活动现金流	(6,121)	(6,215)	(6,274)	(6,096)
资本支出	(4,682)	(6,143)	(6,254)	(6,067)
长期投资	(15)	(109)	(63)	(67)
其他	(1,423)	37	42	37
筹资活动现金流	1,803	(212)	(221)	(144)
短期借款	472	202	202	292
长期借款	1,248	0	0	0
其他	83	(415)	(424)	(436)
现金净增加额	(490)	1,892	(2,906)	2,932

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	39,767	41,091	45,554	47,560
营业成本	33,735	35,226	38,703	40,037
营业税金及附加	178	188	203	214
营业费用	153	164	251	262
管理费用	1,033	1,013	1,139	1,284
研发费用	781	781	888	951
财务费用	834	342	295	395
资产减值损失	(55)	(9)	(12)	(16)
公允价值变动损益	(6)	0	0	0
投资净收益	22	37	42	37
其他经营收益	41	47	47	51
营业利润	3,033	3,444	4,147	4,481
营业外收支	35	0	0	0
利润总额	3,068	3,444	4,147	4,481
所得税	251	432	455	474
净利润	2,817	3,012	3,692	4,008
少数股东损益	8	14	13	15
归属母公司净利润	2,809	2,998	3,678	3,993
EBITDA	5,997	5,616	6,869	7,171
EPS (最新摊薄)	1.01	1.07	1.32	1.43

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	23.66%	3.33%	10.86%	4.40%
营业利润	-9.96%	13.56%	20.42%	8.06%
归属母公司净利润	-4.12%	6.73%	22.70%	8.55%
获利能力				
毛利率	15.17%	14.27%	15.04%	15.82%
净利率	7.06%	7.30%	8.07%	8.40%
ROE	12.17%	11.49%	12.36%	11.83%
ROIC	8.85%	7.57%	8.30%	8.41%
偿债能力				
资产负债率	51.74%	48.90%	48.52%	43.03%
净负债比率	107.19%	95.71%	94.24%	75.54%
流动比率	0.72	0.65	0.69	0.66
速动比率	0.36	0.45	0.31	0.44
营运能力				
总资产周转率	0.88	0.83	0.83	0.81
应收账款周转率	19.79	21.34	19.97	20.34
应付账款周转率	8.65	9.85	8.93	9.12
每股指标(元)				
每股收益	1.01	1.07	1.32	1.43
每股经营现金	1.37	2.98	1.28	3.28
每股净资产	8.26	9.33	10.65	12.08
估值比率				
P/E	11.46	10.74	8.75	8.06
P/B	1.39	1.23	1.08	0.95
EV/EBITDA	7.83	8.06	7.04	6.37

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>