

太阳纸业 (002078.SZ) 2022 收入稳健增长，看好浆价下行下的盈利修复

2023 年 04 月 24 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

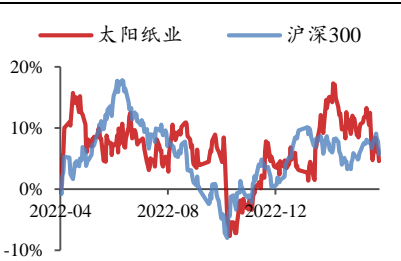
zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

日期	2023/4/21
当前股价(元)	11.52
一年最高最低(元)	13.15/9.94
总市值(亿元)	321.95
流通市值(亿元)	316.10
总股本(亿股)	27.95
流通股本(亿股)	27.44
近 3 个月换手率(%)	37.48

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《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

《成本上涨致盈利承压，看好提价预期下盈利修复——公司信息更新报告》-2022.4.29

● 成本承压因素有望逐步释放，看好 2023 盈利修复，维持“买入”评级

2022 公司营收 397.67 亿元 (+23.66%)，归母净利润 28.09 亿元 (-4.12%)，扣非归母净利润 27.71 亿元 (-4.59%)。2022Q4 营收 101.26 亿元 (+19.92%)，归母净利润 5.4 亿元 (+235.70%)，扣非归母净利润 5.36 亿元 (+154.34%)。考虑纸浆下行释放成本压力，我们上调 2023-2024 并新增 2025 盈利预测，预计 2023-2025 归母净利润为 32.08/37.14/42.20 亿元 (2023-2024 原 30.33/31.90 亿元)，对应 EPS 1.15/1.33/1.51 元，当前股价对应 PE 为 10.0/8.7/7.6 倍。看好公司 2023 年纸浆成本下行下的业绩稳定增长，维持“买入”评级。

● 抗周期波动较强，主业盈利稳健

分产品看非涂布文化纸/铜版纸/生活用纸/淋膜原纸收入分别为 108.58/31.76/15.32/16.77 亿元，同比+23.74%/-22.50%/+78.18%/+4.18% (铜版纸收入下滑明显判断系疫情影响，社会宣传订单需求下滑所致)；牛皮箱板纸/瓦楞原纸收入分别为 103.94/0.95 亿元，同比+4.71%/+142.34%。化机浆/溶解浆/化学浆收入分别为 19.94/41.71/33.60 亿元，同比+9.13%/+28.13%/+2140.36%。木浆系非涂布文化纸/铜版纸/生活用纸/淋膜原纸毛利率分别为 16.56%/15.12%/9.07%/12.27%，同比+1.24pct/-4.16pct/+5.58pct/-10.04pct。废纸系牛皮箱板纸毛利率为 10.22%，同比-5.26pct。

● 成本上涨拖累毛利，控费优异托底盈利

整体盈利及费用：2022 毛利率 15.17% (-2.21pct)。2022 期间费率 5.08% (+0.34pct)，具体管理费率 2.60% (+0.05pct)、销售费率 0.38% (-0.04pct)、财务费率 2.10% (+0.33pct) (系汇率波动影响，汇兑损失同比增加)。综合作用下 2022 净利率 7.08% (-2.19pct)。2022 经营性现金流净额 38.24 亿元，同比-21.94%，系动销增加及原材料成本增加带来的现金购买支出增幅明显同时用工成本同比提升。

● 风险提示：需求恢复不及预期，原材料价格波动，公司产能不及预期。

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	-4.1	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)	10.9	11.5	10.0	8.7	7.6
P/B(倍)	1.7	1.4	1.3	1.1	1.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、抗周期波动较强，主业稳健增长	3
2、用浆成本居高不下，2022 盈利水平承压.....	4
3、运营情况：现金流有所下滑，应收账款周转率提升&存货周转率下降.....	5
4、盈利预测与投资建议	6
5、风险提示	6
附：财务预测摘要	7

图表目录

图 1：2022 年公司营业收入同比增长 23.66%	3
图 2：2022 年公司归母净利润同比下降 4.12%	3
图 3：2022Q4 公司营业收入同比增长 19.92%	4
图 4：2022Q4 归母净利润同比增长 235.70%	4
图 5：2022 年公司毛利率同比下降 2.21pct.....	4
图 6：2022Q4 公司毛利率单季度同比增长 3.33pct.....	4
图 7：2022 年应收票据及应收账款周转率提升 0.95 次.....	5
图 8：2022 年存货周转率同比下降 1.63 次.....	5
表 1：2022 年公司经营性现金流净额有所下滑.....	5

1、抗周期波动较强，主业稳健增长

2022 年公司实现营业收入 397.67 亿元 (+23.66%)，归母净利润 28.09 亿元 (-4.12%)，扣非归母净利润 27.71 亿元 (-4.59%)。收入实现较快增长，盈利能力有所下滑。其中收入端的增长源于新产能的逐步释放；利润端的下降受到行业需求疲软叠加原辅材料和能源价格上涨推高成本。

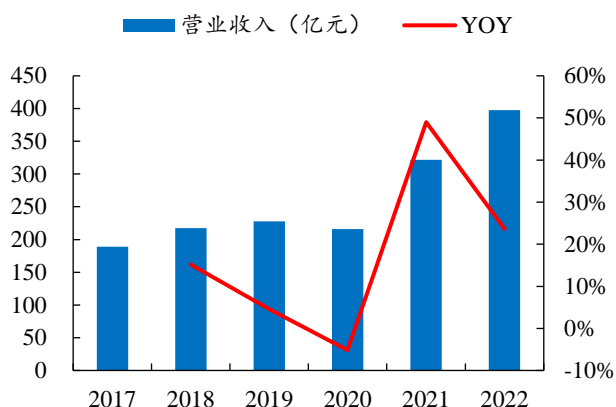
分季度看，2022Q4 单季度，公司实现营收 101.26 亿元 (同比+19.92%，环比+3.48%)，归母净利润 5.4 亿元 (同比+235.70%，环比-11.14%)，扣非归母净利润 5.36 亿元 (同比+154.34%，环比-10.11%)。

从销量上来看，公司 2022 年纸制品销售量 557 万吨 (+6.50%)，浆销售量 184 万吨 (+71.96%)，受益于新产能的释放，公司浆销售量增长明显。

分产品看文化纸和溶解浆增速靓丽。2022 年铜版纸收入占比由 12.74%降低至 7.99%；牛皮箱板纸和化机浆收入增速慢于整体，收入占比分别由 30.86%下降至 26.14%、5.68%下降至 5.01%；非涂布文化用纸和溶解浆增速与整体基本持平，收入占比分别由 27.29%/10.12%略增至 27.30%/10.49%；生活用纸收入增长快速，收入占比由 2.67%增至 3.85%。

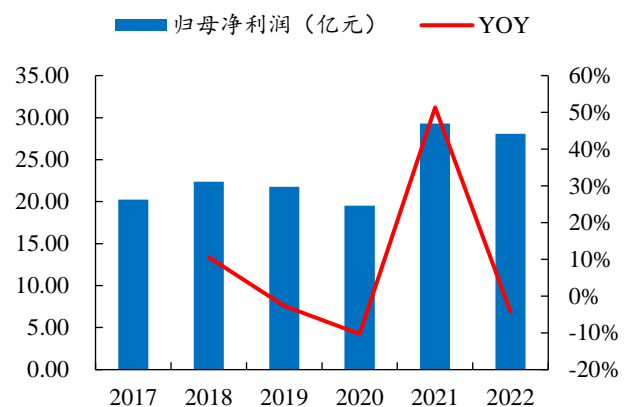
- (1) 非涂布文化用纸：2022 年收入 108.58 亿元 (+23.74%)。
- (2) 溶解浆：2022 年收入 41.71 亿元 (+28.13%)。
- (3) 铜版纸：2022 年收入 31.76 亿元 (-22.50%)。
- (4) 牛皮箱板纸：2022 年收入 103.94 亿元 (+4.71%)。
- (5) 化机浆：2022 年收入 19.94 亿元 (+9.13%)。
- (6) 生活用纸：2022 年收入 15.32 亿元 (+78.18%)。

图1：2022 年公司营业收入同比增长 23.66%

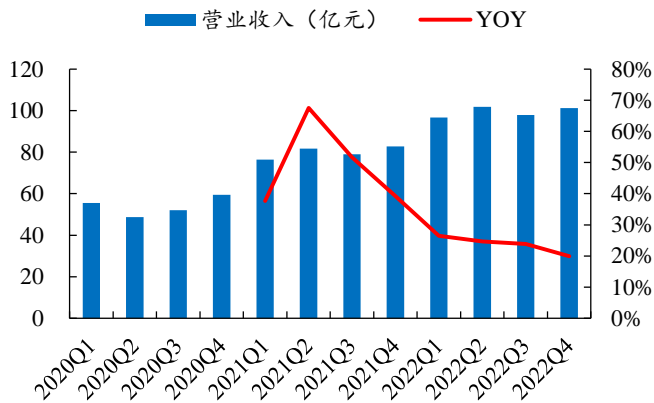


数据来源：公司公告、开源证券研究所

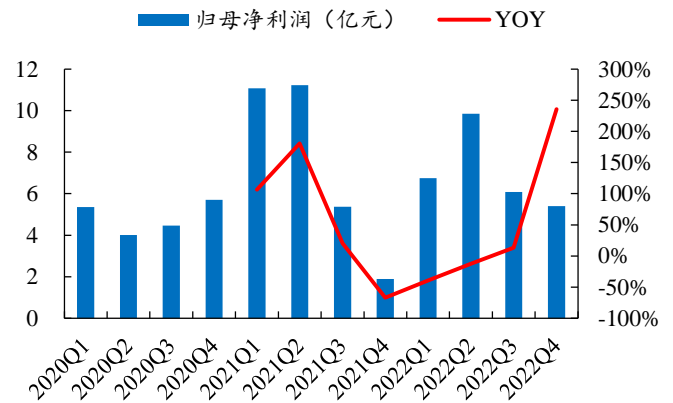
图2：2022 年公司归母净利润同比下降 4.12%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2022Q4 公司营业收入同比增长 19.92%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：2022Q4 归母净利润同比增长 235.70%


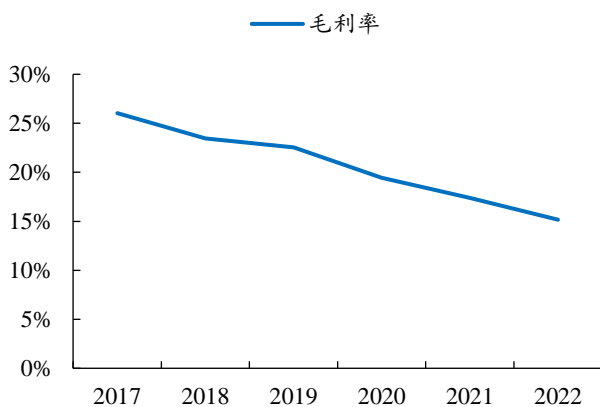
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、用浆成本居高不下，2022 盈利水平承压

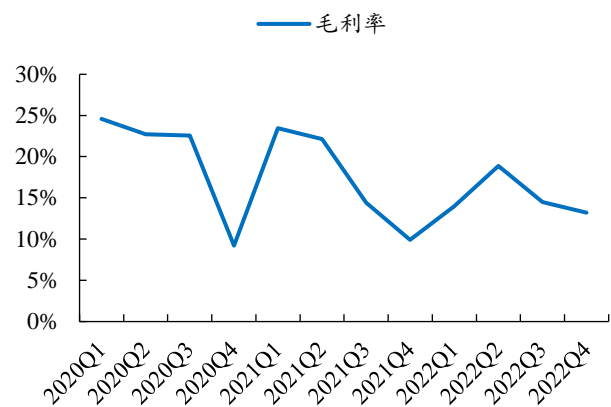
2022 年公司整体毛利率为 15.17% (-2.21pct)。其中 2022Q4，公司毛利率 13.22% (同比+3.33pct，环比-1.28pct)。2022 年公司毛利率有所下降主要由于 2022 年公司用浆成本攀升，同时能源、辅助材料价格上涨提高生产成本。

分产品看：

- (1) 非涂布文化用纸：2022 年毛利率 16.56%，同比上升 1.24pct。
- (2) 溶解浆：2022 年毛利率 22.69%，同比下降 0.28pct。
- (3) 铜版纸：2022 年毛利率 15.12%，同比下降 4.61pct。
- (4) 牛皮箱板纸：2022 年毛利率 10.22%，同比下降 5.26pct。
- (5) 化机浆：2022 年毛利率 20.40%，同比下降 0.76pct。
- (6) 生活用纸：2022 年毛利率 9.07%，同比下降 5.58pct。

图5：2022 年公司毛利率同比下降 2.21pct


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：2022Q4 公司毛利率单季度同比增长 3.33pct


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2022 年公司期间费用率同比上升 0.34pct 至 5.08%。

- (1) 销售费用率：2022 年同比下降 0.04pct 至 0.38%，
- (2) 管理费用率：2022 年同比上升 0.05pct 至 2.60%。
- (3) 研发费用率：2022 年同比上升 0.28pct 至 1.96%。
- (4) 财务费用率：2022 年同比上升 0.33pct 至 2.10%。

综合影响下，2022 年公司净利率为 7.08% (-2.19pct)，扣非净利率为 6.97% (-2.15pct)。其中，2022Q4 净利率为 5.39% (+3.10pct)。

3、运营情况：现金流有所下滑，应收账款周转率提升&存货周转率下降

2022 年经营性现金流净额 38.24 亿元，同比-21.94%，主要系 2022 年动销增加及原材料成本增加带来的现金购买支出增幅明显同时用工成本同比提升。

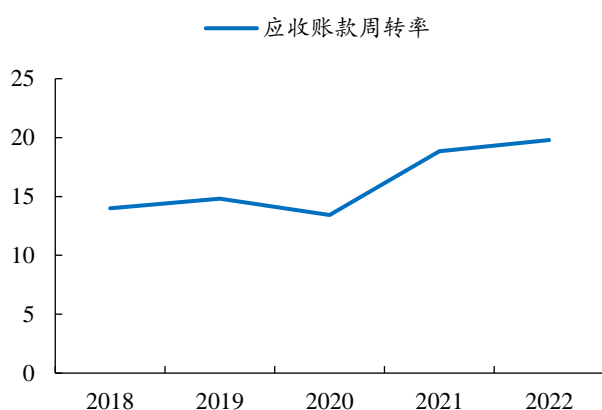
表1：2022 年公司经营性现金流净额有所下滑

	2021	2022	同比
经营性现金流净额（单位：亿元）	48.98	38.24	-21.94%
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	359.79	449.78	25.01%
经营活动现金流入小计（单位：亿元）	361.14	459.82	27.32%
经营活动现金流出小计（单位：亿元）	311.84	421.58	35.19%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

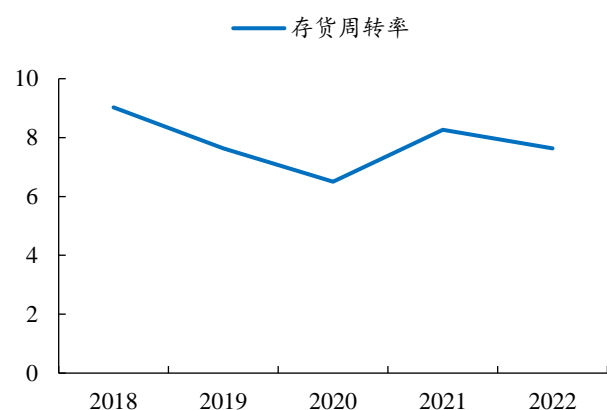
应收票据及应收账款周转率有所提升，存货周转率有所下降。2022 年公司应收票据及应收账款周转率分别为 19.79 次，同比提升 0.95 次。2022 年存货周转率为 7.63 次，同比降低 1.63 次。

图7：2022 年应收票据及应收账款周转率提升 0.95 次



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：2022 年存货周转率同比下降 1.63 次



数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

2022 公司营收 397.67 亿元 (+23.66%)，归母净利 28.09 亿元 (-4.12%)，扣非归母净利 27.71 亿元 (-4.59%)。2022Q4 营收 101.26 亿元 (+19.92%)，归母净利 5.4 亿元 (+235.70%)，扣非归母净利 5.36 亿元 (+154.34%)。考虑纸浆下行释放成本压力，我们上调 2023-2024 并新增 2025 盈利预测，预计 2023-2025 归母净利润为 32.08/37.14/42.20 亿元(2023-2024 原 30.33/31.90 亿元)，对应 EPS 1.15/1.33/1.51 元，当前股价对应 PE 为 10.0/8.7/7.6 倍。看好公司 2023 年纸浆成本下行下的业绩稳定增长，维持“买入”评级。

5、风险提示

需求恢复不及预期，原材料价格波动，公司产能不及预期。

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	-4.1	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	10.9	11.5	10.0	8.7	7.6
P/B	1.7	1.4	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	7.8	7.9	6.9	6.3	5.0

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