

# 太阳纸业 (002078)

## 2022 年中报点评: 业绩超市场预期, Q2 盈利能力提升明显

买入 (维持)

2022 年 08 月 29 日

证券分析师 张潇

执业证书: S0600521050003

yjs\_zhangxiao@dwzq.com.cn

证券分析师 邹文婕

执业证书: S0600521060001

zouwj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	31,997	35,634	39,257	42,428
同比	48%	11%	10%	8%
归属母公司净利润 (百万元)	2,957	3,406	3,750	4,100
同比	51%	15%	10%	9%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.10	1.27	1.40	1.53
P/E (现价&最新股本摊薄)	10.59	9.19	8.35	7.63

### 投资要点

- 2022Q2 业绩超市场预期。**2022H1 公司实现营业收入 198.55 亿元, 同比+25.56%; 归母净利润 16.59 亿元, 同比-25.64%。其中, 2022Q2 营业收入 101.88 亿元, 同比+24.7%; 归母净利润 9.84 亿元, 同比-12.38%, 环比+45.8%。
- 产能增长及溶解浆价格上行驱动收入增长。**分产品看, 2022H1 双胶纸/铜版纸/箱板纸/淋膜原纸/生活用纸/其他纸/溶解浆/化机浆/化学浆/电及蒸汽收入分别为 38.5/17.2/56.9/7.4/7.0/11.5/25.9/9.1/13.8/9.1 亿元, 同比分别 +12.7%/-23.9%/+31.7%/-16.4%/+101.5%/-8.3%/+41.5%/-2.7%/+60471%/+106%。2021H1 收入增长主要由广西基地浆纸产能落地投产及溶解浆价格上行共同驱动。
- 2022Q2 浆类产品贡献较强利润弹性, 盈利能力环比提升显著。**毛利率方面, 2022Q2 毛利率环比提升 4.91pp。2022H1 公司毛利率同比-6.27pp 至 16.49%, 其中 2022Q1/Q2 毛利率分别为 13.97%/18.88%。分产品来看, 2022H1 双胶纸/铜版纸/箱板纸/淋膜原纸/生活用纸/其他纸/溶解浆/化机浆/化学浆毛利率分别为 15.22%/15.29%/12.2%/15.6% /14.04%/23.7%/21.5%/28.98%/17.55%, 同比分别 -7.88pp/-15.93pp/-4.31pp /-11.78pp/-2.9pp/-7.41pp/-1.99pp/+14.71pp/+3.74pp。2022Q2 纸浆价格进一步上行, 成品纸需求恢复情况一般顺价能力受限, 盈利能力仍有承压; 浆类产品如化机浆、化学浆、溶解浆毛利率上行明显。其中溶解浆价格处于高位贡献较强利润弹性, 2022Q2 溶解浆内盘均价约 8700 元, 环比 2022Q1+20%。**期间费用方面**, 2022H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.38%/2.55%/2.12%/1.88%, 同比分别 +0.01pp/+0.54pp/+0.97pp/-0.15pp, 其中管理费用增长主要受股权激励摊销及广西项目投产污水处理费用增加带来。**销售利润率方面**, 2022H1 公司销售净利率同比-5.79pp 至 8.36%; 其中 2022Q2 销售净利率为 9.67%, 环比+2.68pp。
- 现金流及运营效率表现优秀。**2022H1 实现经营现金净流量 27.53 亿元, 同比+3.38%; 经营现金净流量/经营活动净收益比值为 152.85%。运营能力方面, 2022H1 存货周转天数 39.2 天, 同比下降 8.93 天; 应收账款周转天数 19.32 天, 同比下降 5.45 天。
- 盈利预测与投资评级:**短期看, 公司利润端在溶解浆价格走强下有望逐季改善; 中长期看林浆纸一体化抚平成本端波动, 公司成长性凸显。维持此前盈利预测, 我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 34.1/37.5/41.0 亿元, 对应 PE9.2/8.4/7.6X, 公司林浆纸一体化战略下成本优势持续增强, 维持“买入”评级。
- 风险提示:**纸浆价格大幅波动, 下游需求不及我们预期等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	11.65
一年最低/最高价	10.40/14.67
市净率(倍)	1.51
流通 A 股市值(百万元)	30,752.06
总市值(百万元)	31,303.67

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	7.71
资产负债率(% ,LF)	54.53
总股本(百万股)	2,687.01
流通 A 股(百万股)	2,639.66

### 相关研究

- 《太阳纸业(002078): 获南宁政府 2 亿元补助, 关注溶解浆利润弹性释放》**  
2022-06-22
- 《太阳纸业(002078): 2022 年一季报点评: 业绩超我们预期, 浆价高企释放利润弹性》**  
2022-04-29
- 《太阳纸业(002078): 2021 年年报点评: 业绩符合预期, 盈利步入修复通道》**  
2022-04-18

太阳纸业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>11,251</b>	<b>11,348</b>	<b>12,841</b>	<b>14,273</b>	<b>营业总收入</b>	<b>31,997</b>	<b>35,634</b>	<b>39,257</b>	<b>42,428</b>
货币资金及交易性金融资产	3,468	2,813	3,537	4,315	营业成本(含金融类)	26,438	29,497	32,464	35,002
经营性应收款项	3,477	3,776	4,106	4,377	税金及附加	139	160	177	195
存货	3,506	3,912	4,306	4,642	销售费用	136	171	169	182
合同资产	0	0	0	0	管理费用	814	891	1,009	1,061
其他流动资产	799	846	893	938	研发费用	538	606	714	798
<b>非流动资产</b>	<b>31,487</b>	<b>32,247</b>	<b>38,169</b>	<b>42,148</b>	财务费用	565	512	525	576
长期股权投资	241	266	291	316	加:其他收益	30	32	35	38
固定资产及使用权资产	27,954	27,823	32,118	36,968	投资净收益	43	36	47	42
在建工程	294	1,094	2,594	1,594	公允价值变动	-8	0	0	0
无形资产	1,274	1,326	1,418	1,520	减值损失	-31	0	0	0
商誉	39	39	39	39	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	119	104	94	86	<b>营业利润</b>	<b>3,399</b>	<b>3,865</b>	<b>4,281</b>	<b>4,694</b>
其他非流动资产	1,565	1,595	1,615	1,625	营业外净收支	-20	40	40	40
<b>资产总计</b>	<b>42,737</b>	<b>43,595</b>	<b>51,011</b>	<b>56,421</b>	<b>利润总额</b>	<b>3,379</b>	<b>3,905</b>	<b>4,321</b>	<b>4,734</b>
<b>流动负债</b>	<b>17,875</b>	<b>14,387</b>	<b>17,719</b>	<b>18,687</b>	减:所得税	412	489	558	622
短期借款及一年内到期的非流动负债	10,770	6,383	8,842	9,133	<b>净利润</b>	<b>2,967</b>	<b>3,416</b>	<b>3,763</b>	<b>4,113</b>
经营性应付款项	5,105	5,696	6,269	6,759	减:少数股东损益	10	10	13	12
合同负债	372	413	454	490	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,957</b>	<b>3,406</b>	<b>3,750</b>	<b>4,100</b>
其他流动负债	1,628	1,895	2,153	2,305	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.10	1.27	1.40	1.53
非流动负债	6,049	6,857	7,165	7,373	EBIT	3,930	4,309	4,723	5,190
长期借款	5,391	6,191	6,491	6,691	EBITDA	5,701	6,499	7,486	8,396
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	17.37	17.22	17.30	17.50
租赁负债	23	31	39	47	归母净利率(%)	9.24	9.56	9.55	9.66
其他非流动负债	634	634	634	634	收入增长率(%)	48.21	11.37	10.17	8.08
<b>负债合计</b>	<b>23,924</b>	<b>21,244</b>	<b>24,883</b>	<b>26,059</b>	归母净利润增长率(%)	51.39	15.20	10.11	9.33
归属母公司股东权益	18,733	22,260	26,023	30,246					
少数股东权益	81	91	104	116					
<b>所有者权益合计</b>	<b>18,814</b>	<b>22,351</b>	<b>26,127</b>	<b>30,362</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>42,737</b>	<b>43,595</b>	<b>51,011</b>	<b>56,421</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	4,929	6,222	7,091	7,869	每股净资产(元)	6.90	8.17	9.57	11.14
投资活动现金流	-7,226	-2,874	-8,598	-7,103	最新发行在外股份(百万股)	2,687	2,687	2,687	2,687
筹资活动现金流	2,796	-4,012	2,217	-110	ROIC(%)	10.71	10.78	10.76	10.28
现金净增加额	511	-654	724	778	ROE-摊薄(%)	15.78	15.30	14.41	13.56
折旧和摊销	1,772	2,190	2,763	3,206	资产负债率(%)	55.98	48.73	48.78	46.19
资本开支	-7,234	-2,855	-8,600	-7,110	P/E(现价&最新股本摊薄)	10.59	9.19	8.35	7.63
营运资本变动	-371	-72	-108	-83	P/B(现价)	1.69	1.43	1.22	1.05

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

