

## 太阳纸业 (002078.SZ) 2022H1 营收增长超预期, 盈利环比改善

2022年09月01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	2022/9/1
当前股价(元)	12.04
一年最高最低(元)	14.67/10.40
总市值(亿元)	323.52
流通市值(亿元)	317.35
总股本(亿股)	26.87
流通股本(亿股)	26.36
近3个月换手率(%)	39.89

### ● 浆纸布局熨平周期波动, 营收超预期增长, 维持“买入”评级

2022H1 营收 198.55 亿元 (+25.56%), 归母净利 16.59 亿元 (-25.64%), 扣非归母净利 16.38 亿元 (-25.28%)。2022Q2 营收 101.88 亿元 (+24.7%), 归母净利 9.84 亿元 (-12.38%), 扣非归母净利 9.8 亿元 (-11.68%)。公司业绩保持稳健增长领先行业。我们维持盈利预测预计 2022-2024 归母净利润 30.33/31.90/33.34 亿元, 对应 EPS 为 1.13/1.19/1.24 元, 当前股价对应 PE 为 10.6/10.1/9.7 倍, 看好未来纸浆下行/需求边际回暖下的业绩放量, 维持“买入”评级。

### ● 景气差异致浆/纸表现分化, 溶解浆持续高景气

受外围环境影响, 产品表现分化明显, 产品结构持续优化, 文化纸: 受下游需求疲软及浆价持续高位运行影响, 提价落地幅度不及成本上涨幅度, 整体盈利受损。预计公司文化纸吨盈利处于盈亏平衡状态; 生活用纸及瓦楞原纸: 受益于产能投产拉动产销放量, 2022H1 公司生活用纸及瓦楞原纸收入大幅增长; 溶解浆: 受益下游客户复产良好及成本推动, 出厂价自年初起持续上涨至 6 月末吨价格累计涨幅将近 3000 元, 公司积极捕捉溶解浆的高景气, 山东/老挝基地溶解浆产线产销创历史新高, 预计公司溶解浆吨盈利小 2000 元; 箱板纸: 2022H1 包装纸整体呈现疲态运行, 但相对需求疲软、库存高企的瓦楞原纸, 中高端箱板纸整体表现略好。公司积极发力中高端箱板纸品类, 2022H1 牛皮箱板纸收入同比+31.74%。

### ● 期间费率保持平稳, 盈利环比修复

相较 2021H1 的低位库存浆优势, 公司 2022H1 原材料成本承压明显致毛利率同比-6.28pct 至 16.49%。分季度 2022Q2 毛利率 18.88%, 环比+4.91pct, 逐季修复。我们判断毛利率修复原因主要基于: (1) 产能爬坡带来固定成本的被摊薄; (2) 溶解浆价格持续上行, 对整体毛利率带来边际贡献。综合作用下, 公司 2022H1 净利率同比下滑 5.79pct 至 8.36%, 2022Q2 净利率环比+2.68pct 至 9.66%。现金流: 经营性现金流净额为 27.5 亿元 (+3.38%), 应收款项/存货周转率同比提升。

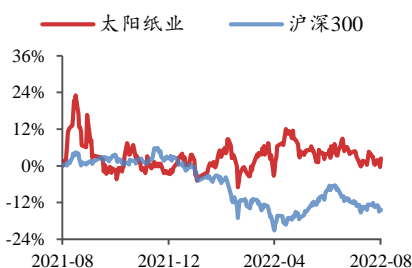
### ● 风险提示: 纸浆价格大幅上涨、终端需求大幅不及预期、提价不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	21,589	31,997	38,396	40,316	41,807
YOY(%)	-5.2	48.2	20.0	5.0	3.7
归母净利润(百万元)	1,953	2,957	3,033	3,190	3,334
YOY(%)	-10.3	51.4	2.6	5.2	4.5
毛利率(%)	19.4	17.4	16.7	17.2	17.2
净利率(%)	9.0	9.2	7.9	7.9	8.0
ROE(%)	12.1	15.8	14.3	13.3	12.3
EPS(摊薄/元)	0.73	1.10	1.13	1.19	1.24
P/E(倍)	16.6	10.9	10.6	10.1	9.7
P/B(倍)	2.0	1.7	1.5	1.3	1.2

数据来源: 聚源、开源证券研究所

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《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

《2021 年业绩略超预期, 静待盈利能力边际修复—公司信息更新报告》  
-2022.4.18

《收入达预告上限, 看好造纸龙头盈利能力改善—公司信息更新报告》  
-2022.2.28

## 目 录

1、 营收增长超预期，溶解浆持续高景气 .....	3
2、 盈利环比修复，期间费率整体平稳 .....	4
3、 运营情况：现金流有所增加，应收账款和存货周转率提升 .....	6
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： 2022H1 营收同比+25.56% .....	3
图 2： 2022H1 归母净利润同比-43.88% .....	3
图 3： 2022Q2 营收同比+24.7% .....	4
图 4： 2022Q2 归母净利润同比-12.38% .....	4
图 5： 2022H1 毛利率同比-6.28pct .....	5
图 6： 2022Q2 毛利率环比+4.91pct .....	5
图 7： 2022H1 净利率同比-5.79pct .....	5
图 8： 2022Q2 净利率环比+2.68pct .....	5
图 9： 2022H1 经营活动现金流净额同比+3.38% .....	6
图 10： 2022H1 应收款项及存货周转率提升 .....	6

## 1、营收增长超预期，溶解浆持续高景气

2022H1 公司实现营业收入 198.55 亿元 (+25.56%)，归母净利润 16.59 亿元 (-25.64%)，扣非归母净利润 16.38 亿元 (-25.28%)。大宗原材料上涨及终端需求疲软的双重压力下，公司业绩保持稳健增长，领先行业（根据中国造纸协会统计的数据，2022H1 制浆造纸及纸制品行业实现利润总额累计 260 亿元，同比-46.33%）。分季度看，2022Q2 公司实现营收 101.88 亿元（同比+24.7%，环比+5.4%），归母净利润 9.84 亿元（同比-12.38%，环比+46%），扣非归母净利润 9.8 亿元（同比-11.68%，环比+48.9%）。

分产品看，受外围环境影响，产品表现分化明显，产品结构持续优化。

(1) 双胶纸：营收保持稳健增长，总收入中占比略有下降。2022H1 公司双胶纸收入 38.48 亿元，同比+12.70%，收入占比 19.38% (-2.21pct)；

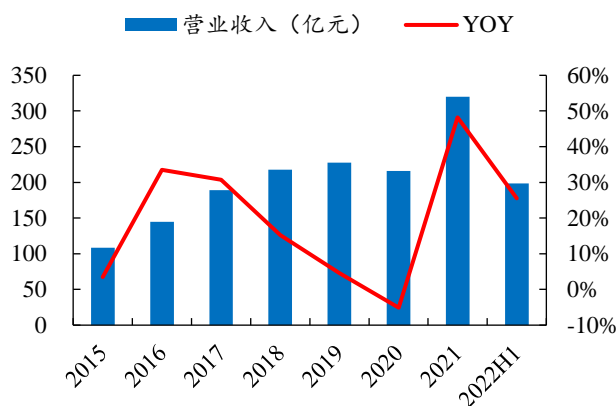
(2) 铜版纸：受国内疫情多点散发影响，2022H1 广告宣传需求下滑，对应铜版纸消费较为疲软，公司铜版纸收入同期同样出现下滑。2022H1 公司铜版纸收入 17.21 亿元，同比-23.94%，收入占比 8.67% (-5.64pct)；

(3) 生活用纸及瓦楞原纸：受益于产能投产拉动产销放量，2022H1 公司生活用纸及瓦楞原纸收入大幅增长。2022H1 公司生活用纸/瓦楞原纸分别实现收入 6.99/0.49 亿元，分别同比+101.50%/5175.32%；

(4) 牛皮箱板纸：2022H1 包装纸整体呈现疲态运行，但相对需求疲软、库存高企的瓦楞原纸，中高端箱板纸整体表现相对较好。公司积极发力中高端箱板纸品类，2022H1 牛皮箱板纸收入同比+31.74%，在总收入中占比进一步提升至 28.67%，已成为公司收入贡献的第一大纸种。

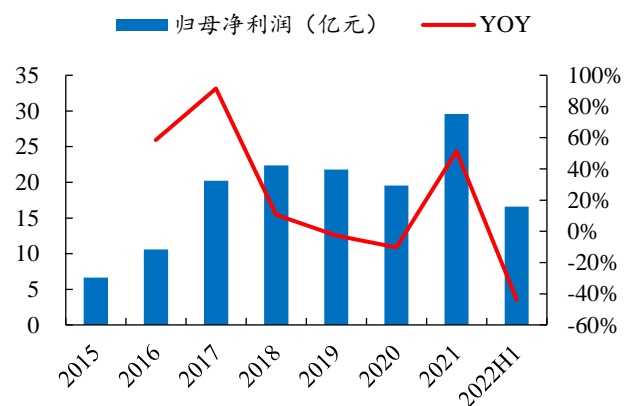
(5) 溶解浆：2022H1 商品木浆的高位运行带动溶解浆产品景气度持续向好。溶解浆价格从年初的 6700 元/吨持续上扬至 6 月末的 9400 元/吨，吨累计上涨小 3000 元。公司积极捕捉溶解浆的高景气，山东/老挝基地溶解浆产线产销创历史新高，2022H1 公司溶解浆创收 25.95 亿元，同比+41.52%，收入占比进一步提升至 13.07%。

图1：2022H1 营收同比+25.56%

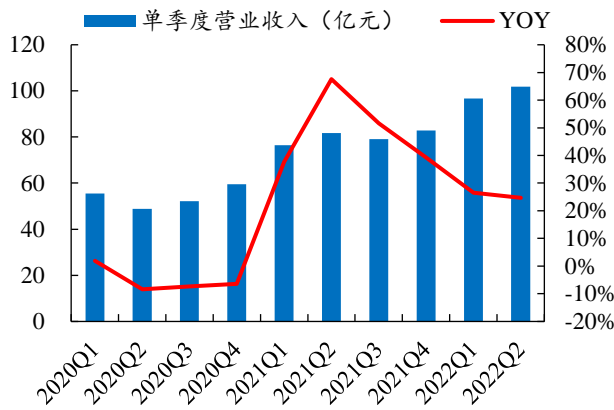


数据来源：公司公告、开源证券研究所

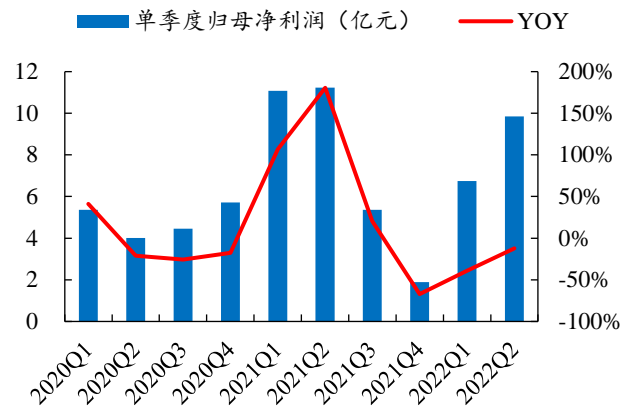
图2：2022H1 归母净利润同比-43.88%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图3：2022Q2 营收同比+24.7%**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

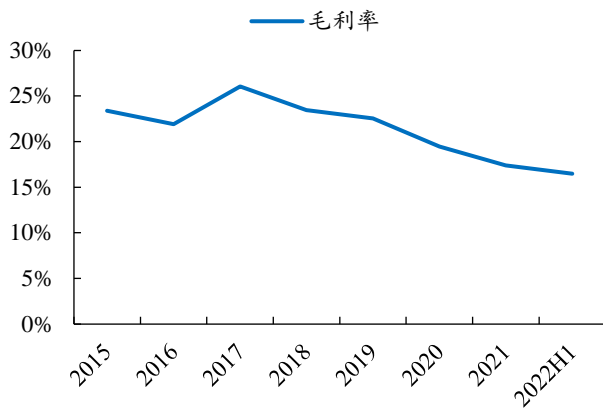
**图4：2022Q2 归母净利润同比-12.38%**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

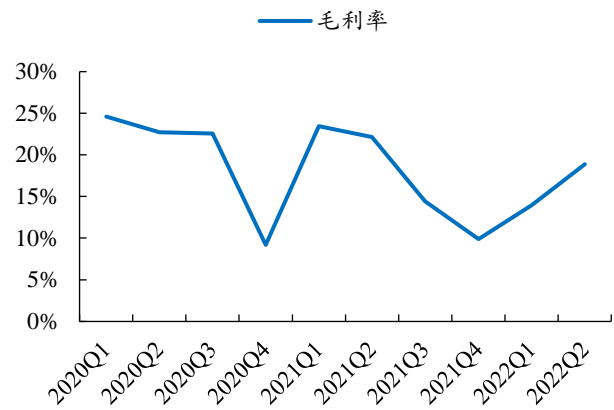
## 2、盈利环比修复，期间费率整体平稳

相较 2021H1 的低位库存浆优势，公司 2022H1 原材料成本承压明显，导致毛利率率同比-6.28pct 至 16.49%。分季度看毛利率逐季改善，2022Q2 毛利率 18.88%，环比+4.91pct。我们判断公司毛利率逐季改善的原因主要基于：（1）产能爬坡带来固定成本的被摊薄；（2）溶解浆价格持续上行，对整体毛利率带来边际贡献。景气度差异带来浆纸盈利水平分化，分产品看：

- （1）双胶纸：2022H1 毛利率 15.22%，同比-7.88pct。
- （2）铜版纸：2022H1 毛利率 15.29%，同比-15.93pct。
- （3）牛皮箱板纸：2022H1 毛利率 12.20%，同比-4.31pct。
- （4）淋膜原纸：2022H1 毛利率 15.60%，同比-11.78pct。
- （5）生活用纸：2022H1 毛利率 14.04%，同比-2.90pct。
- （6）瓦楞原纸：2022H1 毛利率 0.65%，同比-12.42pct。
- （7）溶解浆：2022H1 毛利率 21.50%，同比-1.99pct。
- （8）化机浆：2022H1 毛利率 28.98%，同比+14.71pct。
- （9）化学浆：2022H1 毛利率 17.55%，同比+3.74pct。

**图5：2022H1 毛利率同比-6.28pct**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图6：2022Q2 毛利率环比+4.91pct**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

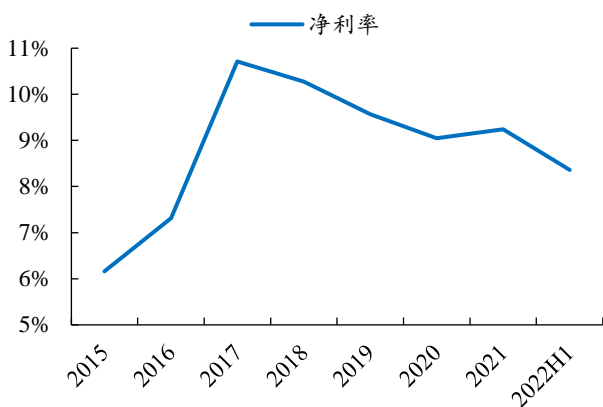
2022H1 期间费率相对平稳，同比+0.4pct 至 4.82%，具体看：

(1) 销售费用率：2022H1 同比持平为 0.38%。

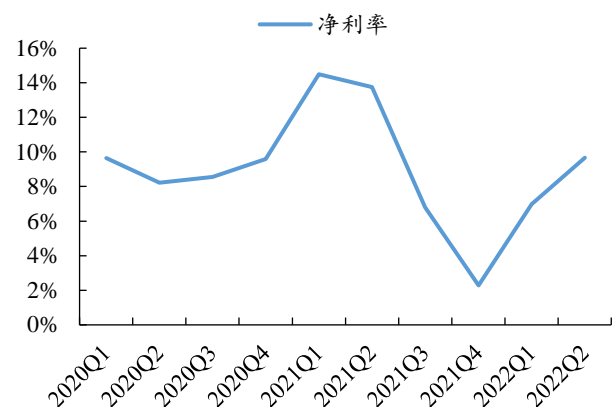
(2) 管理费用率：2022H1 同比略增 0.54pct 至 2.55%，系股权激励成本摊销同比增加，及广西项目投产产能增加使污水处理费同步增加。

(4) 财务费用率：2022H1 同比下降 0.15pct 至 1.88%。

上述综合作用下，公司 2022H1 净利率同比下滑 5.79pct 至 8.36%，2022Q2 净利率环比+2.68pct 至 9.66%。

**图7：2022H1 净利率同比-5.79pct**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

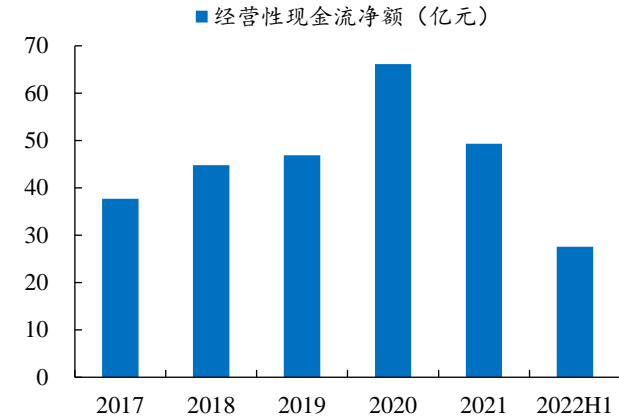
**图8：2022Q2 净利率环比+2.68pct**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 3、运营情况：现金流有所增加，应收账款和存货周转率提升

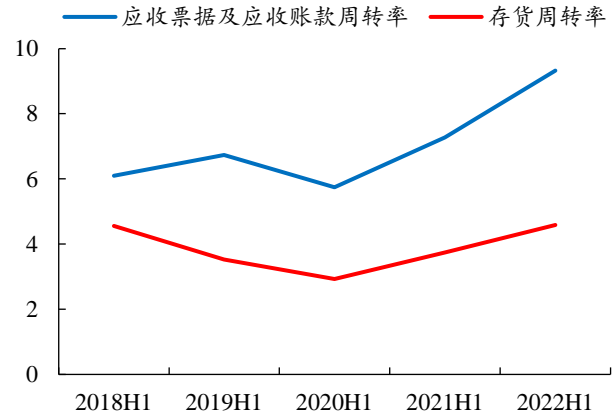
2022H1 公司经营性现金流净额为 27.5 亿元，同比+3.38%。2022H1 应收款项周转率 9.32 次(2021H1 为 7.27 次); 2022H1 存货周转率 4.59 次(2021H1 为 3.74 次)。应收账款周转率及存货周转率同比提升。

图9：2022H1 经营活动现金流净额同比+3.38%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10：2022H1 应收款项及存货周转率提升



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

2022H1 营收 198.55 亿元 (+25.56%)，归母净利 16.59 亿元 (-25.64%)，扣非归母净利 16.38 亿元 (-25.28%)。2022Q2 营收 101.88 亿元 (+24.7%)，归母净利 9.84 亿元 (-12.38%)，扣非归母净利 9.8 亿元 (-11.68%)。在需求疲软及成本端高居不下双重压力下，凭借浆纸一体化布局，公司业绩体现出较强的抗周期属性，业绩增速领先行业。我们维持盈利预测预计 2022-2024 归母净利润 30.33/31.90/33.34 亿元，对应 EPS 为 1.13/1.19/1.24 元，当前股价对应 PE 为 10.6/10.1/9.7 倍，看好未来纸浆下行/需求边际回暖下的业绩放量，维持“买入”评级。

### 5、风险提示

纸浆价格大幅上涨、终端需求大幅不及预期、提价不及预期。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	10001	11251	9252	9742	11152
现金	2970	3468	231	1345	1627
应收票据及应收账款	1660	1792	2350	1999	2511
其他应收款	76	150	121	163	131
预付账款	346	555	526	609	568
存货	2897	3506	4244	3845	4535
其他流动资产	2053	1780	1780	1780	1780
<b>非流动资产</b>	25866	31487	35415	35224	34519
长期投资	204	241	302	365	428
固定资产	20954	27922	31151	30736	29878
无形资产	1023	1274	1384	1499	1600
其他非流动资产	3684	2050	2577	2625	2612
<b>资产总计</b>	35866	42737	44667	44966	45671
<b>流动负债</b>	14402	17875	17852	16523	15557
短期借款	7764	7698	10434	7698	7698
应付票据及应付账款	2881	5105	4562	5528	4925
其他流动负债	3756	5072	2856	3298	2934
<b>非流动负债</b>	5226	6049	5489	4241	2912
长期借款	4039	5391	4832	3584	2255
其他非流动负债	1187	657	657	657	657
<b>负债合计</b>	19628	23924	23341	20765	18469
少数股东权益	127	81	97	118	136
股本	2625	2687	2687	2687	2687
资本公积	1851	2426	2426	2426	2426
留存收益	11663	14354	16984	19735	22588
<b>归属母公司股东权益</b>	16112	18733	21229	24083	27065
<b>负债和股东权益</b>	35866	42737	44667	44966	45671

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	6616	4929	3610	8175	4161
净利润	1968	2967	3050	3211	3353
折旧摊销	1435	1769	2051	2288	2404
财务费用	533	565	663	665	518
投资损失	-17	-43	-22	-26	-27
营运资金变动	2655	-371	-2133	2032	-2096
其他经营现金流	41	42	2	5	8
<b>投资活动现金流</b>	-6261	-7226	-5958	-2076	-1680
资本支出	6309	7249	3867	-253	-769
长期投资	-18	-7	-61	-63	-63
其他投资现金流	29	17	-2153	-2393	-2513
<b>筹资活动现金流</b>	-387	2796	-3625	-2248	-2200
短期借款	-1172	-67	0	0	0
长期借款	1349	1352	-560	-1248	-1329
普通股增加	33	62	0	0	0
资本公积增加	282	575	0	0	0
其他筹资现金流	-879	873	-3065	-1000	-871
<b>现金净增加额</b>	-31	511	-5973	3851	281

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	21589	31997	38396	40316	41807
营业成本	17392	26438	32001	33400	34603
营业税金及附加	106	139	198	196	202
营业费用	103	136	154	202	251
管理费用	653	814	1271	1430	1541
研发费用	411	538	614	766	794
财务费用	533	565	663	665	518
资产减值损失	-59	-17	-58	-60	0
其他收益	31	30	0	0	0
公允价值变动收益	-18	-8	-2	-5	-8
投资净收益	17	43	22	26	27
资产处置收益	-8	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	2322	3399	3574	3739	3917
营业外收入	66	39	59	64	57
营业外支出	9	60	20	23	28
<b>利润总额</b>	2378	3379	3612	3781	3946
所得税	410	412	563	570	593
<b>净利润</b>	1968	2967	3050	3211	3353
少数股东损益	15	10	17	20	19
<b>归属母公司净利润</b>	1953	2957	3033	3190	3334
EBITDA	4462	5866	6325	6733	6869
EPS(元)	0.73	1.10	1.13	1.19	1.24

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-5.2	48.2	20.0	5.0	3.7
营业利润(%)	-7.2	46.4	5.1	4.6	4.8
归属于母公司净利润(%)	-10.3	51.4	2.6	5.2	4.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	19.4	17.4	16.7	17.2	17.2
净利率(%)	9.0	9.2	7.9	7.9	8.0
ROE(%)	12.1	15.8	14.3	13.3	12.3
ROIC(%)	8.2	10.1	9.4	10.1	9.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	54.7	56.0	52.3	46.2	40.4
净负债比率(%)	70.4	70.9	79.2	48.7	37.5
流动比率	0.7	0.6	0.5	0.6	0.7
速动比率	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.8	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	12.0	18.5	18.5	18.5	18.5
应付账款周转率	6.3	6.6	6.6	6.6	6.6
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.73	1.10	1.13	1.19	1.24
每股经营现金流(最新摊薄)	2.46	1.83	1.34	3.04	1.55
每股净资产(最新摊薄)	5.93	6.90	7.83	8.89	10.00
<b>估值比率</b>					
P/E	16.6	10.9	10.6	10.1	9.7
P/B	2.0	1.7	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	9.8	7.8	7.8	6.6	6.2

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，由陕西开源证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司，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，属于机密材料，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16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