

太阳纸业 (002078.SZ) 2022Q3 成本高企+需求疲软，业绩环比回落

2022 年 11 月 02 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

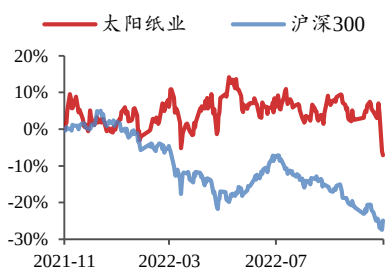
zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

日期	2022/11/1
当前股价(元)	10.37
一年最高最低(元)	13.15/9.94
总市值(亿元)	278.64
流通市值(亿元)	273.37
总股本(亿股)	26.87
流通股本(亿股)	26.36
近 3 个月换手率(%)	31.7

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《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

《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

● 林浆纸一体化龙头纸企，看好后续业绩修复，维持“买入”评级

2022Q1-Q3 营收 296.40 亿元 (+24.99%)，归母净利 22.68 亿元 (-18.07%)，扣非归母净利 22.35 亿元 (-17.86%)。其中 2022Q3 营收 97.85 亿元 (+23.84%)，归母净利 6.09 亿元 (+13.37%)，扣非归母净利 5.96 亿元 (+12.94%)。我们维持盈利预测预计 2022-2024 归母净利 30.33/31.90/33.34 亿元，对应 EPS 1.13/1.19/1.24 元，当前股价对应 PE 为 9.2/8.7/8.4 倍，林浆纸布局及多品类灵活调动熨平周期波动，抗周期能力较强，看好后续业绩修复，维持“买入”评级。

● 景气差异致浆/纸表现分化，溶解浆景气度略有下行

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，整体盈利受损，但随着 9 月小旺季的到来双胶纸部分提价已落地，行业吨亏损幅度有所收窄，预计公司文化纸吨盈利处于薄利状态；生活用纸：预计 2022Q3 吨盈利环比改善。判断系成本推涨及纸企库存低位刚需备货，此外基于纸浆高位影响，行业部分产能释放有限进一步助推生活用纸提价的落地从而带动吨盈利的提升；溶解浆：2022Q3 受局部地区疫情管控，物流受阻影响出货量，但判断仍为公司业绩核心增长点。尽管 8 月中旬开始溶解浆价格有所松动但整体依然处于高位，环比上涨 585.46 元/吨。箱板纸：年初至今包装纸整体呈现疲态运行，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，预计盈利好于行业。

● 期间费率保持平稳，成本压力致盈利同比回落

2022Q3 毛利率 14.5% (+0.08pct)。毛利率同比-4.38pct，系 Q3 纸浆成本达到 2022 年以来最高。Q3 期间费率 5.42% (+0.28pct)，具体管理费率 2.62% (-0.21pct)（系股权激励及污水处理费支出）、销售费率 0.36% (-0.04pct)、财务费率 2.44% (+0.53pct)。综合作用下 Q3 净利率 6.24% (-0.58pct)。现金流：Q3 经营性现金流净额 4.47 亿元，同比减少 0.67 亿元，主要系税费返还减少。

● 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)	14.3	9.4	9.2	8.7	8.4
P/B(倍)	1.8	1.5	1.3	1.2	1.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	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
非流动资产	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
资产总计	35866	42737	44667	44966	45671
流动负债	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
非流动负债	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
负债合计	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
归属母公司股东权益	16112	18733	21229	24083	27065
负债和股东权益	35866	42737	44667	44966	45671

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	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
投资活动现金流	-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
筹资活动现金流	-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
现金净增加额	-31	511	-5973	3851	281

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	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
营业利润	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
利润总额	2378	3379	3612	3781	3946
所得税	410	412	563	570	593
净利润	1968	2967	3050	3211	3353
少数股东损益	15	10	17	20	19
归属母公司净利润	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
成长能力					
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
获利能力					
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
偿债能力					
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
营运能力					
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
每股指标(元)					
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
估值比率					
P/E	14.3	9.4	9.2	8.7	8.4
P/B	1.8	1.5	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	8.8	7.0	7.1	5.9	5.6

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