


2023年03月04日
 太阳纸业(002078.SZ)

ESSENCE


公司快报

证券研究报告

造纸 III

22Q4 业绩韧性凸显， 盈利有望企稳向上

■ 事件：太阳纸业发布 2022 年业绩快报。2022 年公司实现营业收入 399.51 亿元，同比增长 24.86%；归母净利润 27.78 亿元，同比下降 6.05%；扣非后归母净利润 27.40 亿元，同比下降 6.53%。其中 2022Q4 当季公司实现营业收入 103.11 亿元，同比增长 24.50%；归母净利润 5.10 亿元，同比增长 170.49%；扣非后归母净利润 5.05 亿元，同比增长 139.71%。

■ 溶解浆价格有所企稳，文化纸旺季价格顺利提涨

2022 年公司实现营收 399.51 亿元、同比增长 24.86%，主要系新增产能释放，相关纸制品及木浆的产、销量增加。其中，22Q4 公司实现营业收入 103.11 亿元、同比增长 24.50%。纸品方面，1) 文化纸：22Q4 进入传统旺季，涨价逐步落实，双胶纸价稳中上扬，铜版纸价平稳运行。根据百川盈孚数据，22Q4 双胶纸/铜版纸均价分别为 6650/5800 元每吨，分别环比+4.72%/+0.87%。伴随社会活动恢复，展会需求有望修复，对铜版纸价形成支撑，双胶纸旺季延续，23 年 2 月公司发布文化纸涨价函，提涨 100-200 元/吨，提价有望顺利落地。2) 废纸系：22Q4 双十一后下游需求下降，22Q4 瓦楞纸均价为 3552 元/吨，环比下降 2.23%。公司以中高端产品为主，预计影响相对有限。

纸浆方面，1) 溶解浆：22Q4 终端服装需求受到抑制，根据 wind 数据，22Q4 溶解浆均价为 8187 元/吨，环比下降 12.02%。22Q4 部分地区物流受阻情况更加严峻，预计 22Q4 公司溶解浆收入承压。伴随下游开工提升、物流恢复，公司溶解浆有望实现量价齐升。2) 化学浆：22Q4 国内纸浆均价为 6201 元/吨，环比基本持平，23 年初以来国内浆价受到外盘浆价下行预期及报价下行影响延续回落趋势。

■ 加速广西基地建设，三大基地产能稳步扩张

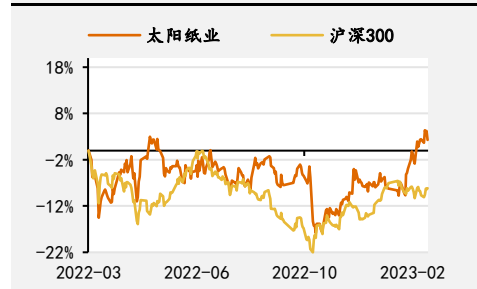
截至 2022 年 6 月末，公司纸、浆产能合计超过 1000 万吨，山东、广西、老挝三大基地格局基本形成。2022 年以来公司加速广西基地建设，发挥南方基地区位优势，合理布局南北方产能，以优化效率、降低运费。1) 广西北海园区方面，公司 15 万吨生活用纸项目四台纸机已全部投产，23 年有望实现满产。2) 广西南宁园区方面，南宁市区位优势显著、林业资源丰富，在运输、原料方面成本优势突出。22 年 2 月，公司与南宁市政府签署框架协议，计划在南宁市投建年产 525 万吨林浆纸一体化项目。22 年 10 月，公司公告南宁项目总投资预计不超过 90 亿元，将分二期陆续实施，其中一期将建设 220 万吨高档

投资评级	买入-A 维持评级
6 个月目标价	17.23 元
股价 (2023-03-03)	12.66 元

交易数据

总市值(百万元)	35,380.70
流通市值(百万元)	34,738.44
总股本(百万股)	2,794.68
流通股本(百万股)	2,743.95
12 个月价格区间	10.17/12.96 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	10.8	7.8	9.9
绝对收益	10.6	14.5	0.6

罗乾生 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522010002

luogs1@essence.com.cn

相关报告

 22Q3 业绩表现稳健，林浆 2022-11-02
 纸一体化优势显著

包装纸、50 万吨本色化学浆，技改 15 万吨漂白化学浆生产线，同时同步建设电站等配套设施。

原材料压力致 22Q4 盈利暂承压，23 年或逐步改善

盈利能力方面，公司 2022 年归母净利率为 6.95%，同比下降 2.29pct；其中，22Q4 公司归母净利率为 4.95%，同比增长 2.67pct。22Q4 浆价仍处于高位，公司盈利能力短期承压。但得益于林浆纸一体化优势，公司盈利能力相对稳定。Arauco、UPM 等阔叶浆新产能投产预期使浆价下行持续兑现，截至 2023 年 2 月末，部分阔叶浆厂报价下调至 730 美元/吨，公司浆纸系产品盈利能力有望改善。

投资建议：太阳纸业为造纸行业优质白马龙头，公司林浆纸产能稳步扩张，中长期持续成长可期。我们预计太阳纸业 2022-2024 年营业收入为 399.51、413.33、446.17 亿元，同比增长 24.86%、3.46%、7.95%；归母净利润为 27.78、30.36、36.57 亿元，同比增长-6.05%、9.28%、20.46%，对应 PE 为 12.7x、11.7x、9.7x，维持买入-A 的投资评级。

风险提示：下游需求低于预期风险、原材料价格大幅波动风险、疫情反复风险、产能建设不及预期风险、收购效果不及预期风险。

(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	21,588.6	31,996.6	39,950.8	41,332.5	44,616.5
净利润	1,953.1	2,956.8	2,777.9	3,035.6	3,656.8
每股收益(元)	0.70	1.06	0.99	1.09	1.31
每股净资产(元)	5.77	6.70	7.87	8.81	9.95

盈利和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	18.1	12.0	12.7	11.7	9.7
市净率(倍)	2.2	1.9	1.6	1.4	1.3
净利润率	9.0%	9.2%	7.0%	7.3%	8.2%
净资产收益率	12.1%	15.8%	12.6%	12.3%	13.1%
股息收益率	0.7%	1.5%	1.0%	1.1%	1.3%
ROIC	9.9%	13.8%	12.3%	12.8%	13.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	21,588.6	31,996.6	39,950.8	41,332.5	44,616.5	成长性					
减: 营业成本	17,392.3	26,438.1	33,882.9	34,732.4	37,056.6	营业收入增长率	-5.2%	48.2%	24.9%	3.5%	7.9%
营业税费	105.9	139.3	199.8	206.7	223.1	营业利润增长率	-7.2%	46.4%	-10.6%	15.5%	20.6%
销售费用	103.2	136.4	227.7	206.7	223.1	净利润增长率	-10.3%	51.4%	-6.1%	9.3%	20.5%
管理费用	652.5	813.6	1,022.7	1,033.3	1,115.4	EBITDA 增长率	-5.0%	30.0%	1.4%	14.4%	17.3%
研发费用	410.9	538.2	675.2	702.7	758.5	EBIT 增长率	-6.8%	33.6%	1.4%	12.0%	17.3%
财务费用	533.2	565.3	998.8	1,012.6	1,070.8	NOPLAT 增长率	-9.4%	47.3%	5.2%	7.5%	17.3%
资产减值损失	-59.1	-16.6	-48.3	-41.4	-35.4	投资资本增长率	5.8%	17.9%	3.2%	9.8%	7.1%
加: 公允价值变动收益	-18.2	-8.5	7.0	-2.2	-0.9	净资产增长率	10.5%	15.9%	17.4%	12.0%	12.9%
投资和汇兑收益	16.8	42.9	40.0	34.0	32.0						
营业利润	2,321.8	3,399.2	3,039.1	3,511.3	4,235.6	利润率					
加: 营业外净收支	56.5	-20.1	35.4	-1.0	-7.0	毛利率	19.4%	17.4%	15.2%	16.0%	16.9%
利润总额	2,378.3	3,379.1	3,074.5	3,510.3	4,228.6	营业利润率	10.8%	10.6%	7.6%	8.5%	9.5%
减: 所得税	410.5	412.4	287.3	456.3	549.7	净利润率	9.0%	9.2%	7.0%	7.3%	8.2%
净利润	1,953.1	2,956.8	2,777.9	3,035.6	3,658.8	EBITDA/营业收入	20.5%	17.9%	14.6%	16.1%	17.5%
						EBIT/营业收入	13.8%	12.4%	10.1%	10.9%	11.9%
						运营效率					
资产负债表						固定资本周转天数	314	275	261	273	276
(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	流动资产周转天数	50	14	2	-1	-1
货币资金	2,969.7	3,467.7	3,995.1	4,133.2	4,461.7	流动资产周转天数	177	120	110	110	107
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收账款周转天数	29	20	20	20	20
应收账款	1,685.2	1,936.1	2,585.5	2,092.5	2,957.1	存货周转天数	45	36	36	36	37
应收票据	50.4	5.0	64.2	7.4	69.9	总资产周转天数	568	442	404	418	417
预付账款	345.7	555.3	599.4	584.2	678.6	投资资本周转天数	410	310	273	281	282
存货	2,896.6	3,506.5	4,399.5	3,897.7	5,160.6						
其他流动资产	2,053.1	1,779.9	1,579.9	1,379.9	1,179.9	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	12.1%	15.8%	12.6%	12.3%	13.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.5%	6.9%	5.9%	6.2%	6.8%
长期股权投资	203.8	240.6	240.6	240.6	240.6	ROIC	9.9%	13.8%	12.3%	12.8%	13.7%
投资性房地产	32.6	31.4	31.4	31.4	31.4	费用率					
固定资产	20,954.5	27,922.5	29,942.8	32,839.5	35,612.1	销售费用率	0.5%	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%
在建工程	2,435.1	294.2	294.2	294.2	294.2	管理费用率	3.0%	2.5%	2.6%	2.5%	2.5%
无形资产	1,023.2	1,274.1	1,242.0	1,209.9	1,177.8	研发费用率	1.9%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
其他非流动资产	1,216.3	1,724.3	2,002.6	2,281.0	2,559.3	财务费用率	2.5%	1.8%	2.5%	2.5%	2.4%
资产总额	35,866.3	42,737.5	46,977.1	48,991.4	54,423.2	四费/营业收入	7.9%	6.4%	7.3%	7.2%	7.1%
短期债务	7,764.4	7,697.7	8,882.4	10,122.9	11,557.8	偿债能力					
应付账款	2,941.6	5,096.5	5,267.8	5,356.3	5,978.7	资产负债率	54.7%	56.0%	53.0%	49.5%	48.7%
应付票据	440.7	1,221.5	908.7	1,274.9	1,054.9	负债权益比	120.9%	127.2%	112.7%	98.0%	94.7%
其他流动负债	3,255.1	3,859.3	5,018.1	3,381.1	5,722.7	流动比率	0.69	0.63	0.66	0.60	0.60
长期借款	3,208.9	5,391.4	3,360.9	2,737.5	1,000.2	速动比率	0.49	0.43	0.44	0.41	0.38
其他非流动负债	2,017.1	657.1	1,456.9	1,377.0	1,163.7	利息保障倍数	5.59	7.04	4.04	4.47	4.96
负债总额	19,627.7	23,923.5	24,894.7	24,249.7	26,478.0	分红指标					
少数股东权益	127.0	80.8	90.0	108.4	130.4	DPS(元)	0.09	0.19	0.13	0.14	0.17
股本	2,624.6	2,687.0	2,794.7	2,794.7	2,794.7	分红比率	13.4%	18.2%	13.0%	13.0%	13.0%
留存收益	13,514.9	16,780.8	19,197.6	21,838.6	25,020.1	股息收益率	0.7%	1.5%	1.0%	1.1%	1.3%
股东权益	16,238.6	18,813.9	22,082.4	24,741.7	27,945.2						
现金流量表						业绩和估值指标					
(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	EPS(元)	0.70	1.06	0.99	1.09	1.31
净利润	1,967.9	2,966.7	2,777.9	3,035.6	3,658.8	BVPS(元)	5.77	6.70	7.87	8.81	9.95
加: 折旧和摊销	1,435.5	1,769.0	1,780.1	2,133.4	2,504.3	PE(X)	18.1	12.0	12.7	11.7	9.7
资产减值准备	90.7	31.4	-	-	-	PB(X)	2.2	1.9	1.6	1.4	1.3
公允价值变动损失	18.2	8.5	7.0	-2.2	-0.9	P/FCF	27.6	25.5	112.3	44.6	33.4
财务费用	504.2	584.8	998.8	1,012.6	1,070.8	P/S	1.6	1.1	0.9	0.9	0.8
投资收益	-16.8	-42.9	-40.0	-34.0	-32.0	EV/EBITDA	10.7	7.3	7.6	6.7	5.6
少数股东损益	14.7	9.8	9.2	18.3	22.1	CAGR (%)	15.8%	7.4%	8.2%	15.8%	7.4%
营运资金的变动	5,829.9	-2,083.9	753.1	-438.2	57.4	PEG	1.1	1.6	1.5	0.7	1.3
经营活动产生现金流量	6,615.9	4,929.4	6,286.1	5,725.7	7,278.4	ROIC/WACC	0.9	1.3	1.2	1.2	1.3
投资活动产生现金流量	-6,261.3	-7,225.7	-3,728.3	-4,964.1	-5,212.8	REP	2.0	1.1	1.2	1.1	0.9
融资活动产生现金流量	-386.7	2,796.1	-2,030.5	-623.4	-1,737.2						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034