

太阳纸业 (002078.SZ)

归母净利润下滑 5%，浆价高位致盈利承压

买入

核心观点

收入双位数增长，净利润因浆成本上行下滑 5%。2022 全年营收 397.7 亿元同比增长 24%，新增产能释放助力收入提升；归母净利润 28.1 亿元，同比下滑 5%。毛利率为 15.2%，同比下滑 2.2 个百分点，毛利率下降原因为成品纸价格下跌、原材料和能源价格上涨等。期间费用率提升约 0.6 个百分点，主要因研发投入加大致研发费用率提升，汇兑亏损加大致财务费用率提升。净利率 7.1%，同比下降 2 个百分点。四季度单季收入、归母净利润为 101.3 亿元，同比增长 22.3%，5.4 亿元，大幅增长 186.84%，主要因毛利率 13.2%，提升 3.3 个百分点，去年四季度成本大幅上行毛利率仅为 9.9%，今年四季度文化纸提价、浆产品销售部分抵消成本压力。

成本压力高位，终端提价与产业链布局缓解盈利压力。分产品看，成品纸中：1) 非涂布文化用纸增长 23.7%，铜版纸因下游需求疲软下行 22.5%；2) 瓦楞原纸、生活用纸高增；浆制品中：溶解浆、化学浆、化机浆分别增长 28%、2140%、9%。毛利率方面，成品纸中除非涂布文化用纸、生活用纸外毛利率因成本上行有所下滑，浆制品中化学浆提升 21 个百分点至 13.9%。

林浆纸一体化稳步推进，三大基地协同发展。2022 年公司纸、浆产能已超过 1000 万吨，山东、广西、老挝三大基地协同发展，且均有自制浆产线布局。

(1) 广西基地构建北海、南宁“双园”驱动模式，年内广西北海园区竣工试产，启动南宁 525 万吨林浆纸项目。(2) 山东基地的兴隆分公司搬迁暨年产 5 万吨特种纸搬迁升级改造项目、太阳宏河年产 3.4 万吨超高强度特种纸项目、华茂纸业 PM23 搬迁和升级改造等项目均顺利实施(3) 老挝基地溶解浆生产线持续做好提产增效工作，年内出圃苗木 1,923 万株，完成近 8,700 公顷的造林面积。

风险提示：下游成品纸需求不及预期；成本大幅上涨，产能扩张不及预期。

投资建议：看好行业景气上行推动盈利修复，长期林纸浆一体化效应释放。

2022 年浆价快速上行，下游需求因疫情等因素相对疲软，盈利承压，公司通过提价、产品结构调整等方式应对成本压力。同时上游延申浆、林产业，进行长期产能布局，可加强可本管控能力、灵活捕捉浆类景气需求。展望 2023 年浆价下行持续兑现，教辅招标、传单展会等社会需求利好纸价提升，同时公司持续加大产能建设，造纸盈利有望修复。长期凭借龙头综合实力与林纸浆一体化布局，有望抵消成本周期导致的盈利波动。考虑浆价回落和需求复苏情况，小幅下调盈利预测，预计 2023-2025 年净利润为 30.8/35.7/38.5 亿元(原 2023-2024 年：32.6/36.3 亿元)，同增 9.5%/16%/7.8%，维持合理估值区间 14.9-15.7 元，对应 2024 年 11.6-12.3 倍 PE，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	31,997	39,767	41,883	43,944	45,339
(+/-%)	48.2%	24.3%	5.3%	4.9%	3.2%
净利润(百万元)	2957	2809	3076	3569	3846
(+/-%)	51.4%	-5.0%	9.5%	16.0%	7.8%
每股收益(元)	1.10	1.01	1.10	1.28	1.38
EBIT Margin	12.3%	9.8%	10.1%	10.9%	11.3%
净资产收益率(ROE)	15.8%	12.2%	12.4%	13.2%	13.1%
市盈率(PE)	10.5	11.5	10.5	9.0	8.4
EV/EBITDA	9.6	9.6	7.9	7.0	6.5
市净率(PB)	1.65	1.39	1.29	1.19	1.10

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

轻工制造·造纸

证券分析师：丁诗洁

联系人：刘璇

0755-81981391

0755-81982887

dingshijie@guosen.com.cn liucan5@guosen.com.cn

S0980520040004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	14.90 - 15.70 元
收盘价	11.52 元
总市值/流通市值	32195/31610 百万元
52 周最高价/最低价	13.15/9.94 元
近 3 个月日均成交额	211.22 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《太阳纸业(002078.SZ)-三季度收入增长 24%，毛利率环比下降》——2022-10-30

《太阳纸业(002078.SZ)-归母净利润增长 51.4%，综合竞争力持续提升》——2022-04-18

《太阳纸业-002078-2021 业绩预告点评：归母净利润预增 46%-60%，四季度成本压力较大》——2022-01-29

《太阳纸业-002078-2021 年中报点评：一体化稳步推进孕育新增长机遇》——2021-09-08

《太阳纸业-002078-2020 年和 2021 年一季度财报点评：项目获丰收，砥砺前行》——2021-05-19

图1：太阳纸业营业收入及增速（百万元、%）



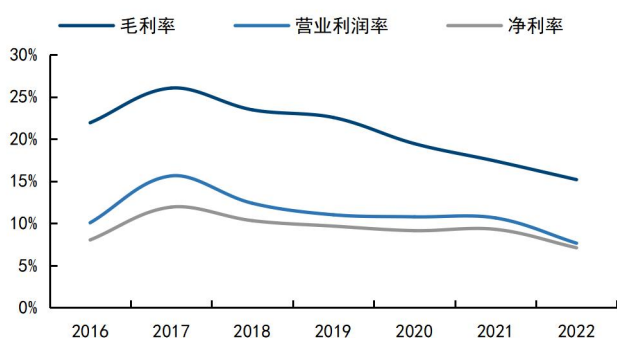
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：太阳纸业净利润及增速（百万元、%）



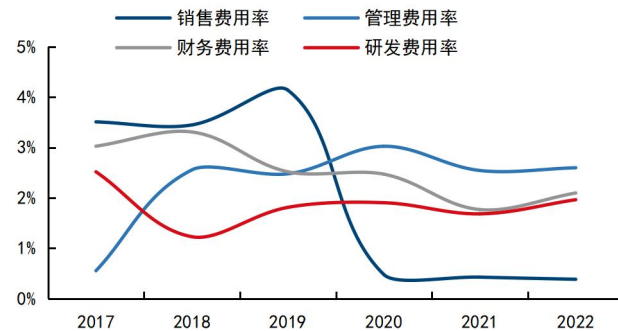
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：太阳纸业毛利率和净利率（%）



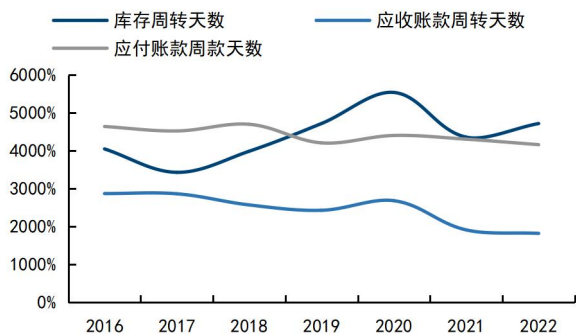
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：太阳纸业销售、管理和财务费用率（%）



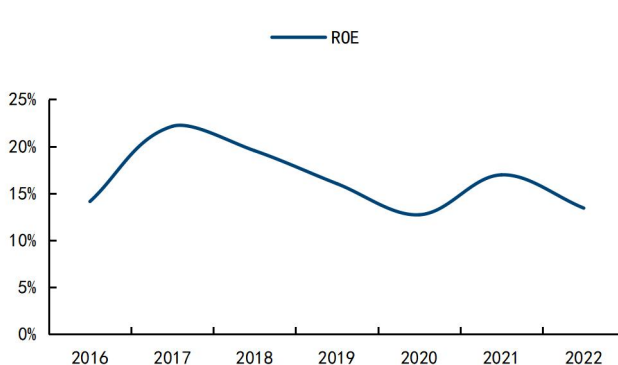
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：太阳纸业营运周转天数



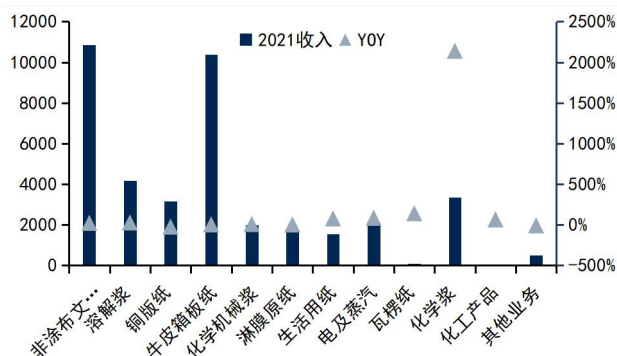
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：太阳纸业 ROE



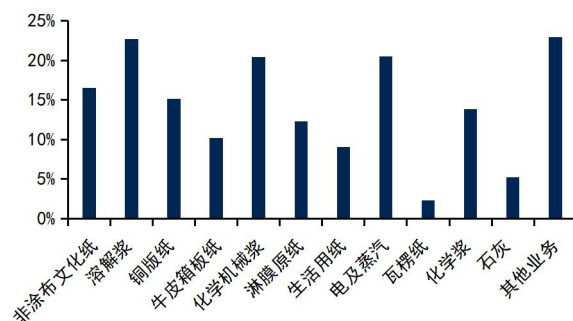
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：太阳纸业 2022 年各业务收入及同比增速（百万元，%）



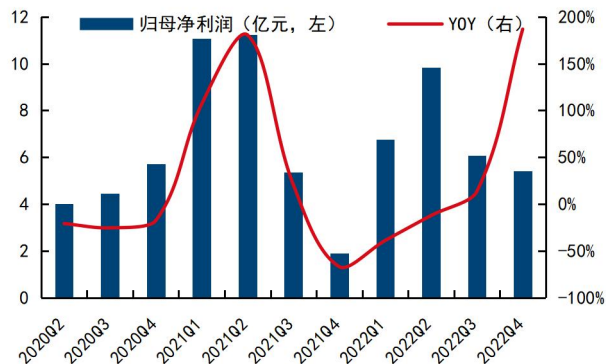
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：太阳纸业 2022 年各业务毛利率（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司季度营业收入及增长



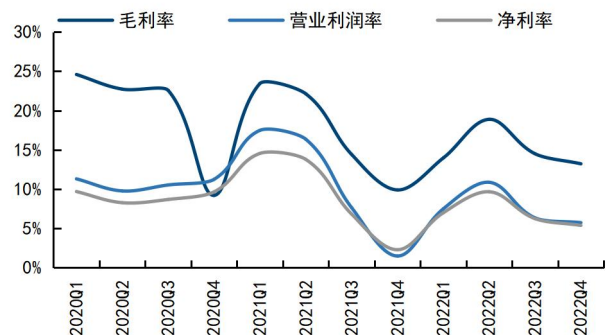
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司季度净利润及增长



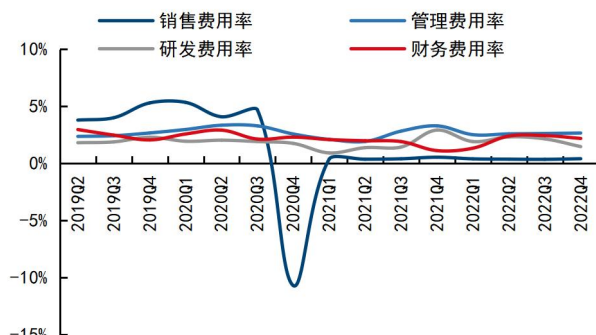
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11：公司季度利润率水平



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图12：公司季度费用率水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：看好行业景气上行推动盈利修复，长期林纸浆一体化效应释放

2022 年浆价快速上行，下游需求因疫情等因素相对疲软，盈利承压，公司通过提价、产品结构调整等方式应对成本压力。同时上游延申浆、林产业，进行长期产能布局，可加强可本管控能力、灵活捕捉浆类景气需求。展望 2023 年浆价下行持续兑现，教辅招标、传单展会等社会需求利好纸价提升，同时公司持续加大产能建设，造纸盈利有望修复。长期凭借龙头综合实力与林纸浆一体化布局，有望抵消成本周期导致的盈利波动。考虑浆价回落和需求复苏情况，小幅下调盈利预测，预计 2023-2025 年净利润为 30.8/35.7/38.5 亿元(原 2023-2024 年：32.6/36.3 亿元)，同增 9.5%/16%/7.8%，维持合理估值区间 14.9-15.7 元，对应 2024 年 11.6-12.3 倍 PE，维持“买入”评级。

表1：盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	31,997	39,767	41,883	43,944	45,339
(+/-%)	48.2%	24.3%	5.3%	4.9%	3.2%
净利润(百万元)	2957	2809	3076	3569	3846
(+/-%)	51.4%	-5.0%	9.5%	16.0%	7.8%
每股收益(元)	1.10	1.01	1.10	1.28	1.38
EBIT Margin	12.3%	9.8%	10.1%	10.9%	11.3%
净资产收益率	15.8%	12.2%	12.4%	13.2%	13.1%
市盈率(PE)	10.5	11.5	10.5	9.0	8.4
EV/EBITDA	9.6	9.6	7.9	7.0	6.5
市净率(PB)	1.65	1.39	1.29	1.19	1.10

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	3468	2386	3265	5230	8206	营业收入	31997	39767	41883	43944	45339
应收款项	1941	2500	2633	2762	2850	营业成本	26438	33735	35317	36688	37667
存货净额	3506	5339	5426	5599	5719	营业税金及附加	139	178	187	197	203
其他流动资产	2335	2358	2484	2606	2689	销售费用	136	153	178	187	193
流动资产合计	11251	12588	13812	16201	19468	管理费用	814	1033	1160	1213	1249
固定资产	28217	32147	34015	33493	32700	研发费用	538	781	880	923	952
无形资产及其他	1274	1767	1696	1625	1555	财务费用	565	834	740	776	801
投资性房地产	1756	1256	1256	1256	1256	投资收益	43	22	23	24	25
长期股权投资	241	256	289	318	344	资产减值及公允价值变动	(8)	(49)	(89)	(94)	(97)
资产总计	42737	48014	51069	52894	55323	其他收入	(539)	(775)	(765)	(806)	(834)
短期借款及交易性金融负债	10770	10467	10467	10467	10467	营业利润	3399	3033	3469	4007	4319
应付款项	5105	5032	5114	5277	5390	营业外净收支	(20)	35	37	39	40
其他流动负债	1999	1949	3101	2651	2692	利润总额	3379	3068	3506	4046	4360
流动负债合计	17875	17448	18682	18394	18549	所得税费用	412	251	421	485	523
长期借款及应付债券	5391	6640	6640	6640	6640	少数股东损益	(10)	(8)	(9)	(9)	(10)
其他长期负债	657	753	763	773	783	归属于母公司净利润	2957	2809	3076	3569	3846
长期负债合计	6049	7392	7402	7412	7422	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	23924	24840	26084	25806	25971	净利润	2957	2809	3076	3569	3846
少数股东权益	81	90	84	79	73	资产减值准备	(59)	40	(36)	2	(1)
股东权益	18733	23084	24900	27008	29279	折旧摊销	1757	2047	3150	3498	3767
负债和股东权益总计	42737	48014	51069	52894	55323	公允价值变动损失	8	49	89	94	97
						财务费用	565	834	740	776	801
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	28	(1904)	862	(701)	(127)
每股收益	1.10	1.01	1.10	1.28	1.38	其它	52	(44)	31	(7)	(5)
每股红利	0.30	0.41	0.45	0.52	0.56	经营活动现金流	4743	2996	7172	6455	7577
每股净资产	6.97	8.26	8.91	9.66	10.48	资本开支	0	(5929)	(5000)	(3000)	(3000)
ROIC	12%	12%	11%	12%	13%	其它投资现金流	0	(4)	0	0	0
ROE	16%	12%	12%	13%	13%	投资活动现金流	(37)	(5949)	(5034)	(3029)	(3026)
毛利率	17%	15%	16%	17%	17%	权益性融资	11	0	0	0	0
EBIT Margin	12%	10%	10%	11%	11%	负债净变化	2182	1248	0	0	0
EBITDA Margin	18%	15%	18%	19%	20%	支付股利、利息	(794)	(1150)	(1260)	(1462)	(1575)
收入增长	48%	24%	5%	5%	3%	其它融资现金流	(6997)	1675	0	0	0
净利润增长率	51%	-5%	10%	16%	8%	融资活动现金流	(4208)	1871	(1260)	(1462)	(1575)
资产负债率	56%	52%	51%	49%	47%	现金净变动	498	(1081)	879	1964	2977
息率	2.5%	3.6%	3.9%	4.5%	4.9%	货币资金的期初余额	2970	3468	2386	3265	5230
P/E	10.5	11.5	10.5	9.0	8.4	货币资金的期末余额	3468	2386	3265	5230	8206
P/B	1.7	1.4	1.3	1.2	1.1	企业自由现金流	0	(2215)	2735	4027	5168
EV/EBITDA	9.6	9.6	7.9	7.0	6.5	权益自由现金流	0	708	1945	3255	4429

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032