

## 太阳纸业（002078）2022年报及2023年一季度点评

## 业绩略超预期，看好盈利能力持续改善

## 事项:

- ❖ 公司公布2022年年报及2023年一季度。2022年公司实现营业收入397.7亿元（YOY+24.3%），实现归母净利润28.1亿元（YOY-5.0%）；实现扣非归母净利润27.7亿元（YOY-5.5%）。2023Q1实现营业收入98.1亿元（YOY+1.4%），实现归母净利润5.7亿元（YOY-16.2%）；实现扣非归母净利润5.5亿元（YOY-16%）。23Q1归母净利率/扣非净利率分别同减1.2/1.2pcts，主要系财务费用率同比增加0.7pct。

## 评论:

- ❖ **2022年浆纸收入稳健增长。**2022年：分产品看，非涂布文化纸/铜版纸/牛皮箱板纸/淋膜原纸/生活用纸/溶解浆/化学浆/化机浆/电及蒸汽分别实现营收108.6/31.8/103.9/16.8/15.3/41.7/33.6/19.9/19.9亿元，分别同比+23.7%/-22.5%/+4.7%/+4.2%/+78.2%/+28.1%/+2140.4%/+9.1%/+86.1%。
- ❖ **23Q1：出版旺季带动文化纸需求恢复，包装纸随废纸价格下跌盈利逐步改善。**1) 木浆系：Q1文化纸盈利环比改善，浆价持续下跌。①木浆：Q1公司仍消耗高价库存，预计Q2起成本逐步改善。23Q1阔叶浆外盘价环比-7.6%，且近期纸浆超预期下跌，未来预计持续走低（供应端UPM&Arauco投产或带来新增量，需求端欧洲木浆3月库存环比/同比+2.9%/+55.5%）。溶解浆看，23Q1市场均价同比/环比+0.7%/-10.8%，未来随纺服终端需求回暖，有望回升。②纸：23Q1双胶纸/铜板纸市场价分别为6694/5689元/吨（同比+14%/+4%，环比+0.4%/+0.5%），吨毛利分别同比+468/-57元，环比+438/+389元至143/-634元，当前在出版旺季支撑下文化纸盈利边际不断改善，双胶/铜板吨毛利分别于2/4月转正，并不断增长。同时，公司宣布自5月1日起对涂布类提价100元/吨，有望进一步增厚盈利。2) 废纸系：下游消费逐步恢复，成本亦逐步改善。23Q1全国规模以上快递业务收入同比+8.2%，下游需求逐步恢复；Q1在国废价格持续下行（同比/环比分别-28%/-15%）下箱板纸吨毛利迎来改善（同比+202元，环比+143元）。预计后续随终端消费改善盈利将进一步回升。
- ❖ **林浆纸一体化布局稳步推进，持续夯实核心优势，维持“强推”评级。**公司目前合计纸、浆设计产能已超1000万吨，在建项目稳步推进（南宁100万吨包装纸和50万吨本色化学浆将于23Q3试产，老挝15万吨本色化机浆预计在23年具备试产条件），林浆纸一体化布局推进，成本优势不断拓宽。考虑到公司毛利率已环比改善，同时当前浆价下行超预期，我们预计23/24/25年归母净利润31.34/37.1/40.16亿元（23/24年前值为30.9/35亿），对应当前股价PE 10/9/8X。采用DCF估值法，给予公司目标价16元/股，维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**下游需求不及预期，木浆价格持续上涨。

## 主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	39,767	40,322	42,907	45,443
同比增速(%)	24.3%	1.4%	6.4%	5.9%
归母净利润(百万)	2,809	3,134	3,710	4,016
同比增速(%)	-5.0%	11.6%	18.4%	8.2%
每股盈利(元)	1.01	1.12	1.33	1.44
市盈率(倍)	11	10	9	8
市净率(倍)	1.4	1.2	1.1	0.9

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2023年4月28日收盘价

## 强推（维持）

目标价：16元

当前价：11.39元

## 华创证券研究所

证券分析师：刘佳昆

邮箱：liujiakun@hcyjs.com

执业编号：S0360521050002

## 公司基本数据

总股本(万股)	279,468.41
已上市流通股(万股)	274,395.26
总市值(亿元)	318.31
流通市值(亿元)	312.54
资产负债率(%)	51.87
每股净资产(元)	8.42
12个月内最高/最低价	12.96/10.17

## 市场表现对比图(近12个月)



## 相关研究报告

《太阳纸业（002078）2022年业绩快报点评：外部因素扰动Q4暂承压，静候业绩逐季修复》

2023-03-01

《太阳纸业（002078）2022年三季度报点评：业绩表现稳健，产能建设稳步推进》

2022-11-06

《太阳纸业（002078）2022年中报点评：业绩逆势超预期，经营韧性凸显》

2022-08-30

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,386	6,639	13,990	21,123
应收票据	188	220	136	154
应收账款	2,233	2,596	2,695	2,718
预付账款	664	718	721	778
存货	5,339	5,083	5,360	5,601
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	1,777	3,772	3,189	3,101
流动资产合计	12,588	19,029	26,092	33,474
其他长期投资	30	30	30	30
长期股权投资	256	256	256	256
固定资产	28,874	29,826	30,706	31,522
在建工程	3,273	4,753	6,239	8,470
无形资产	1,767	1,838	1,909	2,018
其他非流动资产	1,226	1,241	1,260	1,281
非流动资产合计	35,426	37,945	40,399	43,577
<b>资产合计</b>	<b>48,014</b>	<b>56,974</b>	<b>66,491</b>	<b>77,051</b>
短期借款	8,169	8,641	9,113	9,584
应付票据	1,117	1,288	1,259	1,445
应付账款	3,915	4,314	4,682	4,941
预收款项	0	0	0	0
合同负债	528	535	569	603
其他应付款	922	922	922	922
一年内到期的非流动负债	2,297	2,297	2,297	2,297
其他流动负债	499	533	672	646
流动负债合计	17,448	18,531	19,515	20,439
长期借款	6,640	11,467	16,301	21,942
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	753	753	753	753
非流动负债合计	7,392	12,220	17,053	22,695
<b>负债合计</b>	<b>24,840</b>	<b>30,750</b>	<b>36,568</b>	<b>43,134</b>
归属母公司所有者权益	23,084	26,218	29,929	33,944
少数股东权益	90	6	-6	-27
<b>所有者权益合计</b>	<b>23,174</b>	<b>26,224</b>	<b>29,923</b>	<b>33,917</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>48,014</b>	<b>56,974</b>	<b>66,491</b>	<b>77,051</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,824</b>	<b>4,435</b>	<b>7,453</b>	<b>7,247</b>
现金收益	5,760	6,028	6,668	7,059
存货影响	-1,833	256	-277	-241
经营性应收影响	-684	-395	53	-26
经营性应付影响	-364	570	339	446
其他影响	944	-2,024	670	9
<b>投资活动现金流</b>	<b>-6,121</b>	<b>-4,792</b>	<b>-4,782</b>	<b>-5,588</b>
资本支出	-6,532	-4,743	-4,752	-5,547
股权投资	-15	0	0	0
其他长期资产变化	427	-49	-29	-41
<b>融资活动现金流</b>	<b>1,803</b>	<b>4,610</b>	<b>4,680</b>	<b>5,474</b>
借款增加	945	5,299	5,305	6,113
股利及利息支付	-1,150	-678	-670	-684
股东融资	0	0	0	0
其他影响	2,008	-11	44	44

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>39,767</b>	<b>40,322</b>	<b>42,907</b>	<b>45,443</b>
营业成本	33,735	34,084	35,348	37,864
税金及附加	178	189	241	217
销售费用	153	155	208	220
管理费用	1,033	1,047	1,543	1,180
研发费用	781	792	842	892
财务费用	834	645	630	641
信用减值损失	-16	-16	-16	-16
资产减值损失	-55	-55	-71	-71
公允价值变动收益	-6	-6	-6	-6
投资收益	22	22	22	22
其他收益	41	41	21	21
<b>营业利润</b>	<b>3,033</b>	<b>3,388</b>	<b>4,037</b>	<b>4,371</b>
营业外收入	39	39	19	20
营业外支出	4	4	4	4
<b>利润总额</b>	<b>3,068</b>	<b>3,424</b>	<b>4,052</b>	<b>4,386</b>
所得税	251	280	331	359
<b>净利润</b>	<b>2,817</b>	<b>3,144</b>	<b>3,721</b>	<b>4,028</b>
少数股东损益	8	9	11	12
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,809</b>	<b>3,134</b>	<b>3,710</b>	<b>4,016</b>
NOPLAT	3,583	3,736	4,300	4,617
EPS(摊薄) (元)	1.01	1.12	1.33	1.44

**主要财务比率**

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	24.3%	1.4%	6.4%	5.9%
EBIT 增长率	-1.1%	4.3%	15.1%	7.4%
归母净利润增长率	-5.0%	11.6%	18.4%	8.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率	15.2%	15.5%	17.6%	16.7%
净利率	7.1%	7.8%	8.7%	8.9%
ROE	12.2%	12.0%	12.4%	11.8%
ROIC	9.8%	8.4%	8.2%	7.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	51.7%	54.0%	55.0%	56.0%
债务权益比	77.1%	88.3%	95.1%	101.9%
流动比率	0.7	1.0	1.3	1.6
速动比率	0.4	0.8	1.1	1.4
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.8	0.7	0.6	0.6
应收账款周转天数	18	22	22	21
应付账款周转天数	42	43	46	46
存货周转天数	47	55	53	52
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.01	1.12	1.33	1.44
每股经营现金流	1.37	1.59	2.67	2.59
每股净资产	8.26	9.38	10.71	12.15
<b>估值比率</b>				
P/E	11	10	9	8
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	8	8	7	7

## 轻工纺服组团队介绍

**组长、首席分析师：刘佳昆**

英国约克大学硕士，曾任职于兴业证券、天风证券。水晶球入围核心成员。2021 年加入华创证券研究所。

**助理研究员：刘一怡**

浙江大学硕士。2022 年加入华创证券研究所。

**助理研究员：毛宇翔**

英国伦敦政治经济学院硕士。2022 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 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。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522