

太阳纸业（002078.SZ）

Q4 业绩底部确立，25 年趋势向上

买入（维持评级）

投资要点：

➤ 公司发布 2024 年业绩快报，Q4 业绩底部确立

公司 24 年实现营收 407.39 亿元，同比+3.02%，归母净利润 31.26 亿元，同比+1.29%，扣非归母 32.63 亿元，同比+7.81%。其中 24Q4 营收 97.64 亿元，同比/环比分别-5.6%/-6.6%；归母净利润 6.67 亿元，同比/环比分别-29.7%/-4.8%，扣非归母 6.72 亿元，同比/环比分别-28.6%/-13.2%。纸价承压+成本滞后，Q4 业绩底部确立。

➤ 供需边际改善，看好 25H1 业绩环比向上

11 月以来文化纸经历多轮提价，规模纸企停机减产，行业供需边际改善。根据卓创资讯，1-3 月外盘木浆连续三月报涨，目前阔叶浆价格为 610 美金/吨，文化纸同期发布涨价函，3 月将再度提涨 200 元/吨。2 月下旬，双胶纸、铜版纸均价已有小幅回暖，截至 2 月 22 日，双胶纸/铜版纸周度价格分别 5415、5680 元/吨，较 1 月初分别提升 27.5、150 元/吨。我们判断 3 月教辅教材招标旺季开启+浆价支撑下提价有望进一步落地。截至 2 月 20 日，双胶纸、铜版纸周度开工负荷率分别为 50.51%和 56.49%，较年后（2 月 6 日）提升 6.29/3.64pct。同时随着低价浆逐步兑现至成本有望增厚盈利。此外，25Q2 公司溶解浆线搬迁改造将完成投产，或进一步增厚 Q2 业绩。

➤ 南宁二期项目持续推进，巩固林浆纸一体化优势

2023 年起公司南宁基地建设项目逐步投产，23 年 10 月南宁一期 100 万吨包装纸及 50 万吨配套本色化学浆投产，30 万吨生活用纸一期产能于 24Q3 投产。另外一期项目中 PM11/PM12 高档包装纸生产线已经启动实施，预计将 2025 年四季度陆续进入试产阶段。2024 年 5 月，公司召开 2023 年年度股东大会，审议通过了《关于投资建设广西南宁林浆纸一体化技改及配套产业园（二期）项目的议案》。南宁二期项目将建设年产 40 万吨特种纸生产线、年产 35 万吨漂白化学木浆生产线、年产 15 万吨机械木浆生产线及相关配套设施，我们预期二期项目产能将于 26 年起陆续释放，进一步巩固公司林浆纸一体化的规模及成本优势。

➤ 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2024-2026 年收入增速分别为 3.0%、6.6%、6.2%（前值 2.8%、6.6%、6.2%），归母净利润增速分别为 1.3%、8.4%、16.8%（前值-0.5%、6.8%、17.4%），对应 EPS 分别为 1.21 元、1.42 元。当前市值对应 25 年估值约 11X，安全边际凸显。我们认为短期浆纸联动可期、公司盈利有望向上，中长期一体化龙头成本优势显著，维持“买入”评级。

➤ 风险提示

市场竞争加剧、下游需求不及预期、原材料价格大幅波动、产能建设项目进度不及预期等。

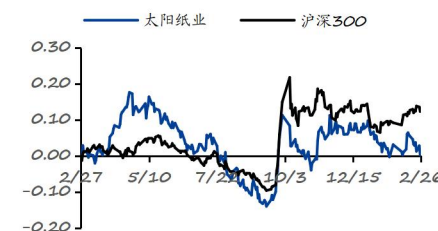
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	39,767	39,544	40,739	43,419	46,115
增长率	24%	-1%	3%	7%	6%
净利润（百万元）	2,809	3,086	3,126	3,390	3,959
增长率	-5%	10%	1%	8%	17%
EPS（元/股）	1.01	1.10	1.12	1.21	1.42
市盈率（P/E）	13.6	12.3	12.2	11.2	9.6
市净率（P/B）	1.6	1.5	1.4	1.2	1.1

数据来源：公司公告、华福证券研究所

基本数据

日期	2025-02-26
收盘价:	13.62 元
总股本/流通股本(百万股)	2,794.54/2,775.31
流通 A 股市值(百万元)	37,799.68
每股净资产(元)	9.91
资产负债率(%)	46.37
一年内最高/最低价(元)	16.56/11.58

一年内股价相对走势



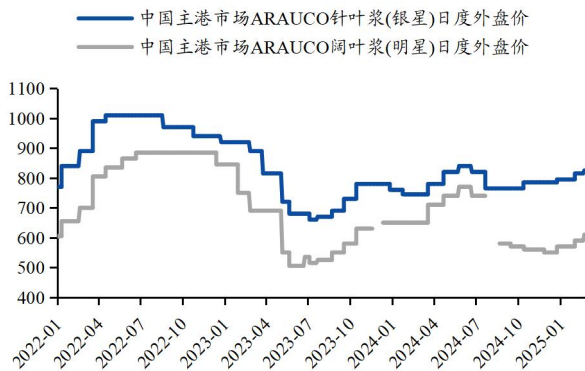
团队成员

分析师:	李宏鹏(S0210524050017)
lhp30568@hfzq.com.cn	
分析师:	汪浚哲(S0210524050024)
wjz30579@hfzq.com.cn	

相关报告

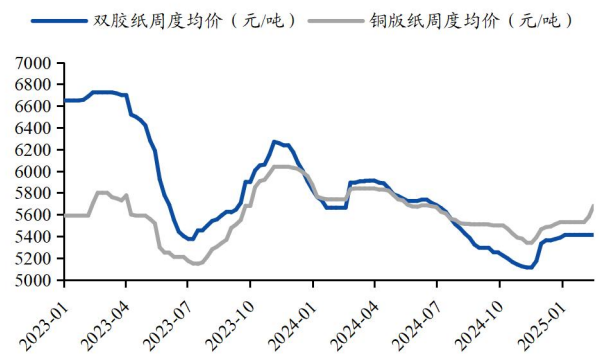
1、太阳纸业_首次覆盖_林浆纸一体化龙头，盈利改善在即——2025.01.03

图表 1: 针叶浆、阔叶浆价格 (美元/吨)



数据来源: 卓创资讯, 华福证券研究所

图表 2: 双胶纸、铜版纸周度均价



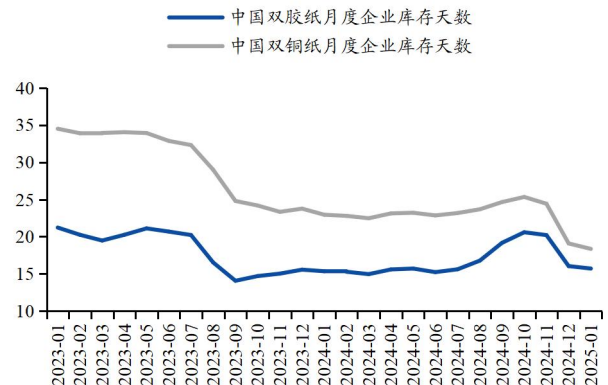
数据来源: 卓创资讯, 华福证券研究所

图表 3: 双胶纸、铜版纸周度开工负荷率 (%)



数据来源: 卓创资讯, 华福证券研究所

图表 4: 双胶纸、铜版纸月度企业库存天数



数据来源: 卓创资讯, 华福证券研究所

图表 5: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,495	8,148	8,684	9,223
应收票据及账款	2,323	2,319	2,480	2,549
预付账款	576	585	661	620
存货	4,574	5,477	5,839	5,019
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	2,900	2,852	3,430	3,182
流动资产合计	12,868	19,381	21,094	20,592
长期股权投资	277	277	277	277
固定资产	33,966	32,767	33,127	33,363
在建工程	573	1,273	2,473	2,573
无形资产	1,883	2,020	2,158	2,218
商誉	19	19	19	19
其他非流动资产	964	989	1,016	1,021
非流动资产合计	37,683	37,345	39,071	39,471
资产合计	50,551	56,726	60,165	60,064
短期借款	8,079	11,779	11,690	8,089
应付票据及账款	4,815	5,442	6,131	6,428
预收款项	0	0	0	0
合同负债	581	733	782	830
其他应付款	800	800	800	800
其他流动负债	2,605	2,608	2,619	2,631
流动负债合计	16,879	21,361	22,022	18,778
长期借款	6,702	6,642	6,692	6,742
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	814	814	814	814
非流动负债合计	7,516	7,456	7,506	7,556
负债合计	24,395	28,818	29,528	26,334
归属母公司所有者权益	26,051	27,789	30,500	33,573
少数股东权益	104	120	137	156
所有者权益合计	26,155	27,908	30,636	33,730
负债和股东权益	50,551	56,726	60,165	60,064

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	6,617	5,561	5,941	8,335
现金收益	6,042	6,205	6,386	6,961
存货影响	765	-903	-361	820
经营性应收影响	254	3	-177	22
经营性应付影响	-340	627	689	297
其他影响	-103	-370	-596	235
投资活动现金流	-4,769	-2,127	-4,126	-2,838
资本支出	-4,689	-2,118	-4,116	-2,858
股权投资	-21	0	0	0
其他长期资产变化	-58	-9	-10	19
融资活动现金流	-1,846	2,218	-1,279	-4,958
借款增加	-193	3,640	-38	-3,551
股利及利息支付	-1,154	-1,313	-1,575	-1,722
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-499	-109	335	315

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	39,544	40,739	43,419	46,115
营业成本	33,261	34,441	36,712	38,722
税金及附加	220	236	239	231
销售费用	154	163	165	161
管理费用	957	961	1,020	1,084
研发费用	929	917	981	1,042
财务费用	760	583	562	521
信用减值损失	-10	-10	0	0
资产减值损失	-67	-9	-60	-50
公允价值变动收益	18	-10	-2	2
投资收益	21	24	20	22
其他收益	70	0	0	0
营业利润	3,296	3,363	3,698	4,327
营业外收入	31	39	39	39
营业外支出	8	42	42	42
利润总额	3,320	3,360	3,695	4,324
所得税	219	218	288	346
净利润	3,101	3,141	3,406	3,978
少数股东损益	15	16	17	20
归属母公司净利润	3,086	3,126	3,390	3,959
EPS (按最新股本摊薄)	1.10	1.12	1.21	1.42

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-0.6%	3.0%	6.6%	6.2%
EBIT 增长率	4.6%	-3.3%	8.0%	13.8%
归母公司净利润增长率	9.9%	1.3%	8.4%	16.8%
获利能力				
毛利率	15.9%	15.5%	15.4%	16.0%
净利率	7.8%	7.7%	7.8%	8.6%
ROE	11.8%	11.2%	11.1%	11.7%
ROIC	9.5%	8.2%	8.4%	9.6%
偿债能力				
资产负债率	48.3%	50.8%	49.1%	43.8%
流动比率	0.8	0.9	1.0	1.1
速动比率	0.5	0.7	0.7	0.8
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.8
应收账款周转天数	19	17	17	17
存货周转天数	54	53	55	50
每股指标 (元)				
每股收益	1.10	1.12	1.21	1.42
每股经营现金流	2.37	1.99	2.13	2.98
每股净资产	9.32	9.94	10.91	12.01
估值比率				
P/E	12	12	11	10
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	104	101	97	89

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn