



太阳纸业(002078): Q3业绩表现亮眼，盈利水平有望延续

2023年11月7日

推荐/维持

太阳纸业

公司报告

事件：公司公布2023年三季报。前三季度公司实现收入292.03亿元，同比-1.48%；归母净利润21.37亿元，同比-5.79%。其中第三季度公司实现收入98.61亿元，同比+0.77%，环比上季度+3.39%；归母净利润8.85亿元，同比+45.46%，环比上季度+29.10%。

行业景气度改善，成本回落盈利释放。Q3公司收入实现同比、环比小幅增长。从行业来看，Q3主要产品文化纸、溶解浆的景气度稳中上扬，箱板纸景气度8月以来受“双节”下游备货有所提振。主要产品市场价格呈现前低后高、触底回升走势，从均价来看同比、环比仍有所回落。判断公司产销或表现较好，受益于需求改善、产能释放（南宁基地Q2、Q3投产特种文化纸、包装纸产线）的支撑。Q3公司毛利率16.74%，同比+2.24pct.、环比+0.61pct.，判断23H1浆价的大幅下跌反映为Q3公司用浆成本的明显回落，带动木浆系纸品盈利能力改善。

Q3公司期间费用率6.90%，同比-0.66pct.，环比-1.61pct.。其中财务费用率1.70%，同比-0.74pct.，环比-0.97pct.，或由于汇兑损失影响有所减小，借款规模有所压降。

展望Q4，预计成本稳定纸价坚挺，盈利水平有望维持。(1)文化纸：Q3纸价逐步走高，Q4为传统旺季，公司文化纸库存较低、订单较为饱满，纸价有望保持坚挺。考虑到浆价在成本端的滞后反映，Q4用浆成本或延续Q3低位水平；其他原料和能源（木片、煤炭等）价格有所上调。综合来看文化纸盈利环比或稳中有升。(2)箱板纸：纸价Q3触底回升，10月进一步上调。临近年底下游仍有备货需求，预计纸价有所支撑，箱板纸盈利或环比有所改善。

(3)溶解浆：10月价格有所上涨，公司产线满产、库存较低，预计后续浆价和盈利维持稳定。

展望明年，预计24H1公司用浆成本回升，盈利能力需关注产品价格。部分产品（例如文化纸）仍有行业产能待投放，纸价走势需关注需求景气度和上游浆价走势。

产能有序扩张，持续打造成本优势。公司南宁基地年产100万吨包装纸产线于23Q3投产爬坡，同时公司将依托当地现有和规划的化学浆产能，分两期建设年产30万吨生活用纸项目，未来将贡献收入增量。同时公司推进上游林地建设，目前老挝基地种植面积6万公顷，轮伐面积约5万公顷，后续将每年新增1.0-1.2万公顷的林地种植，增加木片自给水平、降低制浆造纸成本。公司资本开支计划有序，资产负债率当前为50.4%，未来有望持续优化。

盈利预测与投资评级：预计公司2023-2025年归母净利润为30.81、36.69、39.32亿元人民币，增速分别为9.74%、19.06%、7.17%，目前股价对应PE分别为11.0、9.3、8.6倍。公司短期盈利有望维持坚挺，中长期山东、广西、老挝三大基地协同发展，持续推进林浆纸一体化建设，强化成本优势。维持“推荐”评级。

风险提示：经济复苏不及预期，行业竞争加剧，项目投产进度不及预期。

公司简介：

公司已发展成为一家全球先进的跨国造纸集团和林浆纸一体化企业，主导产品有高级美术铜版纸、高级文化办公用纸、太阳生活用纸、特种纤维溶解浆等系列。

资料来源：公司公告、同花顺

未来3-6个月重大事项提示：

无

发债及交叉持股介绍：

无

资料来源：同花顺、东兴证券研究所

交易数据

52周股价区间(元)	12.92-10.22
总市值(亿元)	339.55
流通市值(亿元)	335.93
总股本/流通A股(万股)	279,468/279,468
流通B股/H股(万股)	-/-
52周日均换手率	0.97

52周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：常子杰

010-66554040

changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521080005

分析师：沈逸伦

010-66554044

shenyl@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480523060001

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	31,996.64	39,766.93	39,972.88	43,243.14	46,388.17
增长率 (%)	48.21%	24.28%	0.52%	8.18%	7.27%
归母净利润 (百万元)	2,956.84	2,808.77	3,081.45	3,668.81	3,931.94
增长率 (%)	50.76%	-5.04%	9.74%	19.06%	7.17%
净资产收益率 (%)	15.78%	12.17%	11.56%	12.07%	11.44%
每股收益(元)	1.10	1.01	1.10	1.31	1.41
PE	11.04	12.09	11.02	9.26	8.64
PB	1.74	1.47	1.27	1.12	0.99

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E			
流动资产合计	11251	12588	14773	16034	17315	营业收入	31997	39767	39973	43243	46388			
货币资金	3468	2386	4397	4757	5103	营业成本	26438	33735	33648	36152	38867			
应收账款	1787	2233	2244	2428	2604	营业税金及附加	139	178	179	194	208			
其他应收款	150	79	79	86	92	营业费用	136	153	153	166	178			
预付款项	555	664	832	1013	1207	管理费用	814	1033	959	1038	1113			
存货	3506	5339	5325	5722	6151	财务费用	565	834	813	755	724			
其他流动资产	649	260	260	260	260	研发费用	538	781	999	1081	1160			
非流动资产合计	31487	35426	39477	42194	44556	资产减值损失	-31.36	-70.87	-10.00	-10.00	-10.00			
长期股权投资	241	256	256	256	256	公允价值变动收益	-8.45	-5.69	0.00	0.00	0.00			
固定资产	27922	28874	30727	34232	35390	投资净收益	42.89	21.94	10.00	10.00	10.00			
无形资产	1274	1767	1977	2183	2385	加: 其他收益	30.07	41.32	30.00	30.00	30.00			
其他非流动资产	1331	804	804	804	804	营业利润	3399	3033	3261	3888	4168			
资产总计	42737	48014	54250	58228	61871	营业外收入	39.45	38.99	32.00	32.00	32.00			
流动负债合计	17875	17448	20398	20921	20897	营业外支出	59.59	3.65	4.00	4.00	4.00			
短期借款	7698	8169	11158	11281	10824	利润总额	3379	3068	3289	3916	4196			
应付账款	3884	3915	3852	4138	4449	所得税	412	251	197	235	252			
预收款项	372	528	556	586	618	净利润	2967	2817	3091	3681	3945			
一年内到期的非流动负债	3073	2297	2297	2297	2297	少数股东损益	10	8	10	12	13			
非流动负债合计	6049	7392	7091	6791	6491	归属母公司净利润	2957	2809	3081	3669	3932			
长期借款	5391	6640	6340	6040	5740	主要财务比率								
应付债券	0	0	0	0	0		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E			
负债合计	23924	24840	27489	27712	27388	成长能力								
少数股东权益	81	90	100	112	124	营业收入增长	48.21%	24.28%	0.52%	8.18%	7.27%			
实收资本(或股本)	2687	2795	2795	2795	2795	营业利润增长	46.41%	-10.79%	7.52%	19.22%	7.22%			
资本公积	2426	3574	3574	3574	3574	归属于母公司净利润增长	51.39%	-5.01%	9.71%	19.06%	7.17%			
未分配利润	13056	15218	17595	20424	23456	获利能力								
归属母公司股东权益合计	18733	23084	26661	30405	34359	毛利率 (%)	17.37%	15.17%	15.82%	16.40%	16.21%			
负债和所有者权益	42737	48014	54250	58228	61871	净利率 (%)	9.27%	7.08%	7.73%	8.51%	8.50%			
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润 (%)	6.92%	5.85%	5.68%	6.30%	6.36%			
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE (%)	15.78%	12.17%	11.56%	12.07%	11.44%			
经营活动现金流	4929	3824	5920	6498	7085	偿债能力								
净利润	2967	2817	3091	3681	3945	资产负债率 (%)	56%	52%	51%	48%	44%			
折旧摊销	1769	2109	2249	2583	2938	流动比率	0.63	0.72	0.72	0.77	0.83			
财务费用	565	834	813	755	724	速动比率	0.43	0.42	0.46	0.49	0.53			
应收账款减少	-177	-446	-12	-184	-177	营运能力								
预收款项增加	-918	156	28	30	32	总资产周转率	0.81	0.88	0.78	0.77	0.77			
投资活动现金流	-7226	-6121	-5472	-4472	-4472	应收账款周转率	19	20	18	19	18			
公允价值变动收益	-8	-6	0	0	0	应付账款周转率	10.12	10.20	10.29	10.82	10.80			
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标 (元)								
投资收益	43	22	10	10	10	每股收益(最新摊薄)	1.10	1.01	1.10	1.31	1.41			
筹资活动现金流	2796	1803	1562	-1666	-2267	每股净现金流(最新摊薄)	0.19	-0.18	0.72	0.13	0.12			
应付债券增加	-830	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.97	8.26	9.54	10.88	12.29			
长期借款增加	2182	1248	-300	-300	-300	估值比率								
普通股增加	62	108	0	0	0	P/E	11.04	12.09	11.02	9.26	8.64			
资本公积增加	575	1148	0	0	0	P/B	1.74	1.47	1.27	1.12	0.99			
现金净增加额	500	-495	2011	360	346	EV/EBITDA	7.92	8.23	7.88	6.80	6.13			

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	太阳纸业 (002078) : 业绩环比改善，盈利能力修复有望持续	2023-09-04
公司普通报告	太阳纸业 (002078) : 盈利能力改善可期，林浆纸一体化扩张巩固竞争优势	2023-05-05
公司普通报告	太阳纸业 (002078) : 盈利能力环比承压静待改善，长期扩张势头不变	2022-10-31
公司普通报告	太阳纸业 (002078) : Q2 浆类产品量利齐升，助力业绩环比显著改善	2022-08-30
公司深度报告	太阳纸业 (002078) : 产业链与区位布局推进之下，再论公司成本优势	2022-05-24

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

常子杰

中央财经大学金融学硕士，2019 年加入东兴证券研究所，现任轻工制造行业分析师，研究方向为造纸、包装、电子烟。

沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士。2021 年加入东兴证券研究所，轻工制造行业分析师，主要负责家居和其他消费轻工研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看高：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526