

林浆纸一体化龙头 α 属性持续彰显

2024 年 02 月 28 日

► **太阳纸业发布 2023 年业绩快报：**公司全年实现营收/归母净利润/扣非净利润 397.03/30.72/30.16 亿元，同比变化-0.16%/9.38%/8.83%；其中 Q4 实现营收 / 归母净利润 / 扣非净利润 105.01/9.36/9.31 亿元，同增 3.70%/73.25%/73.61%。

► **新产能释放，2023Q4 收入同比/环比分别增加 3.70%/6.50%。**价：23Q4 双胶纸 / 铜版纸 / 箱板纸 / 内盘溶解浆吨均价环比分别增加 6.67%/5.21%/0.44%/4.77%，同比分别下降 10.33%/3.26%/9.78%/8.61%；量：年内公司广西 100 万吨箱板瓦楞纸以及 50 万吨本色浆新产能释放，产能提升带动收入增长。在行业盈利承压背景下，太阳凭借产业链一体化布局叠加高效管控能力，盈利水平逐季改善， α 能力持续凸显。

► **2024Q1 箱板瓦楞开始盈利，预计同比延续高增。**文化纸方面：2024 年 1 月双胶纸均价为 5704.55 元，同比/环比分别下降 4.39%/10.87%，1-2 月份为文化纸传统淡季，同时在浆价成本提高的背景下我们预计 24Q1 盈利暂时承压。往后去看，行业各龙头企业在年前分别发布涨价函，3 月份进入出版社招标旺季，叠加浆企报价上涨（Suzano 3 月亚洲报价增加 30 美元/吨），看好后续文化纸价格持续增加带动盈利水平提升。箱板纸方面：2024 年 1 月箱板纸均价为 3400 元/吨，环比持平，同比下降 16.05%，随着下游需求逐渐转好，各纸企持续发布涨价函，同时我们预计广西箱板纸项目在一季度逐渐由亏转盈，后续盈利水平稳步增长。木浆方面：纸浆目前延续震荡状态，短期受益于欧洲补库，叠加国内渐进旺季，浆价持续坚挺；中期浆价或仍有向下空间（阔叶浆成本多在 400-600 美元/吨浮动），后续随着新产能投放（Suzano 2024 年年中投放 255 万吨阔叶浆产能），尤其是阔叶浆预计震荡下行。

► **投资建议：**区域方面，公司完善广西基地布局，旨在提升华南市场话语权同时，亦助力公司背靠区域林地资源，加强产业链一体化建设；产能方面，根据南宁 525 万吨林浆纸一体化项目公告，项目一期将建设 220 万吨高端箱板纸、50 万吨本色浆以及 15 万吨化学浆；23Q3 首条 100 万吨箱板纸产线和 50 万吨本色浆线已投产，并且在 23 年 10 月公司通过投资新建年产 30 万吨生活用纸提案，充分利用未来南宁地区自产木浆产能；同时老挝基地持续推进林地资源建设，山东、广西、老挝三大基地协同发展，在木片中期价格上行背景下，看好公司背靠林木资源加速行业整合。预计公司 2023-2025 年归母净利润为 31/33/36 亿元，对应 PE 估值为 13X/12X/11X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**下游需求不及预期，受关税政策冲击超预期，行业竞争加剧。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	39,767	39,703	45,553	48,449
增长率 (%)	23.7	-0.2	14.7	6.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,809	3,072	3,305	3,614
增长率 (%)	-4.1	9.4	7.6	9.3
每股收益 (元)	1.01	1.10	1.18	1.29
PE	14	13	12	11
PB	1.7	1.5	1.4	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 02 月 27 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

13.73 元



分析师 徐皓亮

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

相关研究

- 1.太阳纸业 (002078.SZ) 2023 年三季度报点评：逆势彰显 α 属性，造纸龙头 Q3 盈利持续改善-2023/10/30
- 2.太阳纸业 (002078.SZ) 2023 半年报点评：林浆纸一体化龙头 α 能力凸显，盈利水平逐季改善-2023/08/27
- 3.太阳纸业 (002078.SZ) 2023 年一季报点评：一体化布局带来盈利韧性，业绩略超预期-2023/04/28
- 4.太阳纸业 (002078.SZ) 2022 年年报点评：穿越产业波动彰显盈利韧性，构筑产业链一体化志在长远-2023/04/24
- 5.太阳纸业 (002078.SZ) 2022 年业绩快报点评：完成股权激励目标， α 能力持续凸显-2023/02/28

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	39,767	39,703	45,553	48,449
营业成本	33,735	33,485	38,686	41,060
营业税金及附加	178	173	198	211
销售费用	153	169	194	206
管理费用	1,033	1,009	1,158	1,232
研发费用	781	873	1,002	1,066
EBIT	3,885	3,999	4,322	4,683
财务费用	834	674	730	753
资产减值损失	-55	-27	-31	-33
投资收益	22	20	23	24
营业利润	3,033	3,319	3,584	3,921
营业外收支	35	39	29	29
利润总额	3,068	3,358	3,613	3,950
所得税	251	275	296	324
净利润	2,817	3,083	3,316	3,626
归属于母公司净利润	2,809	3,072	3,305	3,614
EBITDA	5,997	6,302	6,916	7,532

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,386	4,402	4,576	6,564
应收账款及票据	2,421	2,360	2,708	2,880
预付款项	664	670	774	821
存货	5,339	5,294	6,117	6,492
其他流动资产	1,777	1,990	2,211	2,321
流动资产合计	12,588	14,717	16,385	19,078
长期股权投资	256	296	336	376
固定资产	28,874	31,464	33,860	37,092
无形资产	1,767	2,253	2,434	2,523
非流动资产合计	35,426	39,212	40,160	40,946
资产合计	48,014	53,928	56,545	60,023
短期借款	8,169	9,879	10,479	10,479
应付账款及票据	5,032	4,771	5,511	5,850
其他流动负债	4,247	4,862	2,883	3,055
流动负债合计	17,448	19,512	18,874	19,384
长期借款	6,640	7,540	8,090	8,090
其他长期负债	753	854	854	854
非流动负债合计	7,392	8,394	8,944	8,944
负债合计	24,840	27,906	27,818	28,328
股本	2,795	2,795	2,795	2,795
少数股东权益	90	100	111	123
股东权益合计	23,174	26,022	28,728	31,696
负债和股东权益合计	48,014	53,928	56,545	60,023

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	23.66	-0.16	14.74	6.36
EBIT 增长率	-0.35	2.95	8.07	8.35
净利润增长率	-4.12	9.39	7.58	9.33
盈利能力 (%)				
毛利率	15.17	15.66	15.07	15.25
净利润率	7.06	7.74	7.26	7.46
总资产收益率 ROA	5.85	5.70	5.85	6.02
净资产收益率 ROE	12.17	11.85	11.55	11.45
偿债能力				
流动比率	0.72	0.75	0.87	0.98
速动比率	0.36	0.42	0.48	0.58
现金比率	0.14	0.23	0.24	0.34
资产负债率 (%)	51.74	51.75	49.20	47.19
经营效率				
应收账款周转天数	20.49	20.00	20.00	20.00
存货周转天数	57.77	58.00	58.00	58.00
总资产周转率	0.88	0.78	0.82	0.83
每股指标 (元)				
每股收益	1.01	1.10	1.18	1.29
每股净资产	8.26	9.28	10.24	11.30
每股经营现金流	1.37	2.20	2.24	2.52
每股股利	0.20	0.22	0.24	0.26
估值分析				
PE	14	13	12	11
PB	1.7	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	8.78	8.35	7.61	6.99
股息收益率 (%)	1.45	1.58	1.70	1.86

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	2,817	3,083	3,316	3,626
折旧和摊销	2,112	2,303	2,594	2,849
营运资金变动	-1,754	128	-451	-267
经营活动现金流	3,824	6,154	6,260	7,036
资本开支	-4,682	-6,300	-3,474	-3,565
投资	-1,446	0	0	0
投资活动现金流	-6,121	-5,962	-3,491	-3,581
股权募资	0	0	0	0
债务募资	2,491	2,762	-1,200	0
筹资活动现金流	1,803	1,823	-2,595	-1,466
现金净流量	-490	2,015	174	1,988

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026