

业绩表现稳健，林浆纸一体化持续落地

太阳纸业(002078)

推荐 (维持)

分析师

陈柏儒

☎: 010-80926000

✉: chenbairu_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130521080001

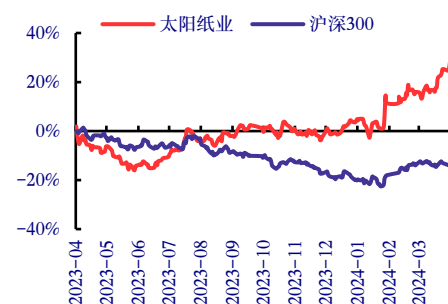
研究助理: 刘立思

市场数据

2024-04-10

股票代码	002078.SZ
A股收盘价(元)	15.41
上证指数	3,027.33
总股本(万股)	279,457
实际流通A股(万股)	276,488
流通A股市值(亿元)	426.07

相对沪深300表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

【银河轻纺】公司点评_轻纺行业_太阳纸业_Q2盈利环比改善, 静待后续盈利弹性释放

核心观点:

- **事件:** 公司发布 2023 年年度报告。报告期内, 公司实现营收 395.44 亿元, 同比-0.56%; 归母净利润 30.86 亿元, 同比+9.86%; 基本每股收益 1.1 元。其中, 公司第四季度单季实现营收 103.42 亿元, 同比+2.13%; 归母净利润 9.49 亿元, 同比+75.51%。

- **毛利率逐季改善, 费用率同比微增, 净利率实现提升。**

毛利率方面, 2023 年, 公司综合毛利率为 15.89%, 同比+0.72 pct。其中, 23Q4 单季毛利率为 17.12%, 同比+3.9 pct, 环比+0.38 pct。伴随 23 年上半年原材料纸浆价格下降, 以及公司低价浆库存的逐步应用, 公司毛利率逐季改善, 23Q1 / Q2 / Q3 / Q4 分别为 13.51% / 16.13% / 16.74% / 17.12%。

费用率方面, 2023 年, 公司期间费用率为 7.08%, 同比+0.04 pct。其中, 销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.39% / 2.42% / 2.35% / 1.92%, 同比分别变动 +0.01 pct / -0.18 pct / +0.39 pct / -0.17 pct。

净利率方面, 2023 年, 公司净利率为 7.84%, 同比+0.76 pct。其中, 23Q4 单季公司净利率为 9.22%, 同比+3.83 pct, 环比+0.18 pct。

- **整体营收维持稳定, 文化纸&生活用纸双位数增长。** 2023 年, 公司纸产品实现产量/销量 662 / 666 万吨, 同比分别+18.21% / +19.57%; 浆产品实现产量/销量 147 / 146 万吨, 同比分别-19.67% / -20.65%。

纸产品方面, 公司非涂布文化用纸/铜版纸/牛皮箱板纸/淋膜原纸/生活用纸/瓦楞原纸分别实现 133.1 / 35.06 / 98.07 / 12.64 / 20.49 / 0.46 亿元, 同比分别 +22.58% / +10.38% / -5.65% / -24.64% / +33.70% / -51.64%。

浆产品方面, 公司溶解浆/化机浆/化学浆分别实现 36.67 / 18.39 / 17.53 亿元, 同比分别-12.08% / -7.78% / -47.84%。

- **林浆纸一体化持续落地, 产能扩张驱动成长。** 公司以山东、广西、老挝三大基地部署林浆纸一体化系统工程, 纸、浆合计总产能已经超过 1,200 万吨。截至 2023 年末, 北海园区纸、浆项目全面实现达产和稳产; 南宁园区 PM1 特种文化纸项目、PM1/PM2 高档包装纸项目及配套的本色化学浆项目等实现顺利投产和达产、年产 30 万吨生活用纸及后加工项目(一期)顺利启动; 老挝基地纸浆林种植保有面积达到 6 万公顷, 未来几年将以每年新增 1~1.2 万公顷种植规模稳步推进。

- **投资建议:** 公司稳步推进林浆纸一体化战略, 产能布局持续完善, 规模效应及成本优势不断扩大, 长期成长性显著, 预计公司 2024 / 25 / 26 年能够实现基本每股收益 1.34 / 1.54 / 1.8 元, 对应 PE 为 12X / 10X / 9X, 维持“推荐”评级。

● **盈利预测**

单位: 百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
总营业收入	39544.34	44356.89	47209.04	50726.11
同比增速 (%)	-0.56	12.17	6.43	7.45
归母净利润	3085.69	3744.97	4294.47	5029.55
同比增速 (%)	9.86	21.37	14.67	17.12
EPS(元)	1.10	1.34	1.54	1.80
PE	13.96	11.50	10.03	8.56

资料来源: 公司财务报表, 中国银河证券研究院整理及预测 (股价为 2024/4/10 收盘价)

- **风险提示:** 原材料价格大幅上涨的风险、下游需求不及预期的风险、产能投放不及预期的风险、市场竞争加剧的风险。

表：财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	12868.09	16065.12	20447.35	23100.99	营业收入	39544.34	44356.89	47209.04	50726.11
现金	2495.13	5215.96	9154.59	11208.24	营业成本	33260.52	37206.56	39395.94	42209.20
应收账款	1954.19	2094.63	2098.18	2113.59	营业税金及附加	219.58	199.61	212.44	0.00
其它应收款	74.57	73.93	78.68	84.54	营业费用	154.34	177.43	188.84	202.90
预付账款	575.59	595.30	590.94	612.03	管理费用	956.91	1064.57	1085.81	1115.97
存货	4574.39	4444.12	4596.19	4807.16	财务费用	760.08	650.39	595.97	515.77
其他	3194.21	3641.19	3928.76	4275.43	资产减值损失	-66.93	0.00	0.00	0.00
非流动资产	37682.66	37973.94	38115.22	40830.22	公允价值变动收益	18.18	0.00	0.00	0.00
长期投资	277.44	277.44	277.44	277.44	投资净收益	20.88	30.78	28.30	30.44
固定资产	33966.14	34257.42	34398.70	37113.70	营业利润	3296.44	4004.51	4598.79	5385.88
无形资产	1882.80	1882.80	1882.80	1882.80	营业外收入	31.44	22.63	15.39	19.01
其他	1556.28	1556.28	1556.28	1556.28	营业外支出	8.27	6.25	3.30	4.78
资产总计	50550.75	54039.06	58562.56	63931.21	利润总额	3319.61	4020.89	4610.88	5400.11
流动负债	16879.09	16698.92	16902.02	17210.76	所得税	218.57	253.32	290.49	340.21
短期借款	8078.62	8078.62	8078.62	8078.62	净利润	3101.04	3767.57	4320.40	5059.91
应付账款	4323.63	4030.71	4158.46	4338.17	少数股东损益	15.35	22.61	25.92	30.36
其他	4476.84	4589.59	4664.94	4793.97	归属母公司净利润	3085.69	3744.97	4294.47	5029.55
非流动负债	7516.35	7516.35	7516.35	7516.35	EBITDA	6252.62	7380.01	8065.58	6200.88
长期借款	6702.34	6702.34	6702.34	6702.34	EPS (元)	1.10	1.34	1.54	1.80
其他	814.01	814.01	814.01	814.01					
负债合计	24395.44	24215.27	24418.37	24727.11					
少数股东权益	104.11	126.71	152.63	182.99	主要财务比率	2023	2024E	2025E	2026E
归属母公司股东权益	26051.21	29697.08	33991.56	39021.10	营业收入	-0.56%	12.17%	6.43%	7.45%
负债和股东权益	50550.75	54039.06	58562.56	63931.21	营业利润	8.70%	21.48%	14.84%	17.11%
					归属母公司净利润	9.86%	21.37%	14.67%	17.12%
					毛利率	15.89%	16.12%	16.55%	16.79%
					净利率	7.80%	8.44%	9.10%	9.92%
					ROE	11.84%	12.61%	12.63%	12.89%
					ROIC	8.82%	9.36%	9.55%	9.87%
					资产负债率	48.26%	44.81%	41.70%	38.68%
					净负债比率	55.20%	39.29%	22.78%	14.60%
					流动比率	0.76	0.96	1.21	1.34
					速动比率	0.42	0.62	0.87	0.99
					总资产周转率	0.80	0.85	0.84	0.83
					应收帐款周转率	18.89	21.91	22.52	24.09
					应付帐款周转率	8.07	8.91	9.62	9.94
					每股收益	1.10	1.34	1.54	1.80
					每股经营现金	2.37	2.32	2.72	2.05
					每股净资产	9.32	10.63	12.16	13.96
					P/E	13.96	11.50	10.03	8.56
					P/B	1.65	1.45	1.27	1.10
					EV/EBITDA	7.75	7.42	6.30	7.87
					P/S	1.09	0.97	0.91	0.85

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

陈柏儒，轻工纺织行业首席分析师，北京交通大学技术经济硕士，12年行业分析师经验、8年轻工制造行业分析师经验。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5% ~ 20% 之间	
	中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn