

分析师: 龙羽洁  
登记编码: S0730523120001  
longyj@ccnew.com 0371-65585753

## 生产经营保持稳健, 持续推动林浆纸一体化

——太阳纸业(002078)年报点评

### 证券研究报告-年报点评

买入(首次)

#### 市场数据(2024-04-10)

收盘价(元)	15.41
一年内最高/最低(元)	15.41/10.26
沪深 300 指数	3,504.71
市净率(倍)	1.65
流通市值(亿元)	426.07

#### 基础数据(2023-12-31)

每股净资产(元)	9.32
每股经营现金流(元)	2.37
毛利率(%)	15.89
净资产收益率_摊薄(%)	11.84
资产负债率(%)	48.26
总股本/流通股(万股)	279,457.31/276,488.10
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

#### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券, 聚源

#### 相关报告

联系人: 马巍琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

发布日期: 2024 年 04 月 11 日

#### 事件:

公司发布 2023 年年度报告。2023 年全年实现营业收入 395.44 亿元, 同比下降 0.56%, 归母净利润 30.86 亿元, 同比增长 9.86%, 扣非归母净利润 30.27 亿元, 同比增长 9.22%; 经营活动产生的现金流量净额 66.17 亿元, 同比增长 73.07%; 基本每股收益 1.10 元; 加权平均净资产收益率 12.59%, 同比+0.84pct; 拟向全体股东每 10 股派发现金红利 3 元(含税)。

其中 2023Q4, 公司实现营业收入 103.42 亿元, 同比增长 2.13%, 归母净利润 9.49 亿元, 同比增长 75.51%。

#### 投资要点:

- **公司生产经营保持稳健发展, 新增产能释放。**2023 年双胶纸、铜版纸、箱板纸、瓦楞纸市场均价同比分别-2.25%、+0.88%、-16.46%、-18.76%, 纸价整体下行情况下公司收入保持稳健, 主要来自于广西太阳项目及下半年南宁太阳项目的新增产能释放, 致使纸制品产销量增加, 分别生产、销售纸制品 662、666 万吨, 同比分别增长 18.21%、19.57%。同时, 由于大宗材料物资价格年内波动幅度较大, 使销售成本降低, 净利润同比上升。公司合并纸、浆总产能已超过 1200 万吨。
- **造纸业务: 文化纸、生活用纸收入增长较快。**2023 年造纸业务实现营业收入 299.82 亿元, 同比增长 8.11%。分产品来看, 文化纸、铜版纸、牛皮箱板纸、瓦楞纸、生活用纸、淋膜原纸分别实现收入 133.10、35.06、98.07、0.46、20.49、12.64 亿元, 分别同比+22.58%、+10.38%、-5.65%、-51.64%、+33.70%、-24.64%。文化纸增长较快主要由于实现新增产能投产, 南宁园区 PM1 特种文化纸机完成技改工作并实现了稳定运行。
- **制浆业务: 受浆价下行影响收入有所下降。**2023 年制浆业务实现营业收入 72.59 亿元, 同比下降 23.8%。分产品来看, 溶解浆、化机浆、化学浆分别实现收入 36.67、18.39、17.53 亿元, 分别同比-12.08%、-7.78%、-47.84%。收入下降主要由于浆价在 2023 年上半年处于下行态势, 年中企稳反弹, 下半年收入有所提升。
- **盈利能力有所提升, 持续加大研发投入, 经营活动现金流提升显著。**毛利率方面, 2023 年公司综合毛利率为 15.89%, 同比+0.72pct。净利率方面, 2023 年公司净利率为 7.84%, 同比+0.76pct。费用率方面, 2023 年期间费用率为 7.08%, 同比+0.04pct, 其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.39%、2.42%、2.35%、1.92%, 分别同比+0.01、-0.18、+0.39、-0.18pct, 公司持续较大的研发投入, 确保了在创新研发领域走在行业前列。**现金流方面**, 经营活动现金净流量 66.17 亿元,

同比增长 73.07%。

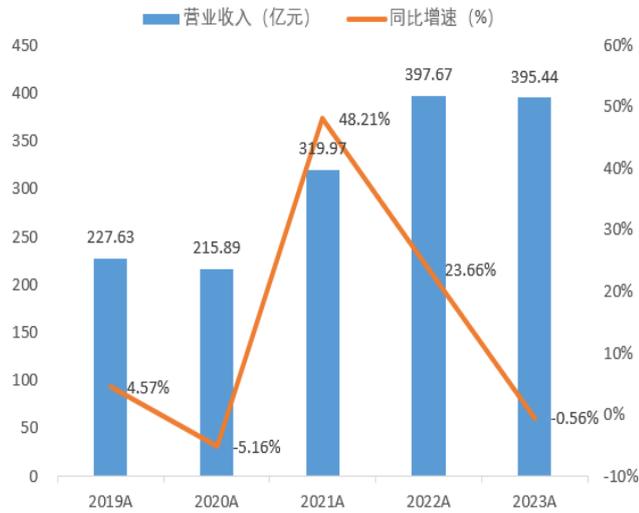
- **持续在林浆纸一体化全产业链上延伸拓展,三大基地高质量协同发展。**在公司“四三三”中长期发展战略的引领下,山东、广西、老挝“三大基地”构建起了有太阳纸业特色的“林浆纸一体化”系统工程,有效推动了企业在“林浆纸一体化”全产业链上的延伸和拓展,产业链核心竞争力持续提升。**老挝基地:**已经形成 150 万吨的浆、纸年生产能力,加快推进造纸、制浆项目的同时全力推动速生林建设,浆林的种植保有面积已经达到 6 万公顷,未来将以每年新增 1-1.2 万公顷种植规模逐步加大种植力度;目前自营林和百姓合作林种植面积约占 50%,后期随着种植效应显现,百姓合作林面积将随之加大;同时公司将着手研究林业资源碳汇项目。**广西基地:**南宁园区 PM1 特种文化纸机完成技改工作并实现了稳定运行;PM2/PM3 暨 100 万吨高档包装纸生产线和 50 万吨本色化学木浆生产线及碱回收系统、热电项目、水处理项目等配套设施陆续建设完毕,并实现稳产和达产;依托南宁园区现有及已审批拟规划建设化学木浆产能,投资新建年产 30 万吨生活用纸及后加工生产线,该项目一期预计在 2024 年三季度陆续进入试产阶段;拟实施广西基地南宁园区林浆纸一体化技改及配套产业园(二期)项目,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,预计总投资不超过 70 亿元。
- **提高分红比例,制定未来三年股东回报规划。**拟向全体股东每 10 股发现金红利 3 元(含税),股利支付率由 19.9% 上升至 27.17%,近六年股利支付率逐年上升。公司制定了《未来三年(2024-2026 年)股东回报规划》,每年以现金方式分配的利润应不低于母公司当年实现的可分配利润的 20%,公司分红回报股东意愿较强,预计随着公司盈利提升,分红将有望稳定上升。
- **首次覆盖给予公司“买入”评级。**预计 2024 年、2025 年、2026 年公司可实现归母净利润分别为 37.86 亿元、42.32 亿元、44.87 亿元,对应 EPS 分别为 1.35 元、1.51 元、1.61 元,按 4 月 10 日 15.41 元/股收盘价计算,对应 PE 分别为 11.38 倍、10.18 倍、9.6 倍。考虑到公司是造纸行业龙头企业,经营稳健,持续推进林浆纸一体化战略,首次覆盖,给予公司“买入”评级。

**风险提示:原材料价格波动;需求不及预期;行业产能大幅增加;公司产能投放不及预期。**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	39,767	39,544	43,805	47,507	50,845
增长比率(%)	23.66	-0.56	10.77	8.45	7.03
净利润(百万元)	2,809	3,086	3,786	4,232	4,487
增长比率(%)	-4.12	9.86	22.68	11.80	6.02
每股收益(元)	1.01	1.10	1.35	1.51	1.61
市盈率(倍)	15.33	13.96	11.38	10.18	9.60

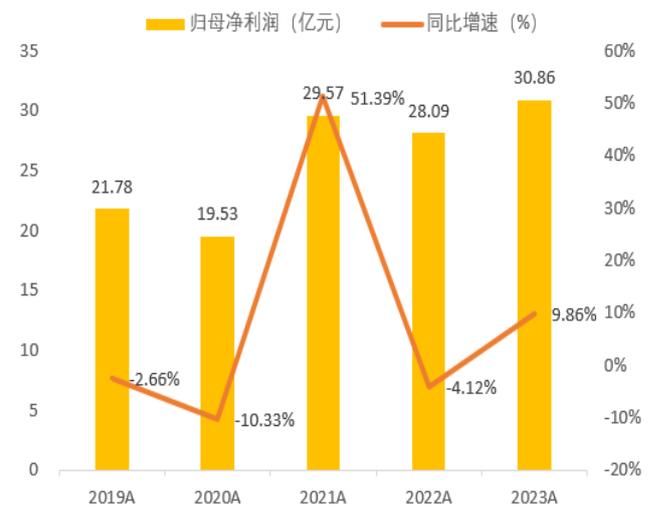
资料来源:中原证券,聚源,携宁

图 1：公司营业收入及同比增速



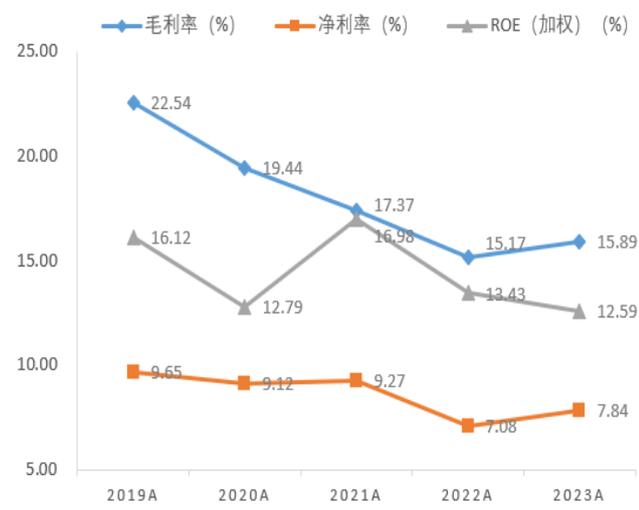
资料来源：Wind，中原证券

图 2：公司归母净利润及同比增速



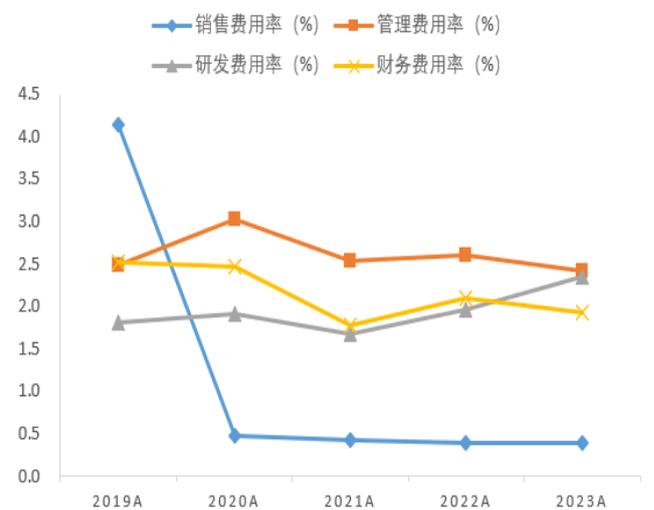
资料来源：Wind，中原证券

图 3：公司盈利能力



资料来源：Wind，中原证券

图 4：公司期间费用



资料来源：Wind，中原证券

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>12,588</b>	<b>12,868</b>	<b>12,980</b>	<b>12,902</b>	<b>14,042</b>
现金	2,386	2,495	1,630	826	1,351
应收票据及应收账款	2,421	2,323	2,424	2,553	2,653
其他应收款	79	75	122	132	141
预付账款	664	576	618	669	714
存货	5,339	4,574	4,920	5,234	5,494
其他流动资产	1,698	2,826	3,266	3,488	3,688
<b>非流动资产</b>	<b>35,434</b>	<b>37,683</b>	<b>41,353</b>	<b>45,635</b>	<b>48,714</b>
长期投资	256	277	297	317	337
固定资产	28,874	33,966	35,028	38,703	42,174
无形资产	1,767	1,883	1,983	2,083	2,183
其他非流动资产	4,537	1,556	4,044	4,532	4,020
<b>资产总计</b>	<b>48,022</b>	<b>50,551</b>	<b>54,332</b>	<b>58,537</b>	<b>62,756</b>
<b>流动负债</b>	<b>17,448</b>	<b>16,879</b>	<b>17,668</b>	<b>18,290</b>	<b>18,866</b>
短期借款	8,169	8,079	7,979	7,879	7,779
应付票据及应付账款	5,032	4,815	5,355	5,900	6,416
其他流动负债	4,247	3,985	4,335	4,512	4,671
<b>非流动负债</b>	<b>7,399</b>	<b>7,516</b>	<b>7,615</b>	<b>7,814</b>	<b>7,913</b>
长期借款	6,640	6,702	6,802	7,002	7,102
其他非流动负债	760	814	813	812	811
<b>负债合计</b>	<b>24,847</b>	<b>24,395</b>	<b>25,284</b>	<b>26,105</b>	<b>26,779</b>
少数股东权益	90	104	119	136	154
股本	2,795	2,795	2,795	2,795	2,795
资本公积	3,574	3,632	3,632	3,632	3,632
留存收益	16,599	19,126	22,004	25,371	28,898
归属母公司股东权益	23,085	26,051	28,929	32,296	35,823
<b>负债和股东权益</b>	<b>48,022</b>	<b>50,551</b>	<b>54,332</b>	<b>58,537</b>	<b>62,756</b>

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,824</b>	<b>6,617</b>	<b>6,343</b>	<b>7,273</b>	<b>7,825</b>
净利润	2,817	3,101	3,801	4,249	4,505
折旧摊销	2,112	2,183	1,996	2,383	2,587
财务费用	633	607	646	652	658
投资损失	-22	-21	-9	-9	0
营运资金变动	-1,754	728	-127	-49	10
其他经营现金流	37	19	36	46	65
<b>投资活动现金流</b>	<b>-6,121</b>	<b>-4,769</b>	<b>-5,624</b>	<b>-6,623</b>	<b>-5,641</b>
资本支出	-4,682	-4,736	-5,612	-6,612	-5,621
长期投资	-1,446	-33	-20	-20	-20
其他投资现金流	7	0	9	9	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,803</b>	<b>-1,846</b>	<b>-1,485</b>	<b>-1,453</b>	<b>-1,659</b>
短期借款	472	-91	-100	-100	-100
长期借款	1,248	63	100	200	100
普通股增加	108	0	0	0	0
资本公积增加	1,148	58	0	0	0
其他筹资现金流	-1,173	-1,876	-1,485	-1,553	-1,659
<b>现金净增加额</b>	<b>-490</b>	<b>6</b>	<b>-762</b>	<b>-804</b>	<b>525</b>

资料来源：中原证券，聚源，携宁

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>39,767</b>	<b>39,544</b>	<b>43,805</b>	<b>47,507</b>	<b>50,845</b>
营业成本	33,735	33,261	36,371	39,331	41,993
营业税金及附加	178	220	241	261	280
营业费用	153	154	171	185	198
管理费用	1,033	957	1,095	1,188	1,271
研发费用	781	929	1,095	1,188	1,271
财务费用	834	760	615	632	648
资产减值损失	-55	-67	-65	-75	-85
其他收益	41	70	34	36	0
公允价值变动收益	-6	18	0	0	0
投资净收益	22	21	9	9	0
资产处置收益	-8	0	9	9	0
<b>营业利润</b>	<b>3,033</b>	<b>3,296</b>	<b>4,193</b>	<b>4,691</b>	<b>5,089</b>
营业外收入	39	31	35	35	35
营业外支出	4	8	5	5	5
<b>利润总额</b>	<b>3,068</b>	<b>3,320</b>	<b>4,223</b>	<b>4,721</b>	<b>5,119</b>
所得税	251	219	422	472	614
<b>净利润</b>	<b>2,817</b>	<b>3,101</b>	<b>3,801</b>	<b>4,249</b>	<b>4,505</b>
少数股东损益	8	15	15	17	18
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,809</b>	<b>3,086</b>	<b>3,786</b>	<b>4,232</b>	<b>4,487</b>
EBITDA	5,997	6,253	6,834	7,736	8,354
EPS (元)	1.01	1.10	1.35	1.51	1.61

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	23.66	-0.56	10.77	8.45	7.03
营业利润 (%)	-9.96	8.70	27.20	11.88	8.48
归属母公司净利润 (%)	-4.12	9.86	22.68	11.80	6.02
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	15.17	15.89	16.97	17.21	17.41
净利率 (%)	7.06	7.80	8.64	8.91	8.82
ROE (%)	12.17	11.84	13.09	13.10	12.52
ROIC (%)	8.85	8.82	9.47	9.74	9.57
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	51.74	48.26	46.54	44.59	42.67
净负债比率 (%)	107.22	93.27	87.04	80.49	74.43
流动比率	0.72	0.76	0.73	0.71	0.74
速动比率	0.36	0.42	0.39	0.35	0.38
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.88	0.80	0.84	0.84	0.84
应收账款周转率	19.79	18.89	21.83	22.19	22.13
应付账款周转率	8.65	8.07	7.93	7.71	7.51
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	1.01	1.10	1.35	1.51	1.61
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.37	2.37	2.27	2.60	2.80
每股净资产 (最新摊薄)	8.26	9.32	10.35	11.56	12.82
<b>估值比率</b>					
P/E	15.33	13.96	11.38	10.18	9.60
P/B	1.87	1.65	1.49	1.33	1.20
EV/EBITDA	7.83	7.75	8.54	7.66	7.03

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。