



太阳纸业 (002078.SZ): 业绩稳健增长, 林浆纸产业布局持续推进

2024年4月19日

推荐/维持

太阳纸业

公司报告

事件: 公司公布 2023 年年报。全年实现营业收入 395.44 亿元, 同比-0.56%; 归母净利润 30.86 亿元, 同比+9.86%。其中 Q4 实现营业收入 103.42 亿元, 同比+2.13%; 归母净利润 9.49 亿元, 同比+75.51%。

23 年营收整体平稳, 利润率逐季修复。 公司 23 年造纸新增产能落地, 纸品收入增长, 而木浆外售规模减少, 整体收入同比平稳。受益于成本回落、旺季纸价支撑, 公司盈利能力从低位逐季修复, 全年毛利率 15.89%, 同比+0.72pct.; 其中 Q4 毛利率 17.12%, 同比+3.90pct., 助力单季业绩高增。

➢ **造纸:** 全年收入 300 亿元, 同比+8.1%。其中销量同比+19.6%, 主要受益广西南宁园区特种文化纸、包装纸等项目投产; 吨价同比-9.6%, 或由于产品结构变化 (单价相对较低的箱板纸产能增加), 且箱板纸、淋膜原纸等纸价或同比下降。板块毛利率 14.91%, 同比+1.61pct; 其中下半年毛利率 16.23%, 同比+4.25pct., 主要受益于上半年浆价下跌带来的成本回落, 以及旺季文化纸、箱板纸的提价落地。具体产品来看: 非涂布文化纸/铜版纸/箱板纸/生活用纸/淋膜原纸收入为 133/35/98/20/13 亿元, 同比+23%/+10%/-6%/+34%/-25%, 毛利率分别为 16.6%/12.9%/14.7%/14.4%/4.7%, 同比+0.1/-2.3/+4.5/+5.3/-7.6pct。

➢ **浆产品:** 全年收入 73 亿元, 同比-23.8%。其中销量同比-20.7%, 判断系化学浆自用增加、外售减少所致。板块毛利率 17.92%, 同比-1.18ct., 判断主要受产品吨价回落 (-4.0%) 影响。具体产品来看: 溶解浆/化学浆/化机浆收入为 37/18/18 亿元, 同比-12%/-48%/-8%, 毛利率分别为 16.1%/17.4%/22.1%, 同比-6.6/+3.6/+1.7pct。

短期盈利受浆纸价格支撑, 后续关注旺季盈利释放。 主要产品来看: (1) **化学浆&溶解浆:** 当前罢工、减产等前期事件对木浆供给扰动仍在, 同时受欧洲港口木浆库存去化影响, 浆价短期或高位震荡。下半年预计海外阔叶浆产能扩增, 浆价存在回调可能。溶解浆与化学浆价格存在相关性, 因此综合来看公司浆类产品盈利短期受到浆价支撑, 下半年或有所波动。(2) **文化纸:** 在浆价上涨的基础上, 公司文化纸于 3 月旺季提价落地, 短期价格仍有一定支撑; 同时浆纸一体化下成本上涨压力可控, 盈利有望保持稳健。下半年纸价及盈利或受浆价波动的影响, 相对看好公司在旺季刚需释放下的盈利表现。(3) **箱板纸:** 年初以来纸价于淡季表现疲软, 公司箱板纸盈利能力或受限。后续纸价预计仍主要受需求因素影响, 可关注下半年旺季公司箱板纸盈利提振。

浆纸产能有序扩张, 林地规模持续扩大。 (1) **产能建设方面,** 公司于 23 年 10 月启动年产能 30 万吨生活用纸项目, 总投资不超过 13.5 亿元, 一期预计于 24 年 Q3 试产。同时公司计划建设南宁园区二期项目, 包括年产能 40 万吨特种纸、35 万吨化学浆、15 万吨机械浆等产线, 总投资不超过 70 亿元, 实施进度根据市场情况确定。预计公司未来资本开支规模稳健。(2) **林浆纸一体化方面,** 公司 23 年海外林地面积新增 1.06 万公顷, 达到 6 万公顷, 全年采伐林木资源约 46 万吨; 公司计划在 2030 年前将自有林地面积提升至 12 万公顷。林地建设在强化公司成本优势的同时, 亦将助力公司碳中和目标的实现。

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:

2024-04-30 披露 2024 年一季度

2024-05-20 召开年度股东大会

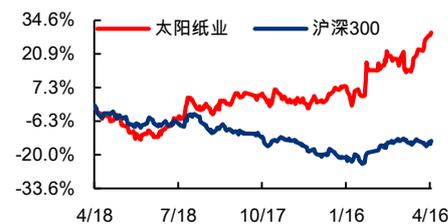
资料来源: 公司公告、同花顺

交易数据

52 周股价区间 (元)	15.83-10.26
总市值 (亿元)	442.38
流通市值 (亿元)	437.68
总股本/流通 A 股 (万股)	279,457/279,457
流通 B 股/H 股 (万股)	-/-
52 周日均换手率	0.9

资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

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: 刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480521010001

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

盈利预测与投资评级: 预计公司 2024-2026 年归母净利润为 37.19、40.56、44.19 亿元人民币, 增速分别为 21%、9%、9%, 目前股价对应 PE 分别为 12、11、10 倍。公司短期盈利有望维持稳健, 旺季盈利表现可期; 长期来看公司山东、广西、老挝三大基地协同发展, 持续推进林浆纸一体化建设, 强化竞争优势。维持“推荐”评级。

风险提示: 浆价波动超预期, 宏观经济景气度承压, 项目投产进度不及预期, 行业竞争加剧。

财务指标预测

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	39,766.93	39,544.34	42,877.23	45,951.57	49,775.38
增长率 (%)	23.66%	-0.56%	8.43%	7.17%	8.32%
归母净利润 (百万元)	2,808.77	3,085.69	3,719.03	4,055.87	4,418.80
增长率 (%)	-4.12%	9.86%	20.57%	9.06%	8.95%
净资产收益率 (%)	12.17%	11.84%	12.74%	12.59%	12.61%
每股收益 (元)	1.01	1.10	1.33	1.45	1.58
PE	15.75	14.34	11.90	10.91	10.01
PB	1.92	1.70	1.52	1.37	1.26

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		单位: 百万元					利润表		单位: 百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		
流动资产合计	12588	12868	13923	14871	16046	营业收入	39767	39544	42877	45952	49775		
货币资金	2386	2495	2787	2987	3235	营业成本	33735	33261	35735	38310	41521		
应收账款	2233	1954	2119	2271	2460	营业税金及附加	178	220	238	255	276		
其他应收款	79	75	81	87	94	营业费用	153	154	167	179	194		
预付款项	664	576	611	650	691	管理费用	1033	957	1038	1112	1204		
存货	5339	4574	4915	5269	5710	财务费用	834	760	754	718	723		
其他流动资产	260	637	637	637	637	研发费用	781	929	986	1057	1145		
非流动资产合计	35426	37683	39296	41695	43832	资产减值损失	-31.36	-70.87	-70.00	-70.00	-70.00		
长期股权投资	256	277	277	277	277	公允价值变动收益	-5.69	18.18	0.00	0.00	0.00		
固定资产	28874	33966	34425	36172	37661	投资净收益	21.94	20.88	20.00	20.00	20.00		
无形资产	1767	1883	2035	2184	2329	加: 其他收益	41.32	70.05	70.00	70.00	70.00		
其他非流动资产	804	545	545	545	545	营业利润	3033	3296	3979	4341	4732		
资产总计	48014	50551	53218	56566	59879	营业外收入	38.99	31.44	32.00	32.00	32.00		
流动负债合计	17448	16879	16380	16696	17162	营业外支出	3.65	8.27	8.00	8.00	8.00		
短期借款	8169	8079	7227	7113	7053	利润总额	3068	3320	4003	4365	4756		
应付账款	3915	4324	4582	4912	5323	所得税	251	219	264	287	313		
预收款项	528	581	639	701	768	净利润	2817	3101	3739	4078	4443		
一年内到期的非流动负债	2297	2132	2132	2132	2132	少数股东损益	8	15	20	22	24		
非流动负债合计	7392	7516	7516	7516	7516	归属母公司净利润	2809	3086	3719	4056	4419		
长期借款	6640	6702	6702	6702	6702								
应付债券	0	0	0	0	0	主要财务比率							
负债合计	24840	24395	23897	24212	24678	成长能力							
少数股东权益	90	104	124	146	170	营业收入增长	24.28%	-0.56%	8.43%	7.17%	8.32%		
实收资本(或股本)	2795	2795	2795	2795	2795	营业利润增长	-10.79%	8.70%	20.69%	9.11%	9.00%		
资本公积	3574	3632	3632	3632	3632	归属于母公司净利润增长	-4.12%	9.86%	20.53%	9.06%	8.95%		
未分配利润	15218	17667	20546	23281	25818	获利能力							
归属母公司股东权益合计	23084	26051	29198	32208	35031	毛利率(%)	15.17%	15.89%	16.66%	16.63%	16.58%		
负债和所有者权益	48014	50551	53218	56566	59879	净利率(%)	7.08%	7.84%	8.72%	8.87%	8.93%		
						总资产净利润(%)	5.85%	6.10%	6.99%	7.17%	7.38%		
现金流量表						ROE(%)	12.17%	11.84%	12.74%	12.59%	12.61%		
						偿债能力							
经营活动现金流	3824	6617	6245	6852	7403	资产负债率(%)	52%	48%	45%	43%	41%		
净利润	2817	3101	3739	4078	4443	流动比率	0.72	0.76	0.85	0.89	0.94		
折旧摊销	2109	2181	2252	2466	2728	速动比率	0.42	0.49	0.55	0.58	0.60		
财务费用	834	760	754	718	723	营运能力							
应收账款减少	-446	278	-165	-152	-189	总资产周转率	0.88	0.80	0.83	0.84	0.85		
预收账款增加	156	53	58	62	67	应收账款周转率	20	19	21	21	21		
投资活动现金流	-6121	-4769	-3604	-4604	-4604	应付账款周转率	10.20	9.60	9.63	9.68	9.73		
公允价值变动收益	-6	18	0	0	0	每股指标(元)							
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.01	1.10	1.33	1.45	1.58		
投资收益	22	21	20	20	20	每股净现金流(最新摊薄)	-0.18	0.00	0.10	0.07	0.09		
筹资活动现金流	1803	-1846	-2349	-2049	-2551	每股净资产(最新摊薄)	8.26	9.32	10.45	11.53	12.54		
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率							
长期借款增加	1248	63	0	0	0	P/E	15.75	14.34	11.90	10.91	10.01		
普通股增加	108	0	0	0	0	P/B	1.92	1.70	1.52	1.37	1.26		
资本公积增加	1148	58	0	0	0	EV/EBITDA	9.97	9.44	8.25	7.61	6.96		
现金净增加额	-495	2	292	200	249								

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
行业普通报告	轻工制造行业: 文化纸涨价落地, 关注纸企旺季盈利表现	2024-03-01
公司普通报告	太阳纸业 (002078): Q3 业绩表现亮眼, 盈利水平有望延续	2023-11-07
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

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士, 2019年1月加入东兴证券研究所, 现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验, 覆盖大消费行业研究, 具备买方研究思维。

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的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法律责任。

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:

看好: 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