

➤ **事件：**24Q1 公司实现营收/归母净利润/扣非净利润 101.85/9.56/9.52 亿元，同比变动+3.87%/+69.04%/+72.22%。

➤ **新产能释放，Q1 收入同比增长 3.87%。**量：相对于 23Q1 公司新增 100 万吨广西箱板纸产能；价：24Q1 铜版纸/双胶纸/箱板纸/溶解浆/阔叶浆市场均价同比 -2.76%/-10.38%/-11.66%/+1.68%/-18.60%，环比 -1.05%/-3.65%/+0.93%/-0.73%/+5.40%。

➤ **木浆上行纸品吨盈利环比保持稳定，同比来看成本下降整体盈利大幅提升。**公司 24 年 Q1 归母净利润同比+69.04%，环增 0.74%。24Q1 毛利率/净利率同比+4.48/3.61pct，主因成本大幅下降。文化纸方面：虽然因需求影响纸价有所下降，但平均成本较去年同期有较大下降，我们判断双胶纸 Q1 平均吨盈利同比或有较大增长，环比持平。箱板纸方面：国内需求稳步恢复（同比+10.6%），国内吨盈利同比有较大增长，但环比有所下降，海外基地受制于美废价格/运费上升，盈利同比环比均有所下降。溶解浆方面：产品需求较为稳定，我们判断 Q1 平均吨盈利同比略有上升。4 月双胶纸/铜版纸/溶解浆吨价环比 3 月上升 52/43/185 元，同时阔叶浆吨价上升 60 美元。展望 Q2，木浆价格或持续上涨；文化纸方面：受下游出版社招标&红色书籍需求增长，盈利水平有望进一步上升，我们预计在 6 月达到高点；箱板纸方面：受下游头部企业库存较高以及进口纸影响（24Q1 同增 36.9%），纸价压力仍存；溶解浆受木浆价格影响预计持续上行，进一步打开净利润上升空间。

➤ **各项费用保持稳定，税费影响现金流暂时承压。**24Q1 销售/管理/研发/财务费用率同比变动+0.07/-0.13/-0.06/-0.21pct，整体保持稳定。24Q1 应收账款为 33.6 亿元，较年初增加 14.06%，主因应收账款按合同约定货款未到期致使余额增加所致。现金流方面，24Q1 经营活动现金净流量同降 63.89%至 5.86 亿元，主因购买商品支付现金同比增加 12%所致，叠加收到税费返还减少 93.36%，支付的各项税费增加 30.51%，经营性现金流暂时承压。

➤ **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；南宁二期项目将建设年产 40/35/15 万吨特种纸/漂白化学木浆/机械木浆生产线。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。2023 年公司预计分红 8.38 亿元，分红比例为 27.17%；同时公司发布 24-26 年分红政策：公司处于成熟期且无重大资金支出/成熟期且有重大资金支出/成长期且有重大资金支出分红比例分别为 80%/40%/20%。预计公司 2024-2026 年归母净利润为 35/39/42 亿元，对应 PE 估值为 12X/11X/10X，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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	39,544	44,864	48,905	52,494
增长率 (%)	-0.6	13.5	9.0	7.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	3,086	3,511	3,852	4,183
增长率 (%)	9.9	13.8	9.7	8.6
每股收益 (元)	1.10	1.26	1.38	1.50
PE	14	12	11	10
PB	1.7	1.5	1.3	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 04 月 29 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
15.52 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 年年报点评：林浆纸一体α能力彰显，产业链一体化志在长远-2024/04/10
- 2.太阳纸业 2023 年业绩快报点评：林浆纸一体化龙头α属性持续彰显-2024/02/28
- 3.太阳纸业 (002078.SZ) 2023 年三季报点评：逆势彰显α属性，造纸龙头 Q3 盈利持续改善-2023/10/30
- 4.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
- 5.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

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	39,544	44,864	48,905	52,494
营业成本	33,261	37,929	41,408	44,425
营业税金及附加	220	269	293	315
销售费用	154	191	208	224
管理费用	957	1,077	1,125	1,207
研发费用	929	1,032	1,076	1,155
EBIT	4,069	4,418	4,853	5,230
财务费用	760	672	728	749
资产减值损失	-67	-30	-33	-35
投资收益	21	22	24	26
营业利润	3,296	3,739	4,116	4,472
营业外收支	23	39	29	29
利润总额	3,320	3,778	4,145	4,501
所得税	219	249	274	297
净利润	3,101	3,529	3,872	4,204
归属于母公司净利润	3,086	3,511	3,852	4,183
EBITDA	6,253	6,727	7,371	7,980

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,495	4,549	4,894	7,284
应收账款及票据	2,323	2,667	2,908	3,121
预付款项	576	759	828	889
存货	4,574	5,997	6,547	7,024
其他流动资产	2,900	2,375	2,528	2,663
流动资产合计	12,868	16,347	17,704	20,981
长期股权投资	277	317	357	397
固定资产	33,966	35,257	36,368	39,634
无形资产	1,883	2,369	2,549	2,638
非流动资产合计	37,683	41,709	42,739	43,547
资产合计	50,551	58,056	60,444	64,528
短期借款	8,079	9,789	10,389	10,389
应付账款及票据	4,815	5,404	5,899	6,329
其他流动负债	3,985	5,477	3,046	3,263
流动负债合计	16,879	20,669	19,334	19,981
长期借款	6,702	7,602	8,152	8,152
其他长期负债	814	689	689	689
非流动负债合计	7,516	8,291	8,841	8,841
负债合计	24,395	28,961	28,175	28,822
股本	2,795	2,795	2,795	2,795
少数股东权益	104	122	141	162
股东权益合计	26,155	29,095	32,268	35,706
负债和股东权益合计	50,551	58,056	60,444	64,528

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-0.56	13.45	9.01	7.34
EBIT 增长率	4.74	8.58	9.83	7.77
净利润增长率	9.86	13.79	9.72	8.58
盈利能力 (%)				
毛利率	15.89	15.46	15.33	15.37
净利润率	7.80	7.83	7.88	7.97
总资产收益率 ROA	6.10	6.05	6.37	6.48
净资产收益率 ROE	11.84	12.12	11.99	11.77
偿债能力				
流动比率	0.76	0.79	0.92	1.05
速动比率	0.42	0.43	0.50	0.62
现金比率	0.15	0.22	0.25	0.36
资产负债率 (%)	48.26	49.88	46.61	44.67
经营效率				
应收账款周转天数	18.04	20.00	20.00	20.00
存货周转天数	50.20	58.00	58.00	58.00
总资产周转率	0.80	0.83	0.83	0.84
每股指标 (元)				
每股收益	1.10	1.26	1.38	1.50
每股净资产	9.32	10.37	11.50	12.72
每股经营现金流	2.37	2.36	2.45	2.67
每股股利	0.30	0.25	0.27	0.30
估值分析				
PE	14	12	11	10
PB	1.7	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	9.29	8.63	7.88	7.28
股息收益率 (%)	1.93	1.61	1.77	1.92

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	3,101	3,529	3,872	4,204
折旧和摊销	2,183	2,308	2,518	2,750
营运资金变动	728	40	-341	-318
经营活动现金流	6,617	6,597	6,851	7,468
资本开支	-4,736	-6,350	-3,479	-3,489
投资	-33	0	0	0
投资活动现金流	-4,769	-6,288	-3,495	-3,503
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-441	3,031	-1,530	0
筹资活动现金流	-1,846	1,744	-3,011	-1,574
现金净流量	6	2,054	345	2,390

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