

2024 年 05 月 07 日
太阳纸业 (002078.SZ)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

造纸 III

投资评级

买入-A
维持评级

6 个月目标价

20.54 元

股价 (2024-05-06)

15.84 元

交易数据

总市值(百万元)	44,266.04
流通市值(百万元)	43,795.71
总股本(百万股)	2,794.57
流通股本(百万股)	2,764.88
12 个月价格区间	10.26/16.27 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.1	14.0	51.5
绝对收益	5.6	24.4	42.6

罗乾生

分析师

SAC 执业证书编号: S1450522010002

luoqs1@essence.com.cn

相关报告

盈利稳健分红提升, 文化纸	2024-04-17
龙头强者恒强	
林浆纸一体化优势显著, 23 年盈利有望企稳回升	2023-04-26
22Q4 业绩韧性凸显, 盈利有望企稳向上	2023-03-04
22Q3 业绩表现稳健, 林浆纸一体化优势显著	2022-11-02

24Q1 业绩延续靓丽表现, 继续推荐文化纸龙头

事件: 太阳纸业发布 2024 年一季度报告。2024Q1 年公司实现营业收入 101.85 亿元, 同比增长 3.87%; 归母净利润 9.56 亿元, 同比增长 69.04%; 扣非后归母净利润 9.52 亿元, 同比增长 72.22%。

目 24Q1 文化纸价整体存韧性, 溶解浆景气度较高

1) 文化纸: 根据百川盈孚数据, 24Q1 双胶纸/铜版纸均价分别为 5739/5816 元/吨, 分别同比增长-12.16%/0.52%, 分别环比增长-13.30%/0.11%。24Q1 新增产能投放较多, 1 月价格但春节后进入旺季需求回暖, 党政类用纸订单给予一定刚性支撑, 龙头坚定发函推涨, 叠加浆价走强支撑, 各龙头双胶纸 Q1 累计涨幅约 300 元/吨。展望 Q2, 文化纸供给持续宽松, 但出版订单及党政用纸需求托底, 截至 4 月中旬浆价持续走强, 近期文化用纸招标工作已经陆续开始, 预计文化纸价环比 Q1 整体持平, 随旺季结束小幅回落。2) 箱板纸: 24Q1 均价为 4053 元/吨, 同比下降 9.16%, 环比下降 15.20%。需求恢复有限, 供需矛盾仍存, 但进口量保持稳定影响可控, 伴随废纸价格反弹, 价格有望止跌。待进入下半年传统旺季, 经济逐步恢复, 包装纸需求有望向好。3) 溶解浆: 均价为 7454 元/吨, 同比增长 2.03%, 上半年旺季需求较好, 浆价走强支撑下, Q1 溶解浆价格同比稳增, 浆价支持上行, 预计 Q2 溶解浆价持续走强, 公司山东基地邹城厂区 and 老挝基地溶解浆产能充分释放。

目 资本开支增速有所放缓, 未来分红比例有望再提升

截至 2023 年底, 老挝基地纸浆林的种植保有面积已经达到 6 万公顷, 未来几年, 公司计划基地以每年新增 1-1.2 万公顷种植规模稳步推进, 并将逐步加大种植力度。目前老挝基地的自营林和百姓合作林种植面积约各 50% 的面积分布, 公司预计伴随当地居民种植效应, 积极性逐步挺高, 百姓合作林的种植面积也会随之加大。公司“三大基地”已经实现了高质量的协同发展, 补齐了战略位置布局上的短板, 完善了市场端的科学布局, 稳步构建起了太阳纸业的“林浆纸一体化”全产业链, 使公司具备了较强的产业链核心竞争力, 更加有能力熨平行业周期性波动。24 年 4 月, 公司公告南宁二期项目将建设年产 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, 总投资不超过 70 亿元。

目前聚焦广西基地南宁园区的林浆纸项目一期、二期建设, 以及一些技改、搬迁等布局优化项目, 预计未来两年每年的资本开支在 40 亿元左右, 资产负债率会控制在 50% 左右。同时, 公司已发布太阳纸业

《未来三年分红回报规划（2024-2026 年）》，会在盈利稳定的情况下稳步提升分红比例。

目 24Q1 盈利能力环比持续提升，林浆纸一体化优势彰显

盈利能力方面，2024Q1 年公司毛利率为 17.99%，同比增长 4.48pct。根据 wind 数据，24Q1 阔叶浆/针叶浆均价分别为 667/754 美元/吨，分别同比下降 18.60%/17.12%，分别环比增长 5.40%/-20.56%。24Q1 毛利率环比提升，我们分析主要系木片等原材料价格、能源成本回落，以及文化纸价整体稳定、低价浆库存下的利润释放。公司预计 2024Q2 文化用纸盈利水平基本保持稳定，浆价上涨的影响自 24Q3 开始显现。期间费用方面，24Q1 公司期间费用率为 6.77%，同比下降 0.32pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.43%/2.38%/2.14%/1.82%，同比分别增长+0.06/-0.13/-0.05/-0.21pct。综合影响下，2024Q1 公司净利率为 9.41%，同比增长 3.61pct。

投资建议：太阳纸业为造纸行业优质白马龙头，公司林浆纸产能稳步扩张，中长期持续成长可期。我们预计太阳纸业 2024-2026 年营业收入为 435.37、458.54、485.46 亿元，同比增长 10.10%、5.32%、5.87%；归母净利润为 36.55、41.97、49.07 亿元，同比增长 18.46%、14.81%、16.92%，对应 PE 为 12.1x、10.5x、9.0x，给予 2024 年 15.7xPE，目标价 20.54 元，维持买入-A 的投资评级。

风险提示：下游需求低于预期风险、原材料价格大幅波动风险、疫情反复风险、产能建设不及预期风险、收购效果不及预期风险。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	39,766.9	39,544.3	43,536.6	45,854.4	48,546.4
净利润	2,808.8	3,085.7	3,655.4	4,196.9	4,906.9
每股收益(元)	1.01	1.10	1.31	1.50	1.76
每股净资产(元)	8.26	9.32	10.28	11.59	13.12

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	15.8	14.3	12.1	10.5	9.0
市净率(倍)	1.9	1.7	1.5	1.4	1.2
净利润率	7.1%	7.8%	8.4%	9.2%	10.1%
净资产收益率	12.2%	11.8%	12.7%	13.0%	13.4%
股息收益率	1.3%	0.0%	1.1%	1.2%	1.4%
ROIC	11.9%	10.3%	11.7%	13.2%	12.5%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	39,766.9	39,544.3	43,536.6	45,854.4	48,546.4	成长性					
减:营业成本	33,735.4	33,260.5	36,111.7	37,658.3	39,462.7	营业收入增长率	24.3%	-0.6%	10.1%	5.3%	5.9%
营业税费	177.9	219.6	241.7	229.3	242.7	营业利润增长率	-10.8%	8.7%	18.1%	15.8%	17.1%
销售费用	152.6	154.3	169.9	201.8	213.6	净利润增长率	-5.0%	9.9%	18.5%	14.8%	16.9%
管理费用	1,032.7	956.9	1,044.9	1,100.5	1,165.1	EBITDA 增长率	4.6%	4.7%	17.2%	14.9%	13.5%
研发费用	780.7	929.0	1,022.8	1,008.8	1,043.7	EBIT 增长率	-0.6%	4.3%	21.4%	14.1%	12.9%
财务费用	833.5	760.1	1,075.2	1,132.4	1,198.9	NOPLAT 增长率	2.0%	6.7%	22.5%	13.6%	14.8%
资产减值损失	-54.5	-66.9	-52.0	-57.8	-20.0	投资资本增长率	23.1%	8.0%	1.0%	21.0%	-1.1%
加:公允价值变动收益	-5.7	18.2	7.0	-4.7	0.8	净资产增长率	23.2%	12.9%	10.3%	12.7%	13.2%
投资和汇兑收益	21.9	20.9	9.0	10.0	20.0						
营业利润	3,032.6	3,296.4	3,894.3	4,510.9	5,280.4	利润率					
加:营业外净收支	35.3	23.2	31.7	9.0	4.0	毛利率	15.2%	15.9%	17.1%	17.9%	18.7%
利润总额	3,067.9	3,319.6	3,926.0	4,519.9	5,284.4	营业利润率	7.6%	8.3%	8.9%	9.8%	10.9%
减:所得税	250.8	218.6	258.5	297.6	347.9	净利润率	7.1%	7.8%	8.4%	9.2%	10.1%
净利润	2,808.8	3,085.7	3,655.4	4,196.9	4,906.9	EBITDA/营业收入	15.1%	15.9%	16.9%	18.5%	19.8%
						EBIT/营业收入	10.0%	10.4%	11.5%	12.5%	13.3%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	257	286	294	304	310
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	18	32	13	12	10
货币资金	2,386.4	2,495.1	4,353.7	4,585.4	4,854.6	流动资产周转天数	108	116	114	118	116
交易性金融资产	4.3	-	-	-	-	应收帐款周转天数	19	20	20	20	20
应收帐款	2,311.4	2,028.8	2,749.6	2,283.2	3,045.1	存货周转天数	40	45	35	35	36
应收票据	188.4	368.5	244.6	401.2	282.5	总资产周转天数	411	449	446	470	481
预付帐款	664.1	575.6	770.4	633.2	837.7	投资资本周转天数	301	347	329	347	357
存货	5,339.1	4,574.4	3,851.7	5,144.5	4,502.0						
其他流动资产	1,694.2	2,825.7	2,625.7	2,425.7	2,225.7	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	12.2%	11.8%	12.7%	13.0%	13.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.9%	6.1%	6.4%	6.7%	7.4%
长期股权投资	256.0	277.4	277.4	277.4	277.4	ROIC	11.9%	10.3%	11.7%	13.2%	12.5%
投资性房地产	30.4	29.5	29.5	29.5	29.5	费用率					
固定资产	28,874.0	33,966.1	37,172.1	40,285.0	43,229.5	销售费用率	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
在建工程	3,273.0	572.8	2,058.2	3,246.6	4,197.3	管理费用率	2.6%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
无形资产	1,766.8	1,882.8	1,833.9	1,785.1	1,736.2	研发费用率	2.0%	2.3%	2.3%	2.2%	2.2%
其他非流动资产	1,225.9	954.0	1,236.5	1,519.0	1,801.6	财务费用率	2.1%	1.9%	2.5%	2.5%	2.5%
资产总额	48,014.0	50,550.8	57,203.3	62,615.7	67,018.9	四费/营业收入	7.0%	7.1%	7.6%	7.5%	7.5%
短期债务	8,169.4	8,078.6	9,758.9	11,627.6	13,460.2	偿债能力					
应付帐款	4,837.4	5,123.2	6,229.2	5,609.4	6,796.4	资产负债率	51.7%	48.3%	49.6%	48.1%	45.1%
应付票据	1,116.8	491.4	1,254.6	566.1	1,341.8	负债权益比	107.2%	93.3%	98.3%	92.5%	82.0%
其他流动负债	3,324.5	3,185.9	5,882.2	3,453.4	5,892.9	流动比率	0.72	0.76	0.63	0.73	0.57
长期借款	6,639.7	6,702.3	4,488.0	8,064.1	1,928.3	速动比率	0.42	0.49	0.46	0.49	0.41
其他非流动负债	752.6	814.0	741.2	769.3	774.8	利息保障倍数	4.75	5.43	4.66	5.05	5.39
负债总额	24,840.3	24,395.4	28,354.2	30,090.0	30,194.5	分红指标					
少数股东权益	89.7	104.1	116.2	141.5	171.2	DPS(元)	0.20	-	0.17	0.20	0.23
股本	2,794.7	2,794.6	2,794.6	2,794.6	2,794.6	分红比率	19.9%	0.0%	13.0%	13.0%	13.0%
留存收益	20,172.7	22,758.1	25,938.3	29,589.6	33,858.6	股息收益率	1.3%	0.0%	1.1%	1.2%	1.4%
股东权益	23,173.7	26,155.3	28,849.1	32,525.7	36,824.3						
						现金流量表					
						(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
						净利润	2,817.1	3,101.0	3,655.4	4,196.9	4,906.9
						加:折旧和摊销	2,109.3	2,180.9	2,357.5	2,747.6	3,153.7
						资产减值准备	70.9	76.9	-	-	-
						公允价值变动损失	5.7	-18.2	7.0	-4.7	0.8
						财务费用	633.2	607.4	1,075.2	1,132.4	1,198.9
						投资收益	-21.9	-20.9	-9.0	-10.0	-20.0
						少数股东损益	8.4	15.4	12.1	25.3	29.6
						营运资金的变动	-868.8	-112.2	3,965.7	-4,442.0	4,115.2
						经营活动产生现金流量	3,823.6	6,617.5	11,063.9	3,645.7	13,385.1
						投资活动产生现金流量	-6,120.9	-4,768.9	-6,991.0	-6,990.0	-6,980.0
						融资活动产生现金流量	1,802.7	-1,846.2	-2,214.3	3,576.1	-6,135.9
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	1.01	1.10	1.31	1.50	1.76
						BVPS(元)	8.26	9.32	10.28	11.59	13.12
						PE(X)	15.8	14.3	12.1	10.5	9.0
						PB(X)	1.9	1.7	1.5	1.4	1.2
						P/FCF	-14.2	-1,000.5	14.3	42.8	38.2
						P/S	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9
						EV/EBITDA	7.6	7.6	7.5	7.1	5.8
						CAGR(%)	14.4%	16.8%	7.3%	14.4%	16.8%
						PEG	1.1	0.9	1.7	0.7	0.5
						ROIC/WACC	1.1	1.0	1.1	1.2	1.2
						REP	1.1	1.2	1.3	1.0	1.0

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034