

太阳纸业 (002078.SZ)

产业链一体化夯实底层盈利，业绩表现超预期

公司发布三季报：2024Q1-Q3 公司实现收入 309.75 亿元（同比+6.1%），归母净利润 24.59 亿元（同比+15.1%），扣非归母净利润 25.91 亿元（同比+24.3%）；24Q3 公司实现收入 104.51 亿元（同比+6.0%），归母净利润 7.01 亿元（同比-20.8%），扣非归母净利润 7.74 亿元（同比-10.7%）。Q3 公司持续对南宁部分落后设备清理、影响当期税前利润近 1 亿元；还原非经影响后，业绩表现略超预期。

木浆系：价盘承压，盈利预计延续下滑。据卓创资讯，2024Q2 外盘针叶/阔叶浆价格环比分别+8.3%/+12.0%、Q3 分别-4.4%/-12.2%，双胶纸/铜版纸价格分别环比-5.8%/-3.4%。内需疲软，纸价延续下滑，叠加成本抬升，预计公司木浆系吨盈利环比延续小幅下滑。此外，Q3 溶解浆价格环比+1.0%，产销旺盛、贡献利润增量。展望未来，尽管浆价 Q3 高位回落，但受制于全球海运周期延长，预计低价浆延后入库、Q4 成本改善有限，且 Q4 价盘延续下滑，预计吨盈利探底。

废纸系：旺季价盘维系稳健，盈利有望筑底。据卓创资讯，2024Q3 国废价格环比+2.2%，箱板纸/瓦楞纸价格分别环比-1.0%/-1.4%，预计 Q3 废纸系吨盈利底部盘整，10 月旺季驱动、行业集中提价，Q4 吨盈利有望小幅回暖。此外，2023 年公司南宁一期项目中 100 万吨高档包装纸顺利投产，目前稳步推进智能化升级，并取得阶段性进展，未来伴随下游消费企稳，公司产能持续爬坡，盈利中枢有望稳步修复。

南宁项目稳步推进，林浆纸一体化可期。截至 2023 年底公司合计产能已突破 1200 万吨，其中浆、纸产能分别合计达 500 万吨和 714 万吨。2024H1 山东基地颜店厂区 3.7 万吨特种纸基新材料项目（预计 25H1 试产）、14 万吨特种纸项目二期工程开工建设；南宁 PM11 和 PM12（高档包装纸）已启动实施、预计 25Q4 投产；24Q3 南宁生活用纸 15 万吨已进入试产阶段（二期仍规划 15 万吨）。此外，南宁二期项目后续投资明确，计划将建设特种纸 40 万吨、化学浆 35 万吨、化机浆 15 万吨产线及相关配套设施，成长稳健。

盈利短暂承压，费用管控稳定。2024Q3 公司毛利率 14.0%（同比-2.8pct、环比-3.2pct），归母净利率 6.7%（同比-2.3pct、环比-1.1pct）；费用端方面，Q3 期间费用率为 5.6%（同比-1.3pct），其中销售/研发/管理/财务费用率分别为 0.4%/1.7%/2.3%/1.2%（同比分别+0.05pct/-0.81pct/-0.01pct/-0.54pct）。分红方面，公司 2024 年发布未来三年分红回报规划，后续伴随盈利改善、资本支出缩减，分红有望稳中有升。

现金流&营运能力表现稳定。2024Q3 公司经营性现金流为 27.81 亿元（同比+12.05 亿元）。截至 2024Q3 末公司存货周转天数 46.32 天（同比-3.32 天）、应收账款周转天数 22.69 天（同比-1.26 天）、应付账款周转天数 42.01 天（同比-4.33 天）。

盈利预测与投资评级：我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 31.3、37.6、41.7 亿元，对应 PE 为 12.2X、10.2X、9.2X，维持“买入”评级。

风险提示：需求复苏不及预期，成本超预期波动，产能投放不及预期。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	39,767	39,544	42,077	47,422	51,021
增长率 yoy（%）	23.7	-0.6	6.4	12.7	7.6
归母净利润（百万元）	2,809	3,086	3,130	3,762	4,168
增长率 yoy（%）	-4.1	9.9	1.4	20.2	10.8
EPS 最新摊薄（元/股）	1.01	1.10	1.12	1.35	1.49
净资产收益率（%）	12.2	11.8	11.1	12.1	12.3
P/E（倍）	13.6	12.4	12.2	10.2	9.2
P/B（倍）	1.7	1.5	1.4	1.2	1.1

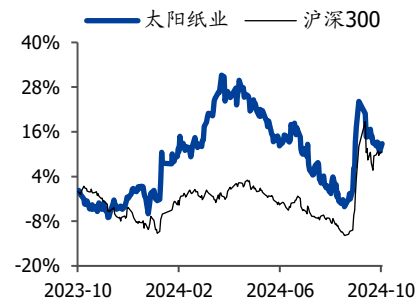
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2024 年 10 月 28 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	造纸
前次评级	买入
10 月 28 日收盘价（元）	13.70
总市值（百万元）	38,285.65
总股本（百万股）	2,794.57
其中自由流通股（%）	99.38
30 日日均成交量（百万股）	24.63

股价走势



作者

分析师 姜文锶

执业证书编号：S0680523040001

邮箱：jiangwenqiang1@gszq.com

相关研究

- 《太阳纸业（002078.SZ）：业绩符合预期，深化产业链布局》 2024-09-01
- 《太阳纸业（002078.SZ）：业绩表现靓丽，资源优势持续显现》 2024-04-30
- 《太阳纸业（002078.SZ）：加速林浆纸一体化布局，分红比例稳步提升》 2024-04-10

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	12588	12868	13741	14935	16981
现金	2386	2495	2628	2533	3672
应收票据及应收账款	2421	2323	2517	2811	3038
其他应收款	79	75	81	91	98
预付账款	664	576	662	721	788
存货	5339	4574	5292	5746	6293
其他流动资产	1698	2826	2560	3033	3092
非流动资产	35434	37683	40667	43114	44888
长期投资	256	277	302	322	345
固定资产	28874	33966	37147	39397	42069
无形资产	1767	1883	2169	2468	2701
其他非流动资产	4537	1556	1050	927	-227
资产总计	48022	50551	54408	58049	61869
流动负债	17448	16879	18814	19699	20466
短期借款	8169	8079	8269	8319	8439
应付票据及应付账款	5032	4815	5259	5873	6341
其他流动负债	4247	3985	5287	5507	5686
非流动负债	7399	7516	7236	7236	7236
长期借款	6640	6702	6702	6702	6702
其他非流动负债	760	814	533	533	533
负债合计	24847	24395	26050	26935	27702
少数股东权益	90	104	117	133	151
股本	2795	2795	2795	2795	2795
资本公积	3574	3632	3643	3643	3643
留存收益	16599	19126	21406	24146	27182
归属母公司股东权益	23085	26051	28241	30981	34017
负债和股东权益	48022	50551	54408	58049	61869

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3824	6617	6667	6860	8022
净利润	2817	3101	3142	3779	4185
折旧摊销	2112	2183	2943	3022	3592
财务费用	633	607	539	543	545
投资损失	-22	-21	-34	-31	-37
营运资金变动	-1754	728	-125	-455	-261
其他经营现金流	37	19	202	2	-2
投资活动现金流	-6121	-4769	-6097	-5440	-5326
资本支出	-4682	-4736	-5987	-5451	-5341
长期投资	-1446	-33	-25	-20	-22
其他投资现金流	7	0	-85	31	37
筹资活动现金流	1803	-1846	-437	-1515	-1558
短期借款	472	-91	190	50	120
长期借款	1248	63	0	0	0
普通股增加	108	0	0	0	0
资本公积增加	1148	58	11	0	0
其他筹资现金流	-1173	-1876	-639	-1565	-1678
现金净增加额	-490	6	133	-95	1138

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	39767	39544	42077	47422	51021
营业成本	33735	33261	35782	40264	43310
营业税金及附加	178	220	211	251	263
营业费用	153	154	168	190	204
管理费用	1033	957	968	1067	1148
研发费用	781	929	842	948	969
财务费用	834	760	614	716	720
资产减值损失	-55	-67	-11	-14	-10
其他收益	41	70	63	47	64
公允价值变动收益	-6	18	0	0	0
投资净收益	22	21	34	31	37
资产处置收益	-8	0	-198	0	0
营业利润	3033	3296	3381	4051	4497
营业外收入	39	31	20	20	20
营业外支出	4	8	8	8	8
利润总额	3068	3320	3393	4063	4509
所得税	251	219	250	284	324
净利润	2817	3101	3142	3779	4185
少数股东损益	8	15	12	17	18
归属母公司净利润	2809	3086	3130	3762	4168
EBITDA	5997	6253	6949	7801	8821
EPS (元/股)	1.01	1.10	1.12	1.35	1.49

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	23.7	-0.6	6.4	12.7	7.6
营业利润(%)	-10.0	8.7	2.6	19.8	11.0
归属母公司净利润(%)	-4.1	9.9	1.4	20.2	10.8
获利能力					
毛利率(%)	15.2	15.9	15.0	15.1	15.1
净利率(%)	7.1	7.8	7.4	7.9	8.2
ROE(%)	12.2	11.8	11.1	12.1	12.3
ROIC(%)	8.9	8.8	8.0	9.0	9.2
偿债能力					
资产负债率(%)	51.7	48.3	47.9	46.4	44.8
净负债比率(%)	63.6	55.2	55.1	50.7	43.2
流动比率	0.7	0.8	0.7	0.8	0.8
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	19.8	18.9	20.2	20.4	20.1
应付账款周转率	8.7	8.1	8.2	8.5	8.3
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.01	1.10	1.12	1.35	1.49
每股经营现金流(最新摊薄)	1.37	2.37	2.39	2.45	2.87
每股净资产(最新摊薄)	8.26	9.32	10.11	11.09	12.17
估值比率					
P/E	13.6	12.4	12.2	10.2	9.2
P/B	1.7	1.5	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	7.8	7.7	7.8	6.9	6.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 10 月 28 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com