

## 营收稳健增长，利润周期波动、短暂承压

2024 年 10 月 29 日

## 核心观点

- **事件：**公司发布 2024 年第三季度报告。报告期内，公司实现营收 309.75 亿元，同比+6.07%；归母净利润 24.59 亿元，同比+15.08%；扣非净利润 25.91 亿元，同比+24.26%；基本每股收益 0.88 元。其中，公司第 3 季度单季实现营收 104.51 亿元，同比+5.99%；归母净利润 7.01 亿元，同比-20.84%；扣非净利润 7.74 亿元，同比-10.74%。

- **原材料库存成本上升影响短期盈利表现。**毛利率方面，报告期内，公司综合毛利率为 16.35%，同比+0.9 pct。其中，24Q3 单季毛利率为 13.96%，同比-2.77 pct，环比-3.19 pct。**费用率方面**，报告期内，公司期间费用率为 6.42%，同比-1.07 pct。其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.43% / 2.35% / 1.99% / 1.66%，同比分别变动+0.05 pct / -0.07 pct / -0.58 pct / -0.47 pct。**扣非净利率方面**，2024 年前三季度，公司扣非净利率为 8.37%，同比+1.22 pct。其中，24Q3 单季公司扣非净利率为 7.41%，同比-1.39 pct，环比-0.96 pct。

- **原材料浆价持续下行，文化纸价格表现疲软，瓦楞箱板纸价格企稳。**

木浆方面，原材料浆价持续下行，截至 2024 年 10 月 28 日，中国针叶浆、阔叶浆及化机浆价格分别为 6,225/4,615/3,700 元/吨，同比分别+1.53%/-15.11%/-22.38%，环比分别+0.37%/-3.03%/-1.33%，预计 5 月以来的下跌将逐步体现至 24Q4 报表端。同时，溶解浆价格表现坚挺，2024 年 10 月 28 日山东太阳溶解浆含税出厂价为 8,000 元/吨。

文化纸方面，下游需求表现疲软，文化纸价格不断下滑。截至 2024 年 10 月 28 日，双胶纸/双铜纸日度均价分别为 5,163/5,400 元/吨，同比分别-14.67%/-8.78%，环比分别-1.67%/-1.82%。

瓦楞箱板纸方面，截至 2024 年 10 月 28 日，瓦楞纸/箱板纸日度均价分别为 2,649/3,612 元/吨，同比分别-10.74%/-6.38%，环比分别+2.32%/+0.37%。规模纸厂多个基地发布涨价通知，中小纸厂积极跟涨。

- **产能布局持续扩张，林浆纸一体化日益完备。**山东方面，颜店厂区规划 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；兖州厂区将 20 万吨溶解浆生产线搬迁至广西北海（预计 25Q2 完成），并进行升级改造，借助北海园区的综合优势将实现竞争力提升。**广西方面**，南宁项目（一期）一条高档包装纸生产线（南宁 PM11 和 PM12）预计将在 25Q4 试产；生活用纸项目（一期）已在 24Q3 试产；南宁林浆纸一体化技改及配套产业园（二期）项目拟投资建设 40 万吨特种纸、35 万吨漂白化学木浆、15 万吨机械木浆产能预计将在 2025 年年底前陆续试产。

- **投资建议：**公司稳步推进林浆纸一体化战略，产能布局持续完善，规模效应及成本优势不断扩大，长期成长性显著，预计公司 2024 / 25 / 26 年能够实现基本每股收益 1.15 / 1.31 / 1.49 元，对应 PE 为 12X / 10X / 9X，维持“推荐”评级。

- **风险提示：**经济及下游需求表现不及预期的风险，原材料价格波动的风险，市场竞争加剧的风险，产能落地不及预期的风险。

## 太阳纸业（002078.SZ）

推荐 维持评级

## 分析师

陈柏儒

☎：010-8092-6000

✉：chenbairu\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130521080001

刘立思

☎：010-8092-7655

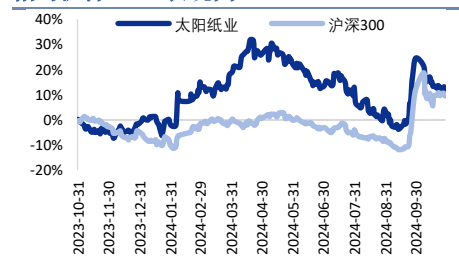
✉：liulisi\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524070002

## 市场数据 2024-10-29

|              |           |
|--------------|-----------|
| 股票代码         | 002078.SZ |
| A 股收盘价(元)    | 13.43     |
| 上证指数         | 3,286.41  |
| 总股本(万股)      | 279,457   |
| 实际流通 A 股(万股) | 277,723   |
| 流通 A 股市值(亿元) | 372.98    |

## 相对沪深 300 表现图 2024-10-29



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

主要财务指标预测

|             | 2023A    | 2024E    | 2025E    | 2026E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)   | 39544.34 | 42411.31 | 46029.42 | 51677.23 |
| 收入增长率%      | -0.56    | 7.25     | 8.53     | 12.27    |
| 归母净利润 (百万元) | 3085.69  | 3218.44  | 3655.79  | 4170.55  |
| 利润增速%       | 9.86     | 4.30     | 13.59    | 14.08    |
| 毛利率%        | 15.89    | 15.93    | 16.07    | 16.15    |
| 摊薄 EPS(元)   | 1.10     | 1.15     | 1.31     | 1.49     |
| PE          | 12.16    | 11.66    | 10.27    | 9.00     |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 附录：

公司财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | 2023A    | 2024E    | 2025E    | 2026E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|
| 流动资产        | 12868.09 | 13151.37 | 14714.15 | 17254.14 |
| 现金          | 2495.13  | 2813.74  | 3806.96  | 5335.66  |
| 应收账款        | 1954.19  | 2002.76  | 2045.75  | 2153.22  |
| 其它应收款       | 74.57    | 70.69    | 76.72    | 86.13    |
| 预付账款        | 575.59   | 570.48   | 579.49   | 628.30   |
| 存货          | 4574.39  | 4184.28  | 4358.72  | 4707.18  |
| 其他          | 3194.21  | 3509.43  | 3846.51  | 4343.65  |
| 非流动资产       | 37682.66 | 39928.49 | 41882.01 | 43655.54 |
| 长期投资        | 277.44   | 277.44   | 277.44   | 277.44   |
| 固定资产        | 33966.14 | 36099.66 | 38053.19 | 39826.71 |
| 无形资产        | 1882.80  | 1882.80  | 1882.80  | 1882.80  |
| 其他          | 1556.28  | 1668.59  | 1668.59  | 1668.59  |
| 资产总计        | 50550.75 | 53079.86 | 56596.17 | 60909.68 |
| 流动负债        | 16879.09 | 16959.66 | 17298.11 | 17915.89 |
| 短期借款        | 8078.62  | 7478.62  | 7478.62  | 7478.62  |
| 应付账款        | 4323.63  | 3862.65  | 4077.87  | 4453.50  |
| 其他          | 4476.84  | 5618.39  | 5741.61  | 5983.77  |
| 非流动负债       | 7516.35  | 7835.68  | 8435.68  | 9235.68  |
| 长期借款        | 6702.34  | 7302.34  | 7902.34  | 8702.34  |
| 其他          | 814.01   | 533.33   | 533.33   | 533.33   |
| 负债合计        | 24395.44 | 24795.34 | 25733.79 | 27151.57 |
| 少数股东权益      | 104.11   | 123.53   | 145.60   | 170.77   |
| 归属母公司股东权益   | 26051.21 | 28160.99 | 30716.78 | 33587.33 |
| 负债和股东权益     | 50550.75 | 53079.86 | 56596.17 | 60909.68 |

| 现金流量表(百万元) | 2023A    | 2024E    | 2025E    | 2026E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|
| 经营活动现金流    | 6617.50  | 6041.75  | 6740.86  | 7243.41  |
| 净利润        | 3101.04  | 3237.87  | 3677.86  | 4195.72  |
| 折旧摊销       | 2183.42  | 2366.48  | 2546.48  | 2726.48  |
| 财务费用       | 607.39   | 701.79   | 718.29   | 751.86   |
| 投资损失       | -20.88   | -29.69   | -27.62   | -31.01   |
| 营运资金变动     | 727.98   | -489.10  | -304.98  | -472.88  |
| 其它         | 18.55    | 254.39   | 130.83   | 73.24    |
| 投资活动现金流    | -4768.85 | -4763.79 | -4529.34 | -4462.85 |
| 资本支出       | -4736.11 | -4674.47 | -4556.96 | -4493.86 |
| 长期投资       | -32.56   | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 其他         | -0.18    | -89.32   | 27.62    | 31.01    |
| 筹资活动现金流    | -1846.16 | -857.09  | -1218.29 | -1251.86 |
| 短期借款       | -90.76   | -600.00  | 0.00     | 0.00     |
| 长期借款       | 62.65    | 600.00   | 600.00   | 800.00   |
| 其他         | -1818.05 | -857.09  | -1818.29 | -2051.86 |
| 现金净增加额     | 6.04     | 421.26   | 993.23   | 1528.70  |

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

| 利润表 (百万元) | 2023A    | 2024E    | 2025E    | 2026E    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入      | 39544.34 | 42411.31 | 46029.42 | 51677.23 |
| 营业成本      | 33260.52 | 35655.19 | 38632.49 | 43331.35 |
| 营业税金及附加   | 219.58   | 190.85   | 207.13   | 232.55   |
| 营业费用      | 154.34   | 182.37   | 184.12   | 232.55   |
| 管理费用      | 956.91   | 996.67   | 1104.71  | 1240.25  |
| 财务费用      | 760.08   | 681.83   | 695.78   | 721.40   |
| 资产减值损失    | -66.93   | -74.53   | -73.87   | -79.38   |
| 公允价值变动收益  | 18.18    | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 投资净收益     | 20.88    | 29.69    | 27.62    | 31.01    |
| 营业利润      | 3296.44  | 3705.31  | 4215.33  | 4808.43  |
| 营业外收入     | 31.44    | 22.63    | 15.39    | 19.01    |
| 营业外支出     | 8.27     | 6.25     | 3.30     | 4.78     |
| 利润总额      | 3319.61  | 3721.69  | 4227.42  | 4822.67  |
| 所得税       | 218.57   | 483.82   | 549.56   | 626.95   |
| 净利润       | 3101.04  | 3237.87  | 3677.86  | 4195.72  |
| 少数股东损益    | 15.35    | 19.43    | 22.07    | 25.17    |
| 归属母公司净利润  | 3085.69  | 3218.44  | 3655.79  | 4170.55  |
| EBITDA    | 6252.62  | 6770.00  | 7469.68  | 8270.55  |
| EPS (元)   | 1.10     | 1.15     | 1.31     | 1.49     |

| 主要财务比率    | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | -0.56% | 7.25%  | 8.53%  | 12.27% |
| 营业利润      | 8.70%  | 12.40% | 13.76% | 14.07% |
| 归属母公司净利润  | 9.86%  | 4.30%  | 13.59% | 14.08% |
| 毛利率       | 15.89% | 15.93% | 16.07% | 16.15% |
| 净利率       | 7.80%  | 7.59%  | 7.94%  | 8.07%  |
| ROE       | 11.84% | 11.43% | 11.90% | 12.42% |
| ROIC      | 8.82%  | 8.27%  | 8.65%  | 9.06%  |
| 资产负债率     | 48.26% | 46.71% | 45.47% | 44.58% |
| 净负债比率     | 55.20% | 53.92% | 48.14% | 41.85% |
| 流动比率      | 0.76   | 0.78   | 0.85   | 0.96   |
| 速动比率      | 0.42   | 0.46   | 0.53   | 0.63   |
| 总资产周转率    | 0.80   | 0.82   | 0.84   | 0.88   |
| 应收账款周转率   | 18.89  | 21.44  | 22.74  | 24.61  |
| 应付账款周转率   | 8.07   | 8.71   | 9.73   | 10.16  |
| 每股收益      | 1.10   | 1.15   | 1.31   | 1.49   |
| 每股经营现金    | 2.37   | 2.16   | 2.41   | 2.59   |
| 每股净资产     | 9.32   | 10.08  | 10.99  | 12.02  |
| P/E       | 12.16  | 11.66  | 10.27  | 9.00   |
| P/B       | 1.44   | 1.33   | 1.22   | 1.12   |
| EV/EBITDA | 7.75   | 7.80   | 7.01   | 6.25   |
| P/S       | 0.95   | 0.88   | 0.82   | 0.73   |

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

**陈柏儒**，轻工行业首席分析师，北京交通大学技术经济硕士，14 年行业分析师经验、10 年轻工制造行业分析师经验。

**刘立思**，轻工行业分析师，中央财经大学本硕，2022 年 7 月加入中国银河证券研究院，主要从事轻工制造行业研究。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

| 评级标准                                                                                                                                   | 评级   | 说明                       |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|--------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。 | 行业评级 | 推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上       |
|                                                                                                                                        |      | 中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间  |
|                                                                                                                                        |      | 回避：相对基准指数跌幅 5% 以上        |
|                                                                                                                                        | 公司评级 | 推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上       |
|                                                                                                                                        |      | 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间 |
|                                                                                                                                        |      | 中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间   |
|                                                                                                                                        |      | 回避：相对基准指数跌幅 5% 以上        |

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚 颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn