

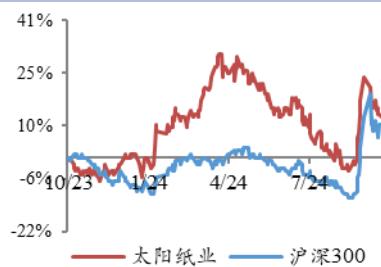
2024Q3 营收稳健增长，资产处置拖累净利润

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-10-29

收盘价（元）	13.70
近 12 个月最高/最低（元）	16.56/11.36
总股本（百万股）	2,795
流通股本（百万股）	2,775
流通股比例（%）	99.31
总市值（亿元）	383
流通市值（亿元）	380

公司价格与沪深 300 走势比较


分析师：徐偲

执业证书号: S0010523120001

邮箱: xucuai@hazq.com

分析师：余倩莹

执业证书号: S0010524040004

邮箱: yuqianying@hazq.com

主要观点：

● 事件：公司发布 2024 年第三季度报告，资产处置拖累净利润

公司发布 2024 年第三季度报告，2024 年前三季度实现营业收入 309.75 亿元，同比增长 6.07%；实现归母净利润 24.59 亿元，同比增长 15.08%；实现归母扣非净利润 25.91 亿元，同比增长 24.26%。单季度来看，2024Q3 实现营业收入 104.51 亿元，同比增长 5.99%；实现归母净利润 7.01 亿元，同比下降 20.84%；实现扣非归母净利润 7.74 亿元，同比下降 10.74%。公司在第三季度确认了信用减值损失和资产处置收益，对业绩形成拖累。

● 第三季度毛利率承压，净利率有所拖累

2024 前三季度毛利率为 16.35%，同比提升 0.90pct；第三季度毛利率为 13.96%，同比下降 2.77pct。2024 前三季度销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.43%/2.35%/1.99%/1.66%，分别同比+0.05/-0.07/-0.58/-0.47pct；第三季度销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.43%/2.26%/1.74%/1.16%，分别同比+0.05/-0.01/-0.81/-0.54pct。2024 前三季度归母净利率为 7.94%，同比提升 0.62pct；第三季度归母净利率为 6.71%，同比下降 2.27pct，第三季度盈利能力下滑。

● 项目持续推进，产能有序扩张

公司颜店厂区 3.7 万吨特种纸基新材料项目预计将在 2025 年上半年进入试产阶段，并拟在 2024 年启动 14 万吨特种纸项目二期工程，将进一步提升公司特种纸的产能，进一步丰富和优化公司产品结构，提升企业在国内特种纸领域的竞争力。山东基地兗州厂区 20 万吨溶解浆生产线搬迁工程已经于 2024 年 10 月初启动，预计将于 2025 年二季度完成本次溶解浆生产线的搬迁和升级改造工作。广西基地南宁“年产 525 万吨林浆纸一体化技改及配套产业园项目”中的另外一条高档包装纸生产线项目（南宁园区 PM11 和 PM12）已经在 2024 年上半年启动实施，拟投资建设的两台纸机预计将在 2025 年四季度陆续进入试产阶段；南宁年产 30 万吨生活用纸项目规划分两期建设，南宁生活用纸项目（一期）的 4 条生活用纸生产线已经在 2024 年三季度陆续进入试产阶段；南宁林浆纸一体化技改及配套产业园（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，预计将在 2025 年年底前陆续进入试产阶段。南宁太阳拟处置部分固定资产，在收购六景公司后全力盘活收购资产，对六景公司动力车间相关机器设备、动力车间房屋及建筑物和原员工倒班宿舍房屋进行拆除及清理处置，本次固定资产清理预计将减少公司第三季度利润约 9860 万元。

● 投资建议

公司作为国内领先的造纸企业，林浆纸一体化成本优势明显。短期随着广西南宁基地一期项目达产及二期项目投建，产能扩张贡献业绩增量，长期老挝基地林木资源壁垒稳固。我们预计公司 2024-2026 年营收分别

相关报告

1. 产能扩张为基，盈利穿越周期——太阳纸业的成长性复盘 2024-10-22

2. 2.24H1 业绩符合预期，关注旺季纸价表现 2024-08-29

3. 盈利能力持续提升，产能规模有序扩张 2024-04-30

为 419.62/458.71/490.23 亿元, 分别同比增长 6.1%/9.3%/6.9%; 归母净利润分别为 32.25/36.81/40.65/亿元 (前值为 34.09/38.89/42.67 亿元), 分别同比增长 4.5%/14.1%/10.4%。截至 2024 年 10 月 28 日总股本及收盘市值对应 EPS 分别为 1.15/1.32/1.45 元, 对应 PE 分别为 11.87/10.40/9.42 倍, 维持“买入”评级。

● 风险提示

市场竞争加剧的风险, 原材料价格波动的风险, 汇率波动的风险, 客户的信用风险。

● 重要财务指标

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元
营业收入	39544	41962	45871	49023	
收入同比 (%)	-0.6%	6.1%	9.3%	6.9%	
归属母公司净利润	3086	3225	3681	4065	
净利润同比 (%)	9.9%	4.5%	14.1%	10.4%	
毛利率 (%)	15.9%	16.3%	16.4%	16.4%	
ROE (%)	11.8%	10.9%	11.0%	10.7%	
每股收益 (元)	1.10	1.15	1.32	1.45	
P/E	11.02	11.87	10.40	9.42	
P/B	1.31	1.29	1.15	1.01	
EV/EBITDA	7.80	7.33	6.68	5.84	

资料来源: wind, 华安证券研究所 (以 2024 年 10 月 28 日收盘价计算)

财务报表与盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	12868	14747	16542	19385	营业收入	39544	41962	45871	49023
现金	2495	3326	4320	6552	营业成本	33261	35112	38361	40991
应收账款	1954	2211	2393	2543	营业税金及附加	220	210	248	265
其他应收款	75	100	99	107	销售费用	154	180	193	206
预付账款	576	656	706	751	管理费用	957	986	1078	1152
存货	4574	5037	5522	5850	财务费用	760	809	800	790
其他流动资产	3194	3417	3503	3582	资产减值损失	-67	-55	-70	-70
非流动资产	37683	40451	42741	44906	公允价值变动收益	-18	2	0	0
长期投资	277	277	277	277	投资净收益	21	38	18	20
固定资产	33966	33525	38122	37619	营业利润	3296	3681	4199	4638
无形资产	1883	2149	2403	2638	营业外收入	31	15	15	15
其他非流动资产	1556	4500	1938	4372	营业外支出	8	12	10	10
资产总计	50551	55198	59283	64291	利润总额	3320	3684	4204	4643
流动负债	16879	17758	18226	18791	所得税	219	442	504	557
短期借款	8079	8079	8079	8079	净利润	3101	3242	3699	4086
应付账款	4324	4494	4859	5233	少数股东损益	15	16	18	20
其他流动负债	4477	5185	5289	5480	归属母公司净利润	3086	3225	3681	4065
非流动负债	7516	7686	7496	7496	EBITDA	6207	7100	7620	8325
长期借款	6702	6702	6702	6702	EPS (元)	1.10	1.15	1.32	1.45
其他非流动负债	814	984	794	794					
负债合计	24395	25444	25722	26287					
少数股东权益	104	120	139	159					
股本	2795	2795	2795	2795					
资本公积	3632	3632	3632	3632					
留存收益	19625	23207	26995	31418					
归属母公司股东权	26051	29634	33422	37844					
负债和股东权益	50551	55198	59283	64291					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	6617	6963	6864	7820					
净利润	3086	3225	3681	4065					
折旧摊销	2183	2462	2546	2897					
财务费用	607	834	834	834					
投资损失	-21	-38	-18	-20					
营运资金变动	728	221	-353	-66					
其他经营活动现金流	2392	3263	4209	4241					
投资活动现金流	-4769	-5468	-4847	-4754					
资本支出	-4736	-5120	-4880	-4794					
长期投资	-33	1	1	1					
其他投资现金流	0	-349	33	40					
筹资活动现金流	-1846	-664	-1024	-834					
短期借款	-91	0	0	0					
长期借款	63	0	0	0					
普通股增加	0	0	0	0					
资本公积增加	58	0	0	0					
其他筹资现金流	-1876	-664	-1024	-834					
现金净增加额	6	831	994	2232					

资料来源：公司公告，华安证券研究所（以 2024 年 10 月 28 日收盘价计算）

分析师与研究助理简介

分析师: 徐偲, 南洋理工大学工学博士, CFA 持证人。曾在宝洁(中国)任职多年, 兼具实体企业和二级市场经验, 对消费品行业有着独到的见解。曾就职于中泰证券、国元证券、德邦证券, 负责轻工、大消费、中小市值研究。2023年10月加入华安证券。擅长深度产业研究和市场机会挖掘, 多空观点鲜明。在快速消费品、新型烟草、跨境电商、造纸、新兴消费方向有丰富的产业资源和深度的研究经验。

分析师: 余倩莹, 复旦大学金融学硕士、经济学学士。曾先后就职于开源证券、国元证券、德邦证券, 研究传媒、轻工、中小市值行业。2024年4月加入华安证券。

重要声明

分析师声明

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, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A股以沪深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; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下:

行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上;

中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;

减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上;

公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上;

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%;

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%;

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上;

无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。