

2024 年 11 月 01 日

Q3 营收稳健，林浆纸一体化优势继续发挥

太阳纸业(002078)

评级:	买入	股票代码:	002078
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	16.56/11.36
目标价格:		总市值(亿)	370.84
最新收盘价:	13.27	自由流通市值(亿)	368.54
		自由流通股数(百万)	2,777.23

事件概述

公司发布 2024 年三季报，2024 年前三季度公司实现营收 309.75 亿元，同比+6.07%；归母净利润 24.59 亿元，同比+15.08%；扣非后归母净利为 25.91 亿元，同比+24.26%。现金流方面，经营活动产生的现金流量净额为 58.07 亿元，同比+2.95%。单季度看，2024Q3 公司实现营收 104.51 亿元，同比+5.99%；实现归母净利润 7.01 亿元，同比-20.84%，扣非后净利润 7.74 亿元，同比-10.74%。

分析判断：

► 浆价下行，文化纸需求仍承压

公司三季度营收继续稳健增长，同比增加 5.99%至 104.51 亿元。根据卓创咨询数据显示，国际阔叶浆明星和针叶浆银星 9 月份均价较 6 月份分别-24.45%/-8.38%至每吨 575.24/765.00 美元，由于原纸行业盈利改善不足主导未来浆价走势，预计浆价 Q4 或呈震荡下跌走势；国内双胶纸和铜板纸 Q3 末价格较环比分别-7.79%/-3.08%至每吨 5250/5500 元，7 月以来继续承压。文化纸需求恢复进程偏缓，预计纸价仍有承压可能。

► 盈利能力承压，费用控制效果显著

盈利能力方面，公司 2024 前三季度毛利率 16.35% (+0.90pct)，净利率 7.97% (+0.61pct)；2024Q3 毛利率 13.96% (-2.78pct)，净利率为 6.74% (-2.29pct)。费用方面，2024Q3 公司费用率为 5.59%，(-1.31pct)；其中销售费用率为 0.43% (+0.05pct)；管理费用率为 2.26% (-0.01pct)；财务费率为 1.16% (-0.54pct)；研发费率 1.74% (-0.81pct)。

► 产能加快建设，林浆纸一体化稳步推进

2024H1 山东颜店厂区 3.7 万吨特种纸基新材料项目（预计 2025H1 试产）及 14 万吨特种纸项目二期已开工，兖州厂区溶解浆生产线搬迁工程于 10 月初启动，预计 2025Q2 完成；此外，广西南宁林浆纸一体化项目稳步推进，高档包装纸产线 PM11、PM12 预计 2025Q4 试产，4 条生活用纸生产线已于 2024Q3 试产，南宁二期项目规划建设年产 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，预计在 2025 年内试产，公司新产能稳步推进。

投资建议

在公司“四三三”中长期发展战略的引领下，山东、广西、老挝“三大基地”构建起了有太阳纸业特色的“林浆纸一体化”系统工程，有效推动了企业在“林浆纸一体化”全产业链上的延伸和拓展，太阳纸业的产业链核心竞争力持续提升，在浆价和下游需求压制下，我们下调盈利预测，预计公司 24-26 年的营收分别为 419.07/457.32/491.37 亿元（前值 442.84/475.05/504.38 亿元），EPS 分别为 1.14/1.32/1.46 元（前值 1.33/1.47/1.61 元），对应 2024 年 11 月 1 日 13.27 元/股收盘价，PE 分别为 12/10/9 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

1) 文化纸需求大幅下滑。2) 行业新增产能过多导致公司产品价格下降。3) 原材料价格波动风险

盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	39,767	39,544	41,907	45,732	49,137
YoY (%)	23.7%	-0.6%	6.0%	9.1%	7.4%
归母净利润(百万元)	2,809	3,086	3,189	3,677	4,081
YoY (%)	-4.1%	9.9%	3.3%	15.3%	11.0%
毛利率 (%)	15.2%	15.9%	16.1%	16.3%	16.4%
每股收益 (元)	1.04	1.10	1.14	1.32	1.46
ROE	12.2%	11.8%	11.3%	11.8%	11.9%
市盈率	12.76	12.06	11.63	10.09	9.09

资料来源: wind, 华西证券研究所

分析师: 徐林锋

邮箱: xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系电话:

联系人: 罗天啸

邮箱: luotx@hx168.com.cn

SAC NO:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	39,544	41,907	45,732	49,137	净利润	3,101	3,202	3,692	4,098
YoY (%)	-0.6%	6.0%	9.1%	7.4%	折旧和摊销	2,183	2,921	3,192	3,609
营业成本	33,261	35,173	38,286	41,058	营运资金变动	728	404	-548	-202
营业税金及附加	220	251	274	270	经营活动现金流	6,617	7,287	7,066	8,281
销售费用	154	189	192	197	资本开支	-4,736	-6,276	-5,995	-6,704
管理费用	957	1,131	1,281	1,327	投资	-33	-22	-21	-21
财务费用	760	621	621	638	投资活动现金流	-4,769	-6,396	-5,993	-6,701
研发费用	929	1,006	1,143	1,179	股权募资	0	11	0	0
资产减值损失	-67	-82	-48	-77	债务募资	-441	1,432	597	566
投资收益	21	21	23	25	筹资活动现金流	-1,846	-175	-959	-1,010
营业利润	3,296	3,513	3,998	4,464	现金净流量	6	716	114	570
营业外收支	23	5	15	15	主要财务指标				
利润总额	3,320	3,518	4,013	4,479	成长能力 (%)				
所得税	219	317	321	381	营业收入增长率	-0.6%	6.0%	9.1%	7.4%
净利润	3,101	3,202	3,692	4,098	净利润增长率	9.9%	3.3%	15.3%	11.0%
归属于母公司净利润	3,086	3,189	3,677	4,081	盈利能力 (%)				
YoY (%)	9.9%	3.3%	15.3%	11.0%	毛利率	15.9%	16.1%	16.3%	16.4%
每股收益	1.10	1.14	1.32	1.46	净利率	7.8%	7.6%	8.0%	8.3%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	6.1%	5.8%	6.2%	6.4%
货币资金	2,495	3,211	3,326	3,896	净资产收益率 ROE	11.8%	11.3%	11.8%	11.9%
预付款项	576	657	704	752	偿债能力 (%)				
存货	4,574	4,976	5,405	5,688	流动比率	0.76	0.74	0.77	0.81
其他流动资产	5,223	5,116	5,603	6,005	速动比率	0.42	0.41	0.42	0.46
流动资产合计	12,868	13,961	15,038	16,341	现金比率	0.15	0.17	0.17	0.19
长期股权投资	277	299	320	341	资产负债率	48.3%	48.4%	47.0%	45.6%
固定资产	33,966	36,955	39,566	42,492	经营效率 (%)				
无形资产	1,883	2,147	2,400	2,633	总资产周转率	0.80	0.79	0.80	0.80
非流动资产合计	37,683	41,162	43,986	47,105	每股指标 (元)				
资产合计	50,551	55,124	59,024	63,446	每股收益	1.10	1.14	1.32	1.46
短期借款	8,079	8,179	8,278	8,346	每股净资产	9.32	10.13	11.15	12.31
应付账款及票据	4,815	5,419	5,748	6,181	每股经营现金流	2.37	2.61	2.53	2.96
其他流动负债	3,985	5,363	5,484	5,646	每股股利	0.30	0.30	0.30	0.30
流动负债合计	16,879	18,961	19,510	20,173	估值分析				
长期借款	6,702	7,202	7,702	8,202	PE	12.06	11.63	10.09	9.09
其他长期负债	814	531	529	527	PB	1.31	1.31	1.19	1.08
非流动负债合计	7,516	7,734	8,232	8,730					
负债合计	24,395	26,694	27,742	28,903					
股本	2,795	2,795	2,795	2,795					
少数股东权益	104	117	132	150					
股东权益合计	26,155	28,429	31,283	34,543					
负债和股东权益合计	50,551	55,124	59,024	63,446					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。