

# Q3 量增驱动收入稳增，浆纸一体化建设有序推进

## 核心观点

24Q1-3 公司实现营收 309.75 亿元/+6.07%，归母净利润 24.59 亿元/+15.08%，扣非归母净利润 25.91 亿元/+24.26%。单季度看，24Q3 公司实现营收 104.51 亿元/+5.99%，归母净利润 7.01 亿元/-20.84%，扣非归母净利润 7.74 亿元/-10.74%。24Q3 公司收入延续上半年增长趋势，预计主要系去年新增产能爬坡释放的产销量增加贡献。盈利端，24Q3 公司毛利率为 13.96%/-2.77pct，环比-3.19pct，净利率为 6.74%/-2.30pct，环比-1.06pct，盈利能力环比回落，主要系 Q3 纸价走弱，而原材料木浆成本环比抬升（Q3 实际使用的部分为 Q2 采购的高价浆），同时 Q3 南宁厂区固定资产清理损失 9860 万元，影响归母净利润表现。

## 事件

公司发布 2024 年三季报。2024Q1-3 公司实现营收 309.75 亿元/+6.07%，归母净利润 24.59 亿元/+15.08%，扣非归母净利润 25.91 亿元/+24.26%，经营活动现金流净额 58.07 亿元/+2.95%，基本 EPS 为 0.88 元/+15.08%，ROE（加权）为 9.09%/+0.25pct。

单季度看，24Q3 公司实现营收 104.51 亿元/+5.99%，归母净利润 7.01 亿元/-20.84%，扣非归母净利润 7.74 亿元/-10.74%，经营活动现金流净额 27.81 亿元/+76.40%。

## 简评

量增驱动收入稳增，Q3 纸价上涨、成本抬升，盈利能力环比回落。24Q3 公司收入同比+6%，延续上半年增长趋势，预计主要系去年新增产能爬坡释放的产销量增加贡献。24Q1-3 公司毛利率为 16.35%/+0.90pct，净利率为 7.97%/+0.61pct。单季度看，24Q3 公司毛利率为 13.96%/-2.77pct，环比-3.19pct，净利率为 6.74%/-2.30pct，环比-1.06pct，主要系 Q3 纸价环比走弱，而原材料木浆成本环比抬升（Q3 实际使用的为 Q2 采购的高价浆），盈利能力环比回落。Q3 非经常性损益主要系南宁基地固定资产清理形成损失 9860 万元（Q2 为 8400 万元）。

以南宁基地为建设重心，浆纸一体化持续推进。截至 23 年末，公司合并纸、浆总产能已超过 1200 万吨，南宁 30 万吨生活用纸项目一期进展顺利，24Q3 末 4 条产线已陆续投产（合计 15 万吨）。目前公司在建项目如下：①南宁一期：120 万吨高档箱板纸项目推进中，预计 25Q4 陆续投产。②南宁二期：24H1 启动，

## 太阳纸业 (002078.SZ)

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

张舒怡

zhangshuyi@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523070004

发布日期：2024 年 11 月 07 日

当前股价：13.42 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-11.01/-12.43	5.34/-12.95	9.46/-2.19
12 月最高/最低价 (元)		16.27/11.53
总股本 (万股)		279,457.31
流通 A 股 (万股)		277,722.72
总市值 (亿元)		375.03
流通市值 (亿元)		372.70
近 3 月日均成交量 (万)		1980.03
主要股东		
山东太阳控股集团有限公司		44.73%

股价表现



相关研究报告

- 24.09.04 【中信建投轻工纺织及教育】太阳纸业 (002078):浆纸产量增长亮眼，南宁基地建设有序推进
- 24.04.13 【中信建投轻工纺织及教育】太阳纸业 (002078):23 年业绩目标实现，资产负债率逐步下降

包括年产 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 25 年底陆续投产。③山东颜店：3.7 万吨特种纸产线（字典纸、热敏原纸、枕包隔油纸等）预计 25 年上半年进入试产阶段；14 万吨特种纸项目二期（7 万吨）已开工建设。④广西北海：原兖州溶解浆生产线（20 万吨）搬迁工程已于 10 月初启动，预计于 25Q2 完成搬迁和升级改造工作。

**24Q3 浆价下行，公司产品以自用为主，外售部分表现平稳。**随着巴西 Suzano 的 255 万吨阔叶浆，以及国内联盛 120 万吨阔叶浆、玖龙 110 万吨阔叶浆、仙鹤 40 万吨阔叶浆产线等预计在 24Q3 陆续投产，截至 11 月 1 日，阔叶浆、针叶浆外盘价（Arauco）分别为 560、785 美元/吨，内盘价分别为 4576、6220 元/吨，较 5 月中旬高点下跌 21.2%、3.8%。公司化学浆、化机浆除自用外主要供给集团卡纸使用，价格、盈利均相对稳定。

**需求承压、浆价下行带动纸价回落，24Q3 造纸盈利承压。**1) **文化纸：**Q3 需求偏弱、旺季不旺，浆价下行对纸价形成压力，24Q3 双胶纸、双铜纸吨均价分别为 5442、5545 元，同比分别-2.1%、+4.1%，环比分别-5.9%、-3.4%。10 月 30 日公司发出 300 元/吨的非涂布纸全系产品提价函，但在新产能释放压力下，预计落地程度有限。2) **箱板纸：**Q3 整体需求偏弱，纸价磨底，24Q3 箱板纸、瓦楞纸吨均价分别为 3620、2609 元，同比分别-3.4%、-5.6%，环比分别-1.0%、-1.4%，期待后续促消费政策发力、带动箱板瓦楞纸需求改善。

**投资建议：**我们预计太阳纸业 2024-2026 年营业收入分别为 409.5、436.2、484.1 亿元，同比增长 3.6%、6.5%、11.0%；归母净利润分别为 31.5、34.4、38.5 亿元，同比增长 2.2%、8.9%、11.9%；对应 P/E 为 11.9x、10.9x、9.8x，维持“买入”评级。

**风险提示：**下游需求不及预期，公司作为国内造纸行业头部企业，文化纸、箱板纸、纸浆产能市占率高，下游主要为消费包装、印刷等行业，下游需求偏弱将对收入和盈利产生不利影响；浆价波动超预期，公司木浆原材料占成本比重 50%-60%，国际木浆新产能持续投放，若供给冲击下，浆价大幅回调，或将对公司浆产品盈利产生不利影响，同时浆价下跌导致纸价失去成本支撑，或导致短期造纸盈利受损。**林浆纸一体化建设不及预期**，公司正推动南宁二期建设，总投资预计不超过 70 亿元，若产能建设不及预期将影响公司收入和业绩增长。

图表1: 24Q3 阔叶浆外盘报价继续下调



资料来源: 卓创资讯, 中信建投

图表2: 24Q3 阔叶浆内盘报价继续下调



资料来源: 卓创资讯, 中信建投

图表3: 24Q3 文化纸价格进一步下行



资料来源: 卓创资讯, 中信建投

图表4: 24Q3 箱板纸价格磨底



资料来源: Wind, 中信建投

图表5: 太阳纸业营收毛利拆分预测

单位: 元/吨	针叶浆	阔叶浆	化机浆	国废	双胶纸	双铜纸	白卡纸	生活用纸	箱板纸	瓦楞纸
1Q23	7041	5900	5357	1668	6694	5689	5106	7775	4262	3126
2Q23	5605	4204	4234	1583	6060	5430	4487	6398	3945	2848
3Q23	5607	4630	4049	1523	5560	5329	4380	6348	3748	2763
4Q23	6073	5309	4691	1575	6114	5977	4897	6610	3843	2927
1Q24	5940	5184	4273	1515	5786	5792	4762	6432	3833	2855
2Q24	6366	5667	4052	1439	5783	5740	4417	6671	3656	2645
3Q24	6149	4950	3735	1467	5442	5545	4391	6338	3620	2609
YoY (3Q24)	9.7%	6.9%	-7.8%	-3.7%	-2.1%	4.1%	0.2%	-0.2%	-3.4%	-5.6%
QoQ (3Q24)	-3.4%	-12.6%	-7.8%	1.9%	-5.9%	-3.4%	-0.6%	-5.0%	-1.0%	-1.4%

资料来源: 卓创资讯, 中信建投

**图表6： 太阳纸业营收毛利拆分预测**

亿元人民币	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	320.0	397.7	395.4	409.5	436.2	484.1
yoy	48.2%	24.3%	-0.6%	3.6%	6.5%	11.0%
毛利率	17.4%	15.2%	15.9%	15.7%	14.9%	15.0%
纸销量	523	557	666	746	814	916
浆销量	107	184	146	147	156	164
<b>非涂布文化用纸</b>	<b>86.7</b>	<b>108.6</b>	<b>133.1</b>	<b>136.7</b>	<b>140.3</b>	<b>155.5</b>
yoy	20%	25%	23%	3%	3%	11%
销量 (万吨)	165	191	248	268	283	311
吨价	5265	5692	5357	5109	4967	4993
yoy	9%	8.1%	-5.9%	-5%	-3%	1%
毛利率	16.0%	16.6%	16.6%	15.0%	14.2%	14.2%
<b>铜版纸</b>	<b>41.0</b>	<b>31.8</b>	<b>35.1</b>	<b>38.9</b>	<b>38.0</b>	<b>38.3</b>
yoy	17%	-23%	10%	11%	-2%	1%
产能 (万吨)	80	80	80	80	80	80
销量 (万吨)	81	65	74	85	85	85
吨价	5066	4862	4719	4602	4502	4529
yoy	11%	-4%	-3%	-2%	-2%	1%
毛利率	19.7%	15.1%	12.9%	15.8%	16.5%	17.0%
<b>溶解浆</b>	<b>32.6</b>	<b>41.7</b>	<b>36.7</b>	<b>38.6</b>	<b>38.6</b>	<b>38.6</b>
yoy	49%	28%	-12%	5%	0%	0%
产能 (万吨)	80	80	80	80	80	80
销量 (万吨)	50	60	61	61	61	61
吨价	6537	6898	6006	6316	6324	6324
yoy	24%	6%	-13%	5%	0%	0%
毛利率	22.9%	22.7%	16.1%	22.3%	23.1%	22.4%
<b>化机浆</b>	<b>18.3</b>	<b>19.9</b>	<b>18.4</b>	<b>16.5</b>	<b>18.4</b>	<b>21.1</b>
yoy	2%	9%	-8%	-10%	12%	15%
产能 (万吨)	140	140	155	155	170	170
销量 (万吨)	53	54	52	46	55	63
吨价	3452	3696	3529	3560	3380	3380
yoy	0%	7%	-5%	1%	-5%	0%
毛利率	21.2%	20.4%	22.1%	19.8%	16.0%	15.6%
<b>牛皮箱板纸</b>	<b>98.7</b>	<b>103.9</b>	<b>98.1</b>	<b>102.0</b>	<b>112.2</b>	<b>132.4</b>
yoy	137%	5%	-6%	4%	10%	18%
产能 (万吨)	240	240	340	340	460	460
销量 (万吨)	239	253	288	339	379	444
吨价	4132	4102	3403	3005	2957	2978
yoy	25%	-1%	-17%	-12%	-2%	1%
毛利率	15.4%	10.2%	14.7%	14.6%	14.8%	15.0%
<b>化学浆</b>	<b>1.5</b>	<b>33.6</b>	<b>17.5</b>	<b>15.4</b>	<b>15.0</b>	<b>15.1</b>
yoy	56%	2140%	-48%	-12%	-3%	1%
产能 (万吨)	80	80	80	80	115	115
销量 (万吨)	4	70	33	39	40	40
吨价	4285	4814	5337	3909	3748	3778
yoy	11.6%	12.3%	10.9%	-27%	-4%	1%
毛利率	-6.8%	13.9%	17.4%	15.9%	12.1%	12.1%

资料来源: Wind, 中信建投

**资产负债表(百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>12,588</b>	<b>12,868</b>	<b>18,615</b>	<b>19,880</b>	<b>22,049</b>
现金	2,386	2,495	8,190	8,725	9,681
应收票据及应收账款合计	3,856	4,511	4,127	4,397	4,879
其他应收款	79	75	117	124	138
预付账款	664	576	664	707	784
存货	5,339	4,574	4,931	5,303	5,874
其他流动资产	264	637	586	624	693
<b>非流动资产</b>	<b>35,426</b>	<b>37,683</b>	<b>38,973</b>	<b>40,005</b>	<b>40,808</b>
长期投资	256	277	302	326	350
固定资产	28,904	33,995	35,721	37,189	38,400
无形资产	1,767	1,883	1,569	1,255	941
其他非流动资产	4,499	1,528	1,381	1,234	1,116
<b>资产总计</b>	<b>48,014</b>	<b>50,551</b>	<b>57,587</b>	<b>59,885</b>	<b>62,856</b>
<b>流动负债</b>	<b>17,448</b>	<b>16,879</b>	<b>22,596</b>	<b>23,435</b>	<b>24,696</b>
短期借款	8,169	8,079	11,972	12,032	12,055
应付票据及应付账款合计	5,032	4,815	5,605	6,028	6,677
其他流动负债	4,247	3,985	5,019	5,375	5,964
<b>非流动负债</b>	<b>7,392</b>	<b>7,516</b>	<b>6,356</b>	<b>5,113</b>	<b>3,799</b>
长期借款	6,661	6,723	5,563	4,319	3,005
其他非流动负债	731	794	794	794	794
<b>负债合计</b>	<b>24,840</b>	<b>24,395</b>	<b>28,952</b>	<b>28,548</b>	<b>28,495</b>
少数股东权益	90	104	116	129	143
股本	2,795	2,795	2,795	2,795	2,795
资本公积	3,574	3,632	3,632	3,632	3,632
留存收益	16,715	19,625	22,093	24,782	27,791
归属母公司股东权益	23,084	26,051	28,519	31,208	34,218
<b>负债和股东权益</b>	<b>48,014</b>	<b>50,551</b>	<b>57,587</b>	<b>59,885</b>	<b>62,856</b>

**现金流量表(百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,824</b>	<b>6,617</b>	<b>8,363</b>	<b>7,198</b>	<b>7,756</b>
净利润	2,817	3,101	3,166	3,449	3,861
折旧摊销	2,112	2,183	2,734	2,992	3,222
财务费用	834	760	709	727	666
投资损失	-22	-21	-29	-29	-29
营运资金变动	-1,770	723	1,772	48	26
其他经营现金流	-147	-129	10	10	10
<b>投资活动现金流</b>	<b>-6,121</b>	<b>-4,769</b>	<b>-4,006</b>	<b>-4,006</b>	<b>-4,006</b>
资本支出	4,615	4,712	4,000	4,000	4,000
长期投资	-1,446	-33	0	0	0
其他投资现金流	-9,291	-9,448	-8,006	-8,006	-8,006
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,803</b>	<b>-1,846</b>	<b>1,338</b>	<b>-2,658</b>	<b>-2,793</b>
短期借款	472	-91	3,894	60	23
长期借款	1,247	62	-1,160	-1,244	-1,314
其他筹资现金流	84	-1,817	-1,395	-1,474	-1,502
<b>现金净增加额</b>	<b>-490</b>	<b>6</b>	<b>5,695</b>	<b>534</b>	<b>956</b>

资料来源：公司公告，中信建投

**利润表(百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>39,767</b>	<b>39,544</b>	<b>40,952</b>	<b>43,624</b>	<b>48,406</b>
营业成本	33,735	33,261	34,527	37,133	41,130
营业税金及附加	178	220	196	209	232
销售费用	153	154	164	175	194
管理费用	1,033	957	872	816	1,026
研发费用	781	929	788	757	840
财务费用	834	760	709	727	666
资产减值损失	-55	-67	-287	-87	-145
信用减值损失	-16	-10	-15	-16	-18
其他收益	41	70	47	47	47
公允价值变动收益	-6	18	0	0	0
投资净收益	22	21	29	29	29
资产处置收益	-8	0	-2	-2	-2
<b>营业利润</b>	<b>3,033</b>	<b>3,296</b>	<b>3,466</b>	<b>3,777</b>	<b>4,229</b>
营业外收入	39	31	37	37	37
营业外支出	4	8	24	24	24
利润总额	3,068	3,320	3,479	3,790	4,242
所得税	251	219	313	341	381
<b>净利润</b>	<b>2,817</b>	<b>3,101</b>	<b>3,166</b>	<b>3,449</b>	<b>3,861</b>
少数股东损益	8	15	12	13	14
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,809</b>	<b>3,086</b>	<b>3,154</b>	<b>3,436</b>	<b>3,846</b>
EPS (元)	1.01	1.10	1.13	1.23	1.38

**主要财务比率**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	24.28	-0.56	3.56	6.53	10.96
营业利润(%)	-10.79	8.70	5.14	8.98	11.97
归属于母公司净利润(%)	-5.01	9.86	2.21	8.95	11.93
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	15.17	15.89	15.69	14.88	15.03
净利率(%)	7.08	7.84	7.73	7.91	7.98
ROE(%)	12.17	11.84	11.06	11.01	11.24
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	51.74	48.26	50.28	47.67	45.33
流动比率	0.72	0.76	0.82	0.85	0.89
速动比率	0.36	0.42	0.55	0.57	0.60
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.83	0.78	0.71	0.73	0.77
应收账款周转率	10.84	9.55	10.41	10.41	10.41
应付账款周转率	8.62	7.69	7.63	7.63	7.63
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.01	1.10	1.13	1.23	1.38
每股经营现金流(最新摊薄)	1.37	2.37	2.99	2.58	2.78
每股净资产(最新摊薄)	8.26	9.32	10.21	11.17	12.24
<b>估值比率</b>					
P/E	13.4	12.2	11.9	10.9	9.8
P/B	1.6	1.4	1.3	1.2	1.1

## 分析师介绍

### 叶乐

中信建投证券轻工纺服&教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2016年加入中信建投证券研究发展部，2017年“新财富”中小市值最佳分析师第3名团队成员，2020年“新财富”海外最佳分析师第5名团队成员，2023年“新浪金麒麟”菁英分析师纺服第4、家居第5。目前专注于纺服、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究。

### 张舒怡

中信建投证券轻工纺服及教育行业分析师，上海财经大学学士、博士，专注于造纸包装、纺织制造、出口链、黄金珠宝、个护文娱等消费服务产业研究，3年证券从业经验。

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,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收到任何形式的补偿。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
 电话:(8610) 56135088  
 联系人:李祉瑶  
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:曹莹  
 邮箱:caoying@csc.com.cn

**中信建投(国际)**

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话:(852) 3465-5600  
 联系人:刘泓麟  
 邮箱:charleneliu@csci.hk