

轻工制造

2025 年 03 月 06 日

太阳纸业 (002078)

——2024 年业绩快报点评：2024Q4 浆纸承压，公司盈利韧性强于行业，2025H1 有望逐季改善

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025 年 03 月 06 日

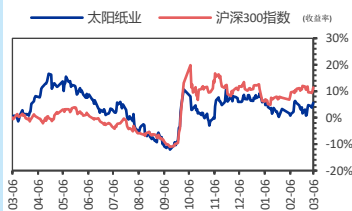
收盘价 (元) 14.32
一年内最高/最低 (元) 16.56/11.58
市净率 1.4
股息率% (分红/股价) 2.09
流通 A 股市值 (百万元) 39,742
上证指数/深证成指 3,381.10/10,898.75

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2024 年 09 月 30 日

每股净资产 (元) 9.91
资产负债率% 46.37
总股本/流通 A 股 (百万) 2,795/2,775
流通 B 股/H 股 (百万) -/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《太阳纸业 (002078) 点评：2024 年三季报点评：成本优势持续强化，盈利体现韧性，2024Q3 业绩略超预期》 2024/11/05

证券分析师

屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com
黄莎 A0230522010002
huangsha@swsresearch.com
张海涛 A0230524080003
zhanght@swsresearch.com

联系人

张海涛
(8621)23297818×
zhanght@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司发布 2024 年业绩快报，表现略超预期。**2024 年实现收入 407.39 亿元，同比增长 3.0%，其中单 Q4 收入 97.64 亿元，同比下滑 5.6%，收入下滑主要反应浆纸价格压力。2024 年实现归母净利润 31.26 亿元，同比增长 1.3%，全年减值影响约 1.8 亿元；其中单 Q4 归母净利 6.67 亿元，同比下滑 29.7%，环比下滑 4.8%，严峻外部环境下体现盈利韧性。
- **文化纸：2024Q4 浆纸承压，2025H1 有望逐季改善。**受浆价回落、需求疲软等因素影响，2024 年 10 月文化纸延续下跌趋势，后因晨鸣停产影响，11 月以来纸价迎来改善，根据卓创资讯，2024Q4 双胶纸/铜版纸均价分别为 5228/5435 元/吨，分别环比下滑 3.9%/2.0%，考虑成本端仍在缓慢下行中，预计公司文化纸 2024Q4 盈利环比有所回落。2025 年以来，行业供给端延续收缩趋势，文化纸持续发布涨价函，截至 2025 年 3 月 5 日，双胶纸/铜版纸均价分别为 5450/4320 元/吨，较 2024 年 11 月底底部上涨 338/480 元/吨。考虑近期浆价上行、文化纸进入需求旺季，预计 2025H1 文化纸盈利环比逐季改善。
- **箱板瓦楞纸：盈利相对稳定，后续有望受益老挝成本下降及广西经营优化。**2024Q4 箱板瓦楞纸行业逐渐进入需求旺季，叠加新增产能趋缓、进口量有所缩量，纸价持续提涨，根据卓创资讯，2024Q4 箱板纸/瓦楞纸均价分别为 3660/2746 元/吨，分别环比上涨 1.1%/5.2%，同期国废均价 1530 元/吨，环比上涨 4.3%。公司产品结构定位中高端，预计 2024Q4 盈利环比相对稳定。美废价格 2024Q4 开始下行，低价成本在 2025Q1 逐渐体现，带来老挝盈利改善，此外广西经营持续优化，预计 2025Q1 箱板纸盈利有望环比小幅改善。
- **浆类产品：盈利相对稳定，搬迁溶解浆投产有望增厚利润。**溶解浆盈利相对稳定，搬迁 20 万吨溶解浆预计于 2025Q2 投产，投产后可利用北海园区的木浆生产工艺优势、原材料优势、物流优势及基地的区位优势，进一步强化溶解浆成本优势；化学浆/化机浆主要对集团销售，2024Q4 浆价触底，预计吨浆盈利环比小幅回落，2025Q1 以来浆价持续反弹，盈利有望改善。

财务数据及盈利预测

	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	39,544	30,975	40,739	43,591	49,729
同比增长率 (%)	-0.6	6.1	3.0	7.0	14.1
归母净利润 (百万元)	3,086	2,459	3,126	3,537	4,164
同比增长率 (%)	9.9	15.1	1.3	13.2	17.7
每股收益 (元/股)	1.10	0.88	1.12	1.27	1.49
毛利率 (%)	15.9	16.4	16.8	16.7	16.5
ROE (%)	11.8	8.9	11.0	11.5	12.3
市盈率	13		13	11	10

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

- **中长期林浆纸一体化推进，增长潜力充足。**1) **林地**：2023 年底老挝纸浆林种植保有面积达到 6 万公顷，未来几年基地将以每年新增 1-1.2 万公顷种植规模稳步推进，并在可预见的未来逐步加大种植力度。随着当地百姓对太阳老挝林地种植接受度的提升，合作林面积有望加速扩张。2) **浆纸**：公司披露新增产能包括南宁 100 万吨包装纸、40 万吨特种纸+50 万吨木浆，山东 3.7 万吨特种纸+14 万吨特种纸二期，新增项目有望奠定后续增长基础，南宁产能扩张，三大基地协同效应进一步强化。
- **公司浆纸多品种布局对抗周期扰动，林浆纸一体优化成本，逆周期产能投放收获景气改善红利，卓越战略眼光持续贡献超额收益。公司为行业管理标杆、人才梯队稳健，团队稳定，凝聚力和员工自驱力强大，精益管理提升生产效率，成本控制优于同行。**结合公司业绩快报，以及行业供给变化带来的提价弹性，我们上调公司 2024-2026 年盈利预测至 31.26/35.37/41.64 亿元（前值为 31.22/32.79/40.41 亿元），分别同比增长 1.3%/13.2%/17.7%，对应 2024-2026 年 PE 分别为 13/11/10X，维持“买入”评级！
- **风险提示：造纸新增产能供给过剩，终端需求恢复缓慢。**

财务摘要

百万元, 百万股	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	39,767	39,544	40,739	43,591	49,729
其中: 营业收入	39,767	39,544	40,739	43,591	49,729
减: 营业成本	33,735	33,261	33,895	36,312	41,523
减: 税金及附加	178	220	226	242	276
主营业务利润	5,854	6,063	6,618	7,037	7,930
减: 销售费用	153	154	163	174	199
减: 管理费用	1,033	957	978	1,090	1,193
减: 研发费用	781	929	896	1,003	1,094
减: 财务费用	834	760	907	907	889
经营性利润	3,053	3,263	3,674	3,863	4,555
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-16	-10	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-55	-67	0	0	0
加: 投资收益及其他	63	91	123	155	180
营业利润	3,033	3,296	3,617	4,009	4,724
加: 营业外净收入	35	23	-20	24	25
利润总额	3,068	3,320	3,597	4,033	4,749
减: 所得税	251	219	456	479	564
净利润	2,817	3,101	3,141	3,555	4,185
少数股东损益	8	15	15	18	21
归属于母公司所有者的净利润	2,809	3,086	3,126	3,537	4,164

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。