

太阳纸业 (002078.SZ)

业绩稳健增长，林浆纸一体化优势凸显

- 公司发布 2024 年业绩报告。24 年公司实现营业收入 407.27 亿元，同比 +2.99%；实现归母净利润 31.01 亿元，同比 +0.50%。24Q4 实现营业收入 97.51 亿元，同比 -5.71%；实现归母净利润 6.42 亿元，同比 -32.31%。24Q4 利润环比小幅下降主要因为：1) 24Q4 文化纸价格承压，24 年 11 月触底修复，24Q4 双胶纸、铜版纸均价环比分别 -4.0%、-2.0%；2) 兖州溶解浆搬迁工程于 24 年 10 月初启动，预计 25Q2 完成本次溶解浆生产线的搬迁和升级改造工作。
- 纸品销量稳健增长，溶解浆及化学浆盈利能力提升明显。24 年公司纸品销量 751 万吨，同比 +12.76%；浆销量 146 万吨，同比持平。分品种来看，2024 年非涂布文化纸、铜版纸、牛皮箱板纸、淋膜原纸、生活用纸、溶解浆、化机浆、化学浆收入分别为 130 亿元（同比 -2.33%）、41.32 亿元（同比 +17.86%）、109.31 亿元（同比 +11.47%）、9.94 亿元（同比 -21.32%）、20.22 亿元（同比 -1.32%）、40.99 亿元（同比 +11.77%）、15.99 亿元（同比 -13.05%）和 14.22 亿元（同比 -18.86%）；2024 年非涂布文化纸、铜版纸、牛皮箱板纸、淋膜原纸、生活用纸、溶解浆、化机浆、化学浆毛利率分别为 13.35%（同比 -3.28pct）、14.84%（同比 +1.97pct）、15.22%（同比 +0.48pct）、7.89%（同比 +3.2pct）、11.87%（同比 -2.54pct）、24.38%（同比 +8.3pct）、22.68%（同比 +0.61pct）、19.77%（同比 +2.33pct）。24 年下半年来看，2024H2 公司非涂布文化纸、铜版纸、箱板纸分别实现收入 59.82、20.12 和 57.29 亿元，分别同比 -11.6%、+4.4%和 +9.2%；其中非涂布文化纸 24Q4 或受玖龙联盛压低招标价格，据隆众咨询数据，24Q4 双胶纸均价 5217.74 元/吨，环比 -3.78%，同比 -12.6%；25Q1 双胶纸均价 5425.42 元/吨，环比 +3.98%，同比 -5.7%，我们预计文化纸均价持续改善，业绩有望稳健增长。
- 林浆纸一体化布局领先行业。25 年为公司新上项目投资大年，山东基地颜店厂区 3.7 万吨特种纸基新材料项目，山东基地兖州厂区溶解浆生产线搬迁改造项目，广西基地南宁园区“林浆纸一体化项目”一期工程高档包装纸生产线，南宁园区“林浆纸一体化项目”二期工程 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，南宁园区生活用纸二期项目 4 条生活用纸生产线均将按照项目建设进度在 25 年度陆续进入试产、投产阶段。
- 盈利预测：公司具有领先的产能布局和产品矩阵，国内造纸龙头地位稳固。受宏观经济较弱影响，文化纸纸价略微承压，我们小幅下调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 35.1 亿元、39.9 亿元和 44.6 亿元，分别同比 +13%/+14%/+12%，对应 25 年 PE 11.2X，维持“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示：原材料价格波动，产能投放不及预期，需求恢复不及预期。

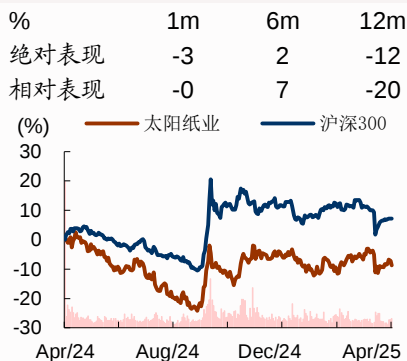
强烈推荐（维持）

消费品/轻工纺服
目标估值：NA
当前股价：14.02 元

基础数据

总股本（百万股）	2795
已上市流通股（百万股）	2765
总市值（十亿元）	39.2
流通市值（十亿元）	38.8
每股净资产（MRQ）	10.2
ROE（TTM）	10.8
资产负债率	45.4%
主要股东 山东太阳控股集团有限公司	
主要股东持股比例	44.74%

股价表现



相关报告

- 《太阳纸业（002078）—需求回暖 业绩稳步增长，一体化战略加速推进》2024-08-31
- 《太阳纸业（002078）—需求回暖 盈利修复加速，浆纸稳步上调支撑景气度》2023-10-30
- 《太阳纸业（002078）—深化“林浆纸一体化”布局，中长期盈利有望复苏》2023-08-26

刘丽 S1090517080006
liuli14@cmschina.com.cn
五月 S1090523080003
wangyue20@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	39544	40727	43805	47325	50062
同比增长	-1%	3%	8%	8%	6%
营业利润(百万元)	3296	3613	4084	4635	5188
同比增长	9%	10%	13%	13%	12%
归母净利润(百万元)	3086	3101	3508	3985	4463
同比增长	10%	1%	13%	14%	12%
每股收益(元)	1.10	1.11	1.26	1.43	1.60
PE	12.7	12.6	11.2	9.8	8.8
PB	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	12868	12762	14190	14783	16164
现金	2495	3234	3975	3742	4490
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	369	365	393	425	449
应收款项	1954	2054	2209	2386	2524
其它应收款	75	68	73	79	83
存货	4574	4752	5081	5494	5807
其他	3401	2289	2459	2657	2810
非流动资产	37683	39864	38836	37887	37009
长期股权投资	277	304	304	304	304
固定资产	33966	33101	32294	31542	30841
无形资产商誉	1902	2087	1878	1690	1521
其他	1537	4373	4361	4351	4342
资产总计	50551	52626	53026	52669	53173
流动负债	16879	16986	14984	11683	8905
短期借款	8079	6417	7587	3786	630
应付账款	4815	4853	5190	5611	5931
预收账款	581	791	846	915	967
其他	3405	4924	1362	1370	1377
长期负债	7516	6914	6914	6914	6914
长期借款	6702	6426	6426	6426	6426
其他	814	487	487	487	487
负债合计	24395	23899	21898	18596	15818
股本	2795	2795	2795	2795	2795
资本公积金	3534	3643	3643	3643	3643
留存收益	19723	22176	24567	27499	30767
少数股东权益	104	113	124	136	150
归属于母公司所有者权益	26051	28614	31005	33937	37205
负债及权益合计	50551	52626	53026	52669	53173

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	6617	8500	6456	6630	6899
净利润	3101	3111	3519	3997	4477
折旧摊销	2181	2386	2470	2392	2320
财务费用	607	531	884	696	485
投资收益	(21)	(34)	(128)	(128)	(128)
营运资金变动	791	2480	(289)	(327)	(255)
其它	(42)	27	0	0	0
投资活动现金流	(4769)	(5550)	(1314)	(1314)	(1314)
资本支出	(4774)	(5581)	(1442)	(1442)	(1442)
其他投资	5	31	128	128	128
筹资活动现金流	(1846)	(2580)	(4401)	(5549)	(4837)
借款变动	(844)	(809)	(2399)	(3800)	(3156)
普通股增加	(0)	(0)	0	0	0
资本公积增加	263	110	0	0	0
股利分配	(559)	(838)	(1118)	(1053)	(1195)
其他	(706)	(1042)	(884)	(696)	(485)
现金净增加额	2	369	741	(233)	748

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	39544	40727	43805	47325	50062
营业成本	33261	34205	36575	39548	41799
营业税金及附加	220	206	221	239	253
营业费用	154	177	190	205	217
管理费用	957	985	1059	1145	1211
研发费用	929	762	820	885	937
财务费用	760	716	884	696	485
资产减值损失	(77)	(191)	(100)	(100)	(100)
公允价值变动收益	18	(1)	(1)	(1)	(1)
其他收益	70	95	95	95	95
投资收益	21	34	34	34	34
营业利润	3296	3613	4084	4635	5188
营业外收入	31	11	11	11	11
营业外支出	8	42	42	42	42
利润总额	3320	3582	4053	4604	5157
所得税	219	471	534	607	680
少数股东损益	15	10	11	12	14
归属于母公司净利润	3086	3101	3508	3985	4463

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-1%	3%	8%	8%	6%
营业利润	9%	10%	13%	13%	12%
归母净利润	10%	1%	13%	14%	12%
获利能力					
毛利率	15.9%	16.0%	16.5%	16.4%	16.5%
净利率	7.8%	7.6%	8.0%	8.4%	8.9%
ROE	12.6%	11.3%	11.8%	12.3%	12.5%
ROIC	9.1%	8.5%	9.5%	10.3%	11.1%
偿债能力					
资产负债率	48.3%	45.4%	41.3%	35.3%	29.7%
净负债比率	33.5%	31.2%	26.4%	19.4%	13.3%
流动比率	0.8	0.8	0.9	1.3	1.8
速动比率	0.5	0.5	0.6	0.8	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
存货周转率	6.7	7.3	7.4	7.5	7.4
应收账款周转率	16.7	17.2	17.4	17.5	17.3
应付账款周转率	6.8	7.1	7.3	7.3	7.2
每股资料(元)					
EPS	1.10	1.11	1.26	1.43	1.60
每股经营净现金	2.37	3.04	2.31	2.37	2.47
每股净资产	9.32	10.24	11.09	12.14	13.31
每股股利	0.30	0.40	0.38	0.43	0.48
估值比率					
PE	12.7	12.6	11.2	9.8	8.8
PB	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	8.8	8.2	7.3	7.0	6.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。