

➤ **事件。**太阳纸业发布 2024 年三季度报，2024Q3 实现营收/归母净利润/扣非净利润 104.51/7.01/7.74 亿元，同比+5.99%/-20.84%/-10.74%；24 年前三季度实现营收/归母净利润/扣非净利润 309.75/24.59/25.91 亿元，同比+6.07%/+15.08%/+24.26%。

➤ **产能稳步提升，叠加溶解浆/铜版纸供需格局良好带动收入稳步提升。**24 单 Q3 收入为 104.51 亿元，同比增长 5.99%，其中：量：同比来看广西 100 万吨箱板纸达到满产，同时增加 15 万吨生活用纸产能；价：24Q3 铜版纸/双胶纸/箱板纸/溶解浆市场均价同比变动+6.83%/-1.81%/-12.12%/+8.77%，环比变动-1.99%/-7.97%/-1.76%/+1.14%，主要由量增带动收入增长。

➤ **高价浆入库叠加文化纸价格下降，三季度利润暂时承压。**24Q3 公司归母净利润 7.01 亿元，同/环分别-20.84%/-12.59%，其中固定资产清理减少 24Q3 利润 0.99 亿元。24Q3 毛利率/净利率分别下降 2.78/2.29pct 至 13.96%/6.74%。**文化纸方面：**浆价下降叠加供需关系较差导致文化纸价格下降，24Q3 高价浆入库导致整体吨盈利环比下降。**箱板纸方面：**公司高端纸价基本平稳，同时广西地区高端纸占比持续提升带动吨盈利上行。**溶解浆方面：**Q3 溶解浆价格继续上行但原木价格亦上涨，因此盈利保持平稳。**展望 Q4，盈利压力仍存。**目前文化纸基本面未有明显改善，年底岳纸继续投产 45 万吨，供需压力仍存；箱板纸虽有国内外节日带动或有一定改善，但从目前来看改善幅度不大；溶解浆竞争格局较好，下游需求较为稳定，预计价格仍保持小幅上行，但整体原木价格仍有上涨，因此预计吨盈利保持相对平稳。

➤ **费用保持平稳，税收返还带动现金流转好。**24Q3 销售/管理/研发/财务费用率同比变动+0.05/-0.01/-0.81/-0.54pct 至 0.43%/2.26%/1.74%/1.16%。24Q3 应收票据及账款为 35.79 亿元，同增 12.15%，主因按合同约定货款未到期致使余额增加所致。现金流方面，24Q3 经营活动现金净流量同比变动 76.40% 至 27.81 亿元，主因收到的税费返还比去年同期增加较多。

➤ **投资建议：**区域方面，公司完善广西基地布局，旨在提升华南市场话语权同时，亦助力公司背靠区域林地资源，加强产业链一体化建设；产能方面，根据南宁 525 万吨林浆纸一体化项目公告，项目一期将建设 220 万吨高端箱板纸、50 万吨本色浆以及 15 万吨化学浆；23Q3 首条 100 万吨箱板纸产线和 50 万吨本色浆线已投产，并且在 24Q3 15 万吨生活用纸产能已落地，充分利用未来南宁地区自产木浆产能；南宁二期项目将建设年产 40/35/15 万吨特种纸/漂白化学木浆/机械木浆生产线。同时老挝基地持续推进林地资源建设，山东、广西、老挝三大基地协同发展，在木片中期价格上行背景下，看好公司背靠林木资源加速行业整合。预计公司 2024-2026 年归母净利润为 32/37/42 亿元，对应 PE 估值为 12X/10X/9X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**下游需求不及预期，受关税政策冲击超预期，行业竞争加剧。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	39,544	43,411	48,825	52,414
增长率 (%)	-0.6	9.8	12.5	7.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	3,086	3,202	3,739	4,166
增长率 (%)	9.9	3.8	16.8	11.4
每股收益 (元)	1.10	1.15	1.34	1.49
PE	12	12	10	9
PB	1.5	1.4	1.2	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 10 月 28 日收盘价）

## 推荐

**维持评级**
**当前价格：**
**13.70 元**

**分析师 徐皓亮**

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

**研究助理 胡皓寒**

执业证书：S0100123060015

邮箱：huhaohan@mszq.com

## 相关研究

- 1.太阳纸业 (002078.SZ) 2024 年半年报点评：盈利同比保持高增，新产能稳步推进-2024/08/29
- 2.太阳纸业 (002078.SZ) 2024 年一季报点评：盈利大幅增长尽显α本色，广西基地产能稳步投放未来可期-2024/04/30
- 3.太阳纸业 (002078.SZ) 2023 年年报点评：林浆纸一体α能力彰显，产业链一体化志在长远-2024/04/10
- 4.太阳纸业 2023 年业绩快报点评：林浆纸一体化龙头α属性持续彰显-2024/02/28
- 5.太阳纸业 (002078.SZ) 2023 年三季度报点评：逆势彰显α属性，造纸龙头 Q3 盈利持续改善-2023/10/30

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	39,544	43,411	48,825	52,414
营业成本	33,261	36,891	41,456	44,359
营业税金及附加	220	260	293	314
销售费用	154	185	208	223
管理费用	957	1,042	1,123	1,206
研发费用	929	998	1,074	1,153
EBIT	4,069	4,086	4,728	5,221
财务费用	760	672	725	758
资产减值损失	-67	-29	-33	-35
投资收益	21	22	24	26
营业利润	3,296	3,407	3,995	4,454
营业外收支	23	39	29	29
利润总额	3,320	3,446	4,024	4,483
所得税	219	227	266	296
净利润	3,101	3,218	3,758	4,187
归属于母公司净利润	3,086	3,202	3,739	4,166
EBITDA	6,253	6,394	7,246	7,971

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,495	4,782	4,166	6,288
应收账款及票据	2,323	2,581	2,903	3,116
预付款项	576	738	829	887
存货	4,574	5,833	6,555	7,014
其他流动资产	2,900	1,760	1,964	2,099
流动资产合计	12,868	15,693	16,417	19,404
长期股权投资	277	317	357	397
固定资产	33,966	35,257	36,368	39,634
无形资产	1,883	2,369	2,549	2,638
非流动资产合计	37,683	41,916	42,946	43,753
资产合计	50,551	57,608	59,362	63,157
短期借款	8,079	9,789	10,389	10,389
应付账款及票据	4,815	5,256	5,906	6,320
其他流动负债	3,985	5,995	3,060	3,270
流动负债合计	16,879	21,039	19,355	19,979
长期借款	6,702	7,602	8,152	8,152
其他长期负债	814	533	533	533
非流动负债合计	7,516	8,136	8,685	8,685
负债合计	24,395	29,174	28,040	28,664
股本	2,795	2,795	2,795	2,795
少数股东权益	104	120	139	160
股东权益合计	26,155	28,434	31,322	34,494
负债和股东权益合计	50,551	57,608	59,362	63,157

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-0.56	9.78	12.47	7.35
EBIT 增长率	4.74	0.41	15.72	10.42
净利润增长率	9.86	3.77	16.77	11.43
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	15.89	15.02	15.09	15.37
净利润率	7.80	7.38	7.66	7.95
总资产收益率 ROA	6.10	5.56	6.30	6.60
净资产收益率 ROE	11.84	11.31	11.99	12.14
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.76	0.75	0.85	0.97
速动比率	0.42	0.43	0.46	0.57
现金比率	0.15	0.23	0.22	0.31
资产负债率 (%)	48.26	50.64	47.24	45.38
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	18.04	20.00	20.00	20.00
存货周转天数	50.20	58.00	58.00	58.00
总资产周转率	0.80	0.80	0.83	0.86
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.10	1.15	1.34	1.49
每股净资产	9.32	10.13	11.16	12.29
每股经营现金流	2.37	2.49	2.38	2.67
每股股利	0.30	0.31	0.36	0.41
<b>估值分析</b>				
PE	12	12	10	9
PB	1.5	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	8.49	8.30	7.32	6.66
股息收益率 (%)	2.19	2.27	2.65	2.96

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	3,101	3,218	3,758	4,187
折旧和摊销	2,183	2,308	2,518	2,750
营运资金变动	728	716	-434	-320
经营活动现金流	6,617	6,954	6,644	7,448
资本开支	-4,736	-6,350	-3,479	-3,489
投资	-33	0	0	0
投资活动现金流	-4,769	-6,487	-3,495	-3,503
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-441	3,443	-2,113	0
筹资活动现金流	-1,846	1,820	-3,765	-1,824
现金净流量	6	2,287	-616	2,122

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026