

非金融公司 | 公司点评 | 太阳纸业 (002078)

太阳纸业 2024 年三季度报点评： 收入维持稳健，盈利有望筑底



报告要点

太阳纸业发布 2024 年三季报：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%；实现扣非归母净利润 7.74 亿元，同比-10.74%。Q3 纸价延续下滑趋势背景下，公司收入仍能实现稳健增长，彰显纸业龙头综合竞争优势。2024H1 高价浆成本压力传导到 Q3 报表端，影响短期利润，Q3 以来浆价下滑明显，有望降低 Q4 成本压力。Q3 期间费用率为 5.59%，同比-1.31pct，降本增效显著。长期来看，公司产能建设有序推进，资源壁垒与成本优势不断强化，维持“买入”评级。

分析师及联系人



管泉森



孙珊



戚志圣

SAC: S0590523100007 SAC: S0590523110003 SAC: S0590523120002

太阳纸业(002078)

太阳纸业 2024 年三季报点评： 收入维持稳健，盈利有望筑底

行业：轻工制造/造纸
 投资评级：买入（维持）
 当前价格：13.27 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股) 2,795/2,775
 流通 A 股市值(百万元) 36,853.80
 每股净资产(元) 9.91
 资产负债率(%) 46.37
 一年内最高/最低(元) 16.56/11.36

股价相对走势



相关报告

- 《太阳纸业(002078)：太阳纸业2024年中报点评：收入稳健盈利亮眼，产能建设有序推进》2024.09.01
- 《太阳纸业(002078)：2024年一季报点评：Q1业绩开门红，纸业龙头持续领先》2024.05.10



扫码查看更多

事件

太阳纸业发布2024年三季报：2024Q1-3公司实现营收309.75亿元，同比+6.07%；实现归母净利润24.59亿元，同比+15.08%；实现扣非归母净利润25.91亿元，同比+24.26%。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%；实现扣非归母净利润7.74亿元，同比-10.74%。

➤ Q3 纸价持续探底，公司收入维持稳健

2024Q3/Q1-3 公司收入同比+5.99%/+6.07%，维持稳健增长。据钢联数据，1) 木浆系：2024Q3 针叶/阔叶浆外盘价环比分别-8.9%/-26.0%，双胶纸/铜版纸价格环比分别-10.5%/-3.5%；2) 废纸系：2024Q3 国废价格环比+3.3%，箱板纸/瓦楞纸价格环比分别-4.3%/-2.4%。Q3 纸价延续下滑趋势背景下，公司收入仍能实现稳健增长，彰显纸业龙头综合竞争优势。展望 Q4，近期经济政策不断落地，下游需求有望得到改善，带动行业回暖。长期来看，公司产能持续增长，收入中枢有望抬升。

➤ 浆价传导影响利润，Q4 盈利有望修复

2024Q3 公司毛利率 13.96%，同比-2.77pct。据钢联数据，针叶/阔叶浆外盘价 Q2 环比+7.7%/+8.5%，Q3 分别环比-8.9%/-26.0%。2024Q2 高价浆成本压力传导到 Q3 报表端，影响短期利润。2024Q3 以来浆价下滑明显，有望降低 Q4 成本压力。费用端方面，Q3 期间费用率为 5.59%，同比-1.31pct，其中销售/研发/管理/财务费用率同比分别+0.05%/-0.81%/-0.01%/-0.54pct，降本增效显著。Q3 公司持续清理广西六景公司部分落后产能，影响当期税前利润近 1 亿元，扣非后净利润符合预期。

➤ 产能建设有序推进，筑牢林浆纸一体化优势

产能建设方面，1) 南宁一期项目：PM11 和 PM12 预计将在 2025Q4 试产，4 条生活用纸生产线已在 2024Q3 陆续进入试产；2) 南宁二期项目：预计将在 2025 年年底陆续进入试产；3) 山东溶解浆生产线搬迁改造项目：已于 2024 年 10 月初启动，预计将于 2025Q2 完成；4) 山东基地颜店厂区特种纸项目：3.7 万吨特种纸预计将在 2025H1 进入试产，14 万吨特种纸项目二期开工建设。公司未来项目按计划逐步实施并投入运营，将有效促进浆纸生产能力不断提升，筑牢林浆纸一体化优势。

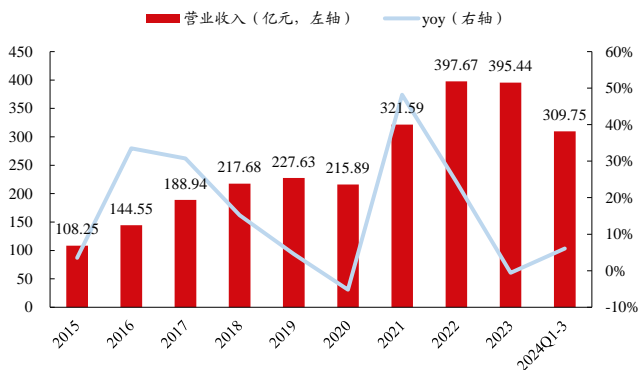
➤ 投资建议：维持“买入”评级

公司 Q3 收入维持稳健，盈利有望筑底；长期来看，产能建设有序推进，资源壁垒与成本优势不断强化。我们预计 2024-2026 年营收分别为 421.69/457.14/485.93 亿，同比分别+6.64%/+8.41%/+6.30%；归母净利润预期分别为 32.90/37.49/42.42 亿，同比分别+6.63%/+13.93%/+13.16%，EPS 分别为 1.18/1.34/1.52 元，3 年 CAGR 为 11.19%。公司林浆纸一体化综合竞争优势铸就长期护城河，维持“买入”评级。

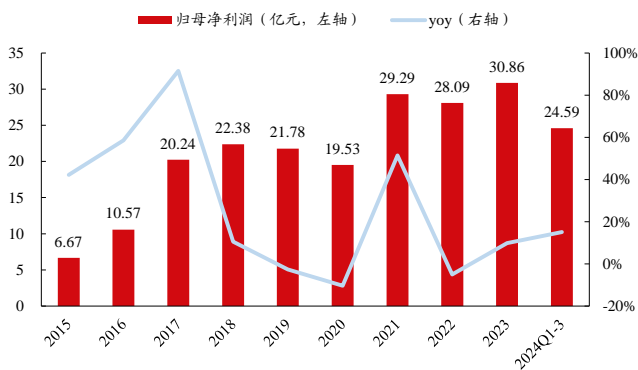
风险提示：原材料价格波动风险；经营不达预期风险；产能投放延后风险

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	39767	39544	42169	45714	48593
增长率(%)	24.28%	-0.56%	6.64%	8.41%	6.30%
EBITDA(百万元)	6014	6263	8773	9372	9632
归母净利润(百万元)	2809	3086	3290	3749	4242
增长率(%)	-5.01%	9.86%	6.63%	13.93%	13.16%
EPS(元/股)	1.01	1.10	1.18	1.34	1.52
市盈率(P/E)	13.6	12.4	11.6	10.2	9.0
市净率(P/B)	1.7	1.5	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	7.8	7.8	6.6	5.7	4.8

数据来源：公司公告、iFind、国联证券研究所预测；股价为 2024 年 11 月 01 日收盘价

图表1：2024Q1-3 公司实现营收 309.75 亿元，同比+6.07%


资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表2：2024Q1-3 公司归母净利润 24.59 亿元，同比+15.08%


资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表3：2024Q3 及 2024Q1-3 公司利润表各项目变动

	2024Q3	2023Q3	2024Q2	同比变动	环比变动	24Q1-3	23Q1-3	同比变动
营业收入	100.00%	100.00%	100.00%	-	-	100.00%	100.00%	-
营业成本	86.04%	83.26%	82.84%	2.77%	3.19%	90.57%	92.60%	-2.03%
毛利率	13.96%	16.74%	17.16%	-2.77%	-3.19%	83.65%	84.55%	-0.90%
营业税金及附加	0.50%	0.60%	0.49%	-0.10%	0.01%	0.50%	0.56%	-0.06%
销售费用率	0.43%	0.38%	0.42%	0.05%	0.01%	0.43%	0.38%	0.05%
管理费用率	2.26%	2.27%	2.41%	-0.01%	-0.14%	2.35%	2.42%	-0.07%
研发费用率	1.74%	2.55%	2.08%	-0.81%	-0.35%	1.99%	2.56%	-0.58%
财务费用率	1.16%	1.70%	2.01%	-0.54%	-0.85%	1.66%	2.13%	-0.47%
公允价值变动收益	0.04%	-0.02%	-0.03%	0.06%	0.07%	-0.01%	0.03%	-0.04%
投资收益	0.08%	0.06%	0.10%	0.02%	-0.02%	0.09%	0.03%	0.05%
资产处置收益	-0.96%	0.10%	-0.81%	-1.06%	-0.15%	-0.59%	0.04%	-0.63%
资产减值损失	0.00%	0.06%	-0.03%	-0.06%	0.03%	-0.01%	-0.01%	0.00%
信用减值损失	0.12%	-0.03%	-0.26%	0.15%	0.38%	-0.08%	-0.01%	-0.07%
其他收益	0.18%	0.06%	0.18%	0.12%	0.00%	0.19%	0.07%	0.11%
营业利润率	7.33%	9.47%	8.89%	-2.14%	-1.55%	9.01%	7.55%	1.46%
营业外收入	0.09%	0.09%	0.05%	0.00%	0.05%	0.05%	0.09%	-0.04%
营业外支出	0.02%	0.01%	0.03%	0.02%	-0.01%	0.02%	0.01%	0.02%
利润总额	7.40%	9.56%	8.90%	-2.16%	-1.50%	9.04%	7.63%	1.41%
所得税	0.66%	0.53%	1.11%	0.14%	-0.45%	1.07%	0.27%	0.80%
净利润	6.74%	9.03%	7.79%	-2.30%	-1.06%	7.97%	7.36%	0.61%
少数股东损益	0.03%	0.06%	0.03%	-0.03%	0.00%	0.03%	0.04%	-0.01%
归属母公司股东净利率	6.71%	8.98%	7.76%	-2.27%	-1.05%	7.94%	7.32%	0.62%

资料来源：iFinD，公司公告，国联证券研究所

风险提示

- 1、原材料价格波动风险：**原材料成本在公司的成本构成中占有较大比例，原材料价格的波动对公司经营稳定有较大影响；
- 2、经营不达预期的风险：**公司经营可能会受到行业政策、经济周期、出生人口等情况的影响；
- 3、产能投放延后的风险：**因为不可抗力导致公司产能投放延后，公司营收不及预期的风险。

财务预测摘要

资产负债表						单位:百万元				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E					
货币资金	2386	2495	12651	13714	14578					
应收账款+票据	3856	4511	4410	4867	5205					
预付账款	664	576	664	709	749					
存货	5339	4574	5016	5450	5734					
其他	343	712	675	705	780					
流动资产合计	12588	12868	23415	25445	27045					
长期股权投资	256	277	302	326	350					
固定资产	28904	33995	32126	29633	25725					
在建工程	3273	573	477	382	286					
无形资产	1767	1883	1522	1162	801					
其他非流动资产	1226	955	975	931	925					
非流动资产合计	35426	37683	35402	32434	28088					
资产总计	48014	50551	58817	57879	55134					
短期借款	8169	8079	14801	11931	7156					
应付账款+票据	5032	4815	5670	6143	6518					
其他	4247	3985	4271	4545	4783					
流动负债合计	17448	16879	24742	22619	18457					
长期带息负债	6661	6723	4968	3164	1217					
长期应付款	407	465	307	302	298					
其他	324	329	329	329	329					
非流动负债合计	7392	7516	5604	3795	1844					
负债合计	24840	24395	30346	26414	20301					
少数股东权益	90	104	116	131	147					
股本	2795	2795	2795	2795	2795					
资本公积	3574	3632	3632	3632	3632					
留存收益	16715	19625	21928	24908	28259					
股东权益合计	23174	26155	28471	31465	34833					
负债和股东权益总计	48014	50551	58817	57879	55134					

现金流量表						单位:百万元				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E					
净利润	2817	3101	3303	3763	4258					
折旧摊销	2112	2183	4358	4483	4470					
财务费用	834	760	785	754	483					
存货减少(增加为“-”)	-1833	765	-441	-434	-284					
营运资金变动	-1770	723	749	-219	-123					
其它	1664	-915	430	410	257					
经营活动现金流	3824	6617	9184	8756	9062					
资本支出	-4615	-4712	-2157	-1505	-104					
长期投资	-1446	-33	0	0	0					
其他	-60	-24	91	14	6					
投资活动现金流	-6121	-4769	-2067	-1490	-98					
债权融资	1718	-29	4968	-4675	-6722					
股权融资	108	0	0	0	0					
其他	-23	-1817	-1930	-1527	-1378					
筹资活动现金流	1803	-1846	3039	-6202	-8100					
现金净增加额	-490	6	10156	1063	864					

利润表						单位:百万元				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E					
营业收入	39767	39544	42169	45714	48593					
营业成本	33735	33261	34923	37838	40147					
营业税金及附加	178	220	202	219	233					
营业费用	153	154	211	229	243					
管理费用	1813	1886	2214	2368	2566					
财务费用	834	760	785	754	483					
资产减值损失	-55	-67	-100	-67	-67					
公允价值变动收益	-6	18	-20	-4	-4					
投资净收益	22	21	29	29	29					
其他	17	60	33	-1	1					
营业利润	3033	3296	3775	4263	4881					
营业外净收益	35	23	-146	-128	-202					
利润总额	3068	3320	3629	4135	4679					
所得税	251	219	326	372	421					
净利润	2817	3101	3303	3763	4258					
少数股东损益	8	15	12	14	16					
归属于母公司净利润	2809	3086	3290	3749	4242					

财务比率					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	24.28%	-0.56%	6.64%	8.41%	6.30%
EBIT	-1.09%	4.57%	8.20%	10.74%	5.60%
EBITDA	5.21%	4.15%	40.07%	6.83%	2.78%
归属于母公司净利润	-5.01%	9.86%	6.63%	13.93%	13.16%
获利能力					
毛利率	15.17%	15.89%	17.18%	17.23%	17.38%
净利率	7.08%	7.84%	7.83%	8.23%	8.76%
ROE	12.17%	11.84%	11.60%	11.96%	12.23%
ROIC	11.16%	9.92%	10.26%	9.53%	10.58%
偿债能力					
资产负债率	51.74%	48.26%	51.59%	45.64%	36.82%
流动比率	0.7	0.8	0.9	1.1	1.5
速动比率	0.4	0.4	0.7	0.8	1.1
营运能力					
应收账款周转率	10.8	9.5	10.2	10.1	10.0
存货周转率	6.3	7.3	7.0	6.9	7.0
总资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.8	0.9
每股指标(元)					
每股收益	1.0	1.1	1.2	1.3	1.5
每股经营现金流	1.4	2.4	3.3	3.1	3.2
每股净资产	8.3	9.3	10.1	11.2	12.4
估值比率					
市盈率	13.6	12.4	11.6	10.2	9.0
市净率	1.7	1.5	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	7.8	7.8	6.6	5.7	4.8
EV/EBIT	12.0	12.0	13.2	10.9	9.0

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2024年11月01日收盘价

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

法律主体声明

本报告由国联证券股份有限公司或其关联机构制作，国联证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“国联证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

国联证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

权益披露

国联证券国际金融有限公司跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务关系，且雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼