

太阳纸业 (002078.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q2 盈利略回落，浆价下行看好 2H 盈利回暖

业绩简评

8月28日公司发布2024半年报，24H1实现营收205.2亿元，同比+6.11%，归母净利润17.58亿元，同比+40.49%；24Q2营收103.4亿元，同比+8.41%，归母净利润8.0亿元，同/环比+16.9%/-16.1%，扣非后归母8.6亿元，同比/环比+30.0%/-9.2%。

经营分析

2Q 用浆成本提升，文化纸价格旺季提涨后有所回落。从毛利结构来看，文化纸、箱板纸、溶解浆共同构成毛利三大主要来源，24H1毛利贡献比重分别为45.5%、21.0%、10.3%，同比+2.7/+1.5/-0.6pct。24Q2内盘阔叶浆/铜版纸/双胶纸/箱板纸/溶解浆市场均价环比+8.5%/持平/-0.3%-2.8%/+3.2%。1)文化纸：3月起浆价提涨+旺季催化下文化纸涨价落地，5月起受下游需求疲弱影响纸价进入平台期；2)箱板纸：尽管下游需求疲弱，但产品结构高端化、国内化机浆纤维补充下，公司箱板盈利能力优于行业。

24H1毛利率17.57%(+2.8pct)，其中非涂布文化纸/箱板纸/溶解浆毛利率18.0%/14.6%/21.0%(+2.4/+2.4/+4.7pct)。Q2毛利率17.16%(同/环比+1.0/-0.8pct)，Q2净利率7.79%(同/环比+0.6/-1.6pct)，其中Q2非流动资产处置损失0.87亿元。

文化纸进入旺季价格逐步企稳，4Q吨盈利修复趋势明确。伴随9月文化纸、箱板纸逐步转入传统旺季，前期文化纸价回落有望逐步企稳，浆价下行背景下，伴随库存纸浆消耗，4Q用浆成本有望降低，带动盈利逐步修复。当前内盘阔叶浆/铜版纸/双胶纸/箱板纸/溶解浆市场均价较2Q底-10.8%/-1.7%/-8.1%/-1.5%/持平。

多元化纸种布局平抑波动，南宁二期项目扩充特种纸/纸浆布局，成长动能充分。2023年末公司纸+浆合计总产能超1200万吨，30万吨生活纸项目预计24Q3投产；此外根据公司公告，南宁二期项目将建设年产40万吨特种纸、35万吨漂白化学浆、15万吨机械木浆生产线。山东、广西和老挝“三大基地”进入全面协同发展新阶段；公司持续在林浆纸一体化全产业链上延伸和拓展，不断提升太阳纸业的产业链核心竞争力。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司24-26年归母净利分别为34、38.9、43.1亿元，当前股价对应PE为10/9/8X，考虑到太阳纸业作为国内造纸龙头，公司林浆纸一体化有望显著降低自身周期属性，“买入”评级。

风险提示

下游需求不及预期导致纸品涨价不及预期的风险；新增产能投放进度不达预期的风险；原料价格大幅波动的风险。

国金证券研究所

分析师：赵中平 (执业S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：张杨桓 (执业S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

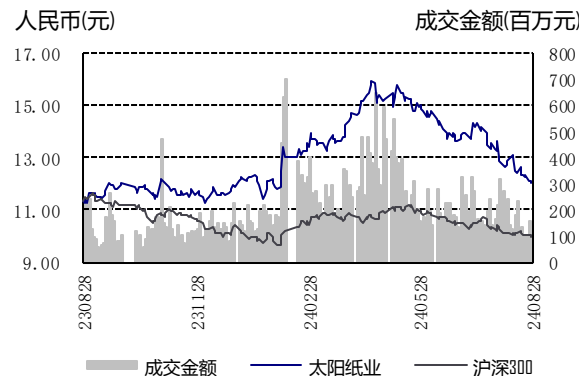
分析师：尹新悦 (执业S1130522080004)

yinxinyue@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：12.07元

相关报告：

1.《太阳纸业公司点评：高质量达成股权激励目标，1Q浆纸同涨业绩稳...》，2024.4.10



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	39,767	39,544	42,058	45,950	47,099
营业收入增长率	24.28%	-0.56%	6.36%	9.25%	2.50%
归母净利润(百万元)	2,809	3,086	3,402	3,894	4,308
归母净利润增长率	-5.01%	9.86%	10.24%	14.46%	10.64%
摊薄每股收益(元)	1.005	1.104	1.217	1.393	1.542
每股经营性现金流净额	1.37	2.37	3.16	2.54	2.75
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.17%	11.84%	11.91%	12.36%	12.38%
P/E	11.46	11.02	9.92	8.66	7.83
P/B	1.39	1.31	1.18	1.07	0.97

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	31,997	39,767	39,544	42,058	45,950	47,099
增长率		24.3%	-0.6%	6.4%	9.3%	2.5%
主营业务成本	-26,438	-33,735	-33,261	-35,143	-38,066	-38,690
%销售收入	82.6%	84.8%	84.1%	83.6%	82.8%	82.1%
毛利	5,559	6,032	6,284	6,916	7,884	8,409
%销售收入	17.4%	15.2%	15.9%	16.4%	17.2%	17.9%
营业税金及附加	-139	-178	-220	-210	-230	-235
%销售收入	0.4%	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-136	-153	-154	-210	-230	-235
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
管理费用	-814	-1,033	-957	-1,030	-1,103	-1,177
%销售收入	2.5%	2.6%	2.4%	2.5%	2.4%	2.5%
研发费用	-538	-781	-929	-883	-1,149	-1,177
%销售收入	1.7%	2.0%	2.3%	2.1%	2.5%	2.5%
息税前利润 (EBIT)	3,931	3,888	4,024	4,582	5,173	5,583
%销售收入	12.3%	9.8%	10.2%	10.9%	11.3%	11.9%
财务费用	-565	-834	-760	-703	-686	-617
%销售收入	1.8%	2.1%	1.9%	1.7%	1.5%	1.3%
资产减值损失	-31	-71	-77	-23	-15	-1
公允价值变动收益	-8	-6	18	7	7	7
投资收益	43	22	21	20	20	10
%税前利润	1.3%	0.7%	0.6%	0.5%	0.4%	0.2%
营业利润	3,399	3,033	3,296	3,912	4,530	5,012
营业利润率	10.6%	7.6%	8.3%	9.3%	9.9%	10.6%
营业外收支	-20	35	23	15	15	15
税前利润	3,379	3,068	3,320	3,927	4,545	5,027
利润率	10.6%	7.7%	8.4%	9.3%	9.9%	10.7%
所得税	-412	-251	-219	-511	-636	-704
所得税率	12.2%	8.2%	6.6%	13.0%	14.0%	14.0%
净利润	2,967	2,817	3,101	3,417	3,909	4,323
少数股东损益	10	8	15	15	15	15
归属于母公司的净利润	2,957	2,809	3,086	3,402	3,894	4,308
净利率	9.2%	7.1%	7.8%	8.1%	8.5%	9.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2,967	2,817	3,101	3,417	3,909	4,323
少数股东损益	10	8	15	15	15	15
非现金支出	1,803	2,183	2,260	2,705	2,649	2,811
非经营收益	527	578	528	782	620	586
营运资金变动	-367	-1,754	728	1,935	-79	-44
经营活动现金净流	4,929	3,824	6,617	8,838	7,099	7,677
资本开支	-7,234	-4,682	-4,736	-4,646	-3,728	-4,328
投资	-7	-1,446	-33	-61	-34	-34
其他	15	7	0	-80	-80	-90
投资活动现金净流	-7,226	-6,121	-4,769	-4,787	-3,842	-4,452
股权募资	520	0	0	0	0	0
债权募资	3,838	2,491	-441	-1,420	-1,297	-1,537
其他	-1,562	-688	-1,405	-1,595	-1,613	-1,624
筹资活动现金净流	2,796	1,803	-1,846	-3,015	-2,909	-3,161
现金净流量	511	-490	6	1,036	347	63

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,468	2,386	2,495	3,531	3,878	3,941
应收款项	3,072	3,934	4,586	4,198	4,574	4,688
存货	3,506	5,339	4,574	4,333	4,693	4,770
其他流动资产	1,205	928	1,213	1,173	1,237	1,251
流动资产	11,251	12,588	12,868	13,234	14,382	14,650
%总资产	26.3%	26.2%	25.5%	25.0%	26.0%	25.6%
长期投资	418	416	442	610	751	892
固定资产	28,217	32,147	34,539	36,090	37,195	38,528
%总资产	66.0%	67.0%	68.3%	68.2%	67.2%	67.3%
无形资产	1,432	1,906	1,959	2,170	2,376	2,577
非流动资产	31,487	35,426	37,683	39,698	40,948	42,622
%总资产	73.7%	73.8%	74.5%	75.0%	74.0%	74.4%
资产总计	42,737	48,014	50,551	52,932	55,330	57,272
短期借款	10,770	10,467	10,211	9,253	7,857	6,320
应付款项	6,318	5,954	5,615	6,488	7,033	7,151
其他流动负债	786	1,027	1,054	1,469	1,660	1,705
流动负债	17,875	17,448	16,879	17,210	16,550	15,175
长期贷款	5,391	6,640	6,702	6,702	6,802	6,802
其他长期负债	657	753	814	346	346	346
负债	23,924	24,840	24,395	24,259	23,699	22,324
普通股股东权益	18,733	23,084	26,051	28,554	31,497	34,799
其中：股本	2,687	2,795	2,795	2,795	2,795	2,795
未分配利润	13,056	15,218	17,667	20,174	23,118	26,420
少数股东权益	81	90	104	119	134	149
负债股东权益合计	42,737	48,014	50,551	52,932	55,330	57,272

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.100	1.005	1.104	1.217	1.393	1.542
每股净资产	6.972	8.259	9.322	10.218	11.271	12.452
每股经营现金净流	1.835	1.368	2.368	3.162	2.540	2.747
每股股利	0.100	0.200	0.300	0.320	0.340	0.360
回报率						
净资产收益率	15.78%	12.17%	11.84%	11.91%	12.36%	12.38%
总资产收益率	6.92%	5.85%	6.10%	6.43%	7.04%	7.52%
投入资本收益率	9.87%	8.86%	8.73%	8.93%	9.61%	9.99%
增长率						
主营业务收入增长率	48.21%	24.28%	-0.56%	6.36%	9.25%	2.50%
EBIT 增长率	34.45%	-1.11%	3.51%	13.86%	12.91%	7.92%
净利润增长率	51.39%	-5.01%	9.86%	10.24%	14.46%	10.64%
总资产增长率	19.16%	12.35%	5.28%	4.71%	4.53%	3.51%
资产管理能力						
应收账款周转天数	19.4	18.4	19.3	20.0	20.0	20.0
存货周转天数	44.2	47.9	54.4	45.0	45.0	45.0
应付账款周转天数	43.7	42.2	45.2	43.0	43.0	43.0
固定资产周转天数	318.5	265.0	313.5	295.2	273.4	280.2
偿债能力						
净负债/股东权益	67.47%	63.50%	55.12%	43.33%	34.08%	26.27%
EBIT 利息保障倍数	7.0	4.7	5.3	6.5	7.5	9.0
资产负债率	55.98%	51.74%	48.26%	45.83%	42.83%	38.98%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	7	14	86
增持	0	0	0	1	1
中性	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.25	1.19	1.03

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-10-30	买入	11.66	N/A
2	2023-02-27	买入	12.68	N/A
3	2023-08-26	买入	11.28	N/A
4	2024-04-10	买入	15.05	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806