



分析师：徐皓亮

执业证号：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

➤ **事件。**太阳纸业发布 2024 年中报，24H1 实现营收 205.24 亿元，同比+6.11%，归母净利润/扣非净利润 17.58/18.17 亿元，同比+40.49%/+49.17%；其中 24Q2 实现营收 103.39 亿元，同比+8.14%，归母净利润/扣非净利润 8.02/8.65 亿元，同比+16.94%/+30.01%。

➤ **产能有条不紊，公司销量再上一层台阶。**24H1 非涂布文化用纸/铜版纸/溶解浆/牛皮箱板纸收入 70.18/21.2/17.73/52.02 亿元，同比分别变化+7.27%/+34.29%/-7.09%/+14.12%，占比分别为 34.19%/10.33%/8.64%/25.35%。量：24 年浆/纸总产能已超 1200 万吨，根据我们的测算，24H1 双胶纸/铜版纸/生活用纸/箱板纸/溶解浆销量同比变动+26.21%/+38.46%/+25%/-7.81%/-11.54%至 130/36/15/118/23 万吨。价：24H1 双胶纸/铜版纸/生活用纸/箱板纸/溶解浆均价同比-568.72/-115.84/-1042.21/-647.11/+303.24 元/吨（同比-9.23%/-1.92%/-13.39%/-12.82%/+4.17%）。整体来看，24H1 收入增长主要依靠销量增长带动。

➤ **同比来看，木浆上行期盈利稳步提升。**24H1 归母净利润同比+40.49%至 17.58 亿元。24H1 毛利率/净利率同增 2.77/2.1pcts 至 17.57%/8.6%，非涂布文化用纸/铜版纸/溶解浆/牛皮箱板纸毛利率分别为 17.99%/17.89%/20.96%/14.57%，同增 2.35/5.72/4.73/2.41pct。从整体上来看毛利率在纸浆上行期间改善；溶解浆需求较为稳定，毛利率稳定提升；高端箱板纸供需较为平衡，原材料下行的背景下毛利率持续改善（24H1 国废均价同比-9.6%）；文化纸受益于纸浆上行整体毛利率提升。费用率方面：24Q2 销售/管理/研发/财务费用率为 0.42%/2.41%/2.08%/2.01%，同比变动+0.03/-0.08/-0.88/-0.67pct，研发费用率下降主因材料费减少。24Q2 经营活动现金流净额为 24.4 亿元，同比-0.04%，基本保持稳定。24Q2 资本开支为 15.32 亿元，同比-5.55%，亦基本保持稳定。

➤ **环比来看，纸价未能良好传导纸浆上涨带来影响，吨盈利下降。**单 Q2 归母净利润 8.02 亿元，环比-16.1%，同比+16.94%，其中资产处置/信用减值分别损失 0.84/0.37 亿元，资产减值损失主要来自南宁工厂旧设备拆除。24Q2 毛利率/净利率环比下降 0.83/1.62pct，同增 1.03/0.57pct 至 17.16%/7.79%。

➤ **浆价持续下行 24Q3 或承压。**截至 2024 年 8 月 28 日，24Q3 双胶纸/铜版纸吨价环比降低 300/130 元，针叶浆/阔叶浆价格在 7 月末开始下降，纸价持续下降而纸企库存浆价或到高位，24Q3 文化纸吨盈利预计环比继续下降；溶解浆竞争格局较好，需求较为稳定，吨盈利基本保持一致；箱板纸方面国庆假日提振终端需求，或带动箱板纸盈利提升。

推荐

维持评级

当前价格：

12.49 元

相关研究

1.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

2.太阳纸业 (002078.SZ) 2023 年年报点评：林浆纸一体化能力彰显，产业链一体化志在长远-2024/04/10

3.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

4.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

5.太阳纸业 (002078.SZ) 2023 半年报点评：林浆纸一体化龙头α能力凸显，盈利水平逐季改善-2023/08/27

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 23 年 10 月公司通过投资新建年产 30 万吨生活用纸提案，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。2023 年公司预计分红 8.38 亿元，分红比例为 27.17%；同时公司发布 24-26 年分红政策：公司处于成熟期且无重大资金支出/成熟期且有重大资金支出/成长期且有重大资金支出分红比例分别为 80%/40%/20%。预计公司 2024-2026 年归母净利润为 34/37/42 亿元，对应 PE 估值为 10X/9X/8X，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)	39544	43411	48825	52414
增长率 (%)	-0.6	9.8	12.5	7.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	3086	3352	3737	4163
增长率 (%)	9.9	8.6	11.5	11.4
每股收益 (元)	1.10	1.20	1.34	1.49
PE	11	10	9	8
PB	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 8 月 29 日收盘价)

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	39544	43411	48825	52414
营业成本	33261	36730	41456	44359
营业税金及附加	220	260	293	314
销售费用	154	185	208	223
管理费用	957	1042	1123	1206
研发费用	929	998	1074	1153
EBIT	4069	4247	4728	5221
财务费用	760	672	727	761
资产减值损失	-67	-29	-33	-35
投资收益	21	22	24	26
营业利润	3296	3568	3993	4451
营业外收支	23	39	29	29
利润总额	3320	3607	4022	4480
所得税	219	238	265	296
净利润	3101	3369	3756	4184
归属于母公司净利润	3086	3352	3737	4163
EBITDA	6253	6555	7246	7971

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2495	4619	3891	6010
应收账款及票据	2323	2581	2903	3116
预付款项	576	735	829	887
存货	4574	5807	6555	7014
其他流动资产	2900	1790	1995	2130
流动资产合计	12868	15532	16172	19157
长期股权投资	277	317	357	397
固定资产	33966	35257	36368	39634
无形资产	1883	2369	2549	2638
非流动资产合计	37683	42578	43608	44416
资产合计	50551	58110	59780	63573
短期借款	8079	9789	10389	10389
应付账款及票据	4815	5233	5906	6320
其他流动负债	3985	6062	3063	3274
流动负债合计	16879	21083	19358	19982
长期借款	6702	7602	8152	8152
其他长期负债	814	658	658	658
非流动负债合计	7516	8261	8811	8810
负债合计	24395	29344	28169	28792
股本	2795	2795	2795	2795
少数股东权益	104	121	140	161
股东权益合计	26155	28766	31612	34781
负债和股东权益合计	50551	58110	59780	63573

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
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-0.56	9.78	12.47	7.35
EBIT 增长率	4.74	4.37	11.33	10.42
净利润增长率	9.86	8.63	11.50	11.40
盈利能力 (%)				
毛利率	15.89	15.39	15.09	15.37
净利润率	7.80	7.72	7.65	7.94
总资产收益率 ROA	6.10	5.77	6.25	6.55
净资产收益率 ROE	11.84	11.70	11.88	12.03
偿债能力				
流动比率	0.76	0.74	0.84	0.96
速动比率	0.42	0.42	0.45	0.56
现金比率	0.15	0.22	0.20	0.30
资产负债率 (%)	48.26	50.50	47.12	45.29
经营效率				
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	0.85
每股指标 (元)				
每股收益	1.10	1.20	1.34	1.49
每股净资产	9.32	10.25	11.26	12.39
每股经营现金流	2.37	2.54	2.38	2.66
每股股利	0.30	0.33	0.36	0.40
估值分析				
PE	11	10	9	8
PB	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	7.92	7.56	6.84	6.21
股息收益率 (%)	2.40	2.61	2.91	3.24

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	3101	3369	3756	4184
折旧和摊销	2183	2308	2518	2750
营运资金变动	728	685	-430	-320
经营活动现金流	6617	7106	6647	7445
资本开支	-4736	-6350	-3479	-3489
投资	-33	0	0	0
投资活动现金流	-4769	-7184	-3495	-3503
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-441	3645	-2186	0
筹资活动现金流	-1846	2201	-3880	-1823
现金净流量	6	2124	-728	2119

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