

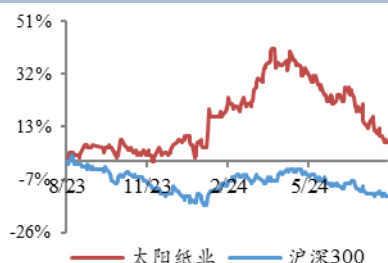
24H1 业绩符合预期，关注旺季纸价表现

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-08-29

收盘价（元）	12.07
近 12 个月最高/最低（元）	16.56/11.36
总股本（百万股）	2,795
流通股本（百万股）	2,775
流通股比例（%）	99.31
总市值（亿元）	337
流通市值（亿元）	335

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：徐偲

执业证书号：S0010523120001

邮箱：xucal@hazq.com

分析师：余倩莹

执业证书号：S0010524040004

邮箱：yuqianying@hazq.com

相关报告

- 盈利能力持续提升，产能规模有序扩张 2024-04-30
- 横向产品多元化，纵向林浆纸一体化 2024-04-24

主要观点：

● 事件：公司发布 2024 年半年度报告

公司发布 2024 年半年度报告，2024H1 实现营业收入 205.24 亿元，同比增长 6.11%；实现归母净利润 17.58 亿元，同比增长 40.49%；实现归母扣非净利润 18.17 亿元，同比增长 49.17%。2024Q2 实现营业收入 103.39 亿元，同比增长 8.41%；实现归母净利润 8.02 亿元，同比增长 16.94%；实现扣非归母净利润 8.65 亿元，同比增长 30.01%。

● 林浆纸一体化下，原料优势助力毛利率提升

分产品拆分营业收入，2024H1 公司非涂布文化用纸/铜版纸/牛皮箱板纸/淋膜原纸/生活用纸/瓦楞原纸/溶解浆/化机浆/化学浆/电及蒸汽/化工产品分别实现收入 70.18/21.20/52.02/4.44/10.40/0.70/17.73/8.29/7.90/8.67/1.39 亿元，同比+7.27%/+34.29%/+14.12%/-35.91%/+15.44%/+528.89%/-7.09%/-13.27%/-24.67%/-6.54%/+107.50%；分地区拆分营业收入，2024H1 公司境内/境外分别实现营业收入 201.52/3.72 亿元，同比+6.87%/-23.41%。分产品拆分毛利率，2024H1 公司非涂布文化用纸/铜版纸/牛皮箱板纸/淋膜原纸/生活用纸/瓦楞原纸/溶解浆/化机浆/化学浆/电及蒸汽/化工产品毛利率分别为 17.99%/17.89%/14.57%/14.78%/14.44%/5.72%/20.96%/23.21%/19.02%/22.34%/13.55%，分别同比+2.35%/+5.72%/+2.41%/+7.40%/+3.42%/-3.26%/+4.73%/+1.30%/-1.52%/+2.38%/+4.42 个百分点；分地区拆分毛利率，2024H1 公司境内毛利率为 17.81%，同比提升 2.66 个百分点。报告期内，公司稳步推进广西基地南宁园区新建和技改项目，公司全面协同发挥原料优势，在保证产品质量的情况下，生产成本得以降低，降本增效成果显著，盈利能力增强，毛利率逐步提升。

● 费用率下降，盈利能力增强，非流动资产处置损失对业绩短期拖累

2024H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.43%/2.39%/2.11%/1.91%，分别同比+0.05/-0.10/-0.46/-0.44 个百分点。公司各项费用控制得当，运营能力改善。2024H1 归母净利率为 8.57%，同比提升 2.10 个百分点，公司的盈利能力稳步增强。其中，Q2 非流动资产处置损失 0.87 亿元，对短期业绩有所拖累。未来，公司将继续建设有太阳纸业特色的“林浆纸一体化”全产业链体系，不断提升公司木浆、木片的自给率，提升公司的成本控制能力，熨平商品木浆等生产原材料价格波动带来的负面影响。

● 投资建议

公司作为国内领先的造纸企业，林浆纸一体化成本优势明显。短期随着广西南宁基地一期项目达产及二期项目投建，产能扩张贡献业绩增量，长期老挝基地林木资源壁垒稳固。基于中报，我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 422.82/458.71/490.23 亿元（前值为 439.27/468.95/501.46 亿元），分别同比增长 6.9%/8.5%/6.9%；归母净利润分别为 34.09/38.89/42.67 亿元（前值为 36.73/41.37/45.99 亿元），分别同比增长 10.5%/14.1%/9.7%。截至 2024 年 8 月 28 日总股本及收盘市值对应 EPS

分别为 1.22/1.39/1.53 元，对应 PE 分别为 9.90/8.67/7.90 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

市场竞争加剧的风险，原材料价格波动的风险，汇率波动的风险，客户的信用风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	39544	42282	45871	49023
收入同比（%）	-0.6%	6.9%	8.5%	6.9%
归属母公司净利润	3086	3409	3889	4267
净利润同比（%）	9.9%	10.5%	14.1%	9.7%
毛利率（%）	15.9%	16.2%	16.5%	16.6%
ROE（%）	11.8%	11.4%	11.5%	11.1%
每股收益（元）	1.10	1.22	1.39	1.53
P/E	11.02	9.90	8.67	7.90
P/B	1.31	1.13	1.00	0.88
EV/EBITDA	7.80	6.89	6.16	5.31

资料来源：wind，华安证券研究所（以 2024 年 8 月 28 日收盘价计算）

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	12868	14998	16923	19956	营业收入	39544	42282	45871	49023
现金	2495	3505	4711	7143	营业成本	33261	35428	38299	40864
应收账款	1954	2227	2393	2543	营业税金及附加	220	233	248	265
其他应收款	75	101	99	107	销售费用	154	199	211	230
预付账款	576	662	704	748	管理费用	957	1019	1110	1191
存货	4574	5083	5513	5832	财务费用	760	809	799	786
其他流动资产	3194	3420	3503	3582	资产减值损失	-67	-5	-5	-5
非流动资产	37683	40451	42741	44906	公允价值变动收益	-18	0	0	0
长期投资	277	277	277	277	投资净收益	21	17	18	20
固定资产	33966	33525	38122	37619	营业利润	3296	3681	4197	4607
无形资产	1883	2149	2403	2638	营业外收入	31	15	15	15
其他非流动资产	1556	4500	1938	4372	营业外支出	8	12	10	10
资产总计	50551	55449	59664	64862	利润总额	3320	3684	4202	4612
流动负债	16879	17825	18214	18766	所得税	219	258	294	323
短期借款	8079	8079	8079	8079	净利润	3101	3426	3908	4289
应付账款	4324	4534	4851	5217	少数股东损益	15	17	20	21
其他流动负债	4477	5212	5284	5471	归属母公司净利润	3086	3409	3889	4267
非流动负债	7516	7686	7496	7496	EBITDA	6207	6872	7458	8197
长期借款	6702	6702	6702	6702	EPS（元）	1.10	1.22	1.39	1.53
其他非流动负债	814	984	794	794	主要财务比率				
负债合计	24395	25511	25710	26262	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	104	121	141	162	成长能力				
股本	2795	2795	2795	2795	营业收入	-0.6%	6.9%	8.5%	6.9%
资本公积	3632	3632	3632	3632	营业利润	8.7%	11.7%	14.0%	9.7%
留存收益	19625	23390	27386	32011	归属于母公司净利	9.9%	10.5%	14.1%	9.7%
归属母公司股东权	26051	29817	33813	38438	获利能力				
负债和股东权益	50551	55449	59664	64862	毛利率（%）	15.9%	16.2%	16.5%	16.6%
现金流量表					净利率（%）	7.8%	8.1%	8.5%	8.7%
单位:百万元					ROE（%）	11.8%	11.4%	11.5%	11.1%
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	ROIC（%）	8.7%	8.7%	9.0%	8.9%
经营活动现金流	6617	6972	6984	7996	偿债能力				
净利润	3086	3409	3889	4267	资产负债率（%）	48.3%	46.0%	43.1%	40.5%
折旧摊销	2183	2462	2546	2897	净负债比率（%）	93.3%	85.2%	75.7%	68.0%
财务费用	607	834	834	834	流动比率	0.76	0.84	0.93	1.06
投资损失	-21	-17	-18	-20	速动比率	0.46	0.52	0.59	0.71
营运资金变动	728	266	-286	-4	营运能力				
其他经营现金流	2392	3161	4194	4293	总资产周转率	0.78	0.76	0.77	0.76
投资活动现金流	-4769	-5298	-4755	-4730	应收账款周转率	20.24	18.98	19.17	19.27
资本支出	-4736	-4931	-4789	-4770	应付账款周转率	7.69	7.81	7.89	7.83
长期投资	-33	1	1	1	每股指标（元）				
其他投资现金流	0	-368	33	40	每股收益	1.10	1.22	1.39	1.53
筹资活动现金流	-1846	-664	-1024	-834	每股经营现金流薄）	2.37	2.49	2.50	2.86
短期借款	-91	0	0	0	每股净资产	9.32	10.67	12.10	13.75
长期借款	63	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	11.02	9.90	8.67	7.90
资本公积增加	58	0	0	0	P/B	1.31	1.13	1.00	0.88
其他筹资现金流	-1876	-664	-1024	-834	EV/EBITDA	7.80	6.89	6.16	5.31
现金净增加额	6	1010	1205	2432					

资料来源：公司公告，华安证券研究所（以 2024 年 8 月 28 日收盘价计算）

分析师与研究助理简介

分析师：徐偲，南洋理工大学工学博士，CFA 持证人。曾在宝洁（中国）任职多年，兼具实体企业和二级市场经验，对消费品行业有着独到的见解。曾就职于中泰证券、国元证券、德邦证券，负责轻工，大消费，中小市值研究。2023 年 10 月加入华安证券。擅长深度产业研究和市场机会挖掘，多空观点鲜明。在快速消费品、新型烟草、跨境电商、造纸、新兴消费方向有丰富的产业资源和深度的研究经验。

分析师：余倩莹，复旦大学金融学硕士、经济学学士。曾先后就职于开源证券、国元证券、德邦证券，研究传媒、轻工、中小市值行业。2024 年 4 月加入华安证券。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。