

分析师: 龙羽洁
登记编码: S0730523120001
longyj@ccnew.com 0371-65585753

业绩稳健增长, 新项目持续推进

——太阳纸业(002078)中报点评

证券研究报告-中报点评

买入(维持)

市场数据(2024-08-29)

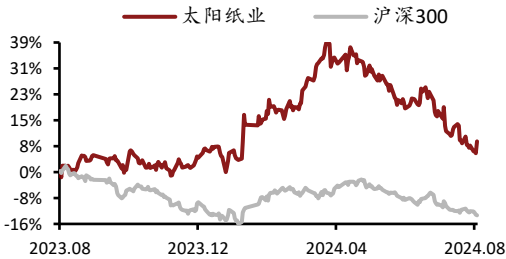
| | |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元) | 12.49 |
| 一年内最高/最低(元) | 16.27/11.47 |
| 沪深 300 指数 | 3,277.68 |
| 市净率(倍) | 1.25 |
| 流通市值(亿元) | 346.64 |

基础数据(2024-06-30)

| | |
|--------------|-----------------------|
| 每股净资产(元) | 9.98 |
| 每股经营现金流(元) | 1.08 |
| 毛利率(%) | 17.57 |
| 净资产收益率_摊薄(%) | 6.30 |
| 资产负债率(%) | 46.79 |
| 总股本/流通股(万股) | 279,457.31/277,530.72 |

B 股/H 股(万股) 0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券研究所, 聚源

相关报告

《太阳纸业(002078)年报点评: 生产经营保持稳健, 持续推动林浆纸一体化》 2024-04-11

《太阳纸业(002078)公司点评报告: 点评报告》 2010-04-22

《太阳纸业(002078)公司点评报告: 点评报告》 2009-07-30

联系人: 马巍琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

发布日期: 2024 年 08 月 30 日

事件:

公司发布 2024 年半年度报告。2024 年上半年实现营业收入 205.24 亿元, 同比+6.11%, 实现归母净利润 17.58 亿元, 同比+40.49%, 扣非归母净利润 18.17 亿元, 同比+49.17%; 经营活动产生的现金流量净额 30.26 亿元, 同比-25.55%; 基本每股收益 0.63 元, 同比+40.00%; 加权平均净资产收益率 6.54%, 同比+1.29pct。

其中 2024Q2, 公司实现营业收入 103.39 亿元, 同比+8.41%; 实现归母净利润 8.02 亿元, 同比+16.94%, 扣非归母净利润 8.65 亿元, 同比+30.01%。

投资要点:

● 产量增长带动收入增长, 2024Q2 业绩环比回落。

2024 年上半年收入增长主要由于产量增长, 上半年公司纸和浆的合计产量接近 580 万吨, 较去年同期相比增长约 20%, 增量主要来自于广西基地南宁园区新上及技改项目的新增产能贡献。2024Q2 公司业绩环比有所回落。

● 造纸业务收入提升, 几大主营产品均实现增长。

2024 年上半年, 造纸业务实现营业收入 158.94 亿元, 同比增长 11.27%。分产品看, 文化纸、铜版纸、牛皮箱板纸、瓦楞纸、生活用纸、淋膜原纸分别实现收入 70.18、21.20、52.02、0.70、10.40、4.44 亿元, 分别同比+7.27%、+34.29%、+14.12%、+528.89%、+15.44%、-35.91%。除淋膜原纸收入下降以外, 公司其余造纸产品的收入均呈现增长态势。根据卓创资讯, 2024 年上半年, 双胶纸、铜版纸、牛皮箱板纸、瓦楞纸、生活用纸的均价分别较上年同期-9.26%、+3.73%、-8.75%、-7.92%、-7.47%, 市场价格整体疲软, 而公司收入持续提升, 主要由于产量增长。2024 年上半年, 公司文化用纸产量创新高, 产量近 180 万吨, 特别是铜版纸产量有明显增长, 公司淋膜原纸实现扭亏为盈, 特种纸在优化成本和新品开发等方面有较好的表现, 牛皮箱板纸在山东基地宏河厂区继续提升高端产品占比, 广西基地南宁厂区继续做好产品端和原料端的结构调整并向高端产品发力, 老挝基地的包装纸生产线保持稳定生产。

● 制浆业务收入下降, 溶解浆盈利提升。

2024 年上半年, 制浆业务实现营业收入 33.92 亿元, 同比下降 13.31%。分产品看, 溶解浆、化机浆、化学浆分别实现收入 17.73、8.29、7.90 亿元, 分别同比-7.09%、-13.27%、-24.67%。根据卓创资讯及万得数

据，2024年上半年，针叶浆、阔叶浆、化机浆、溶解浆的均价分别较上年同期-2.57%、+7.57%、-13.15%、+4.49%，我们推测收入下降主要由于公司制浆业务销量下降。2024年上半年，溶解浆产品盈利情况良好，毛利率较上年同期+4.73pct，老挝基地的纸浆林项目建设取得新突破，2024年老挝基地签订种植面积达到10,050公顷，雨季前完成种植8100公顷，另外2000公顷将在雨季后种植完毕，预计可以顺利实现全年种植目标。

● 原料优势显现，降本增效成果显著，盈利能力提升。

2024H1公司毛利率为17.57%，同比+2.77pct；净利率为8.60%，同比+2.10pct；期间费用率为6.84%，同比-0.95pct，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为0.43%、2.39%、2.11%、1.91%，分别同比+0.06、-0.11、-0.46、-0.44pct。2024年上半年，公司全面协同发挥原料优势，降本增效成果显著。公司各基地的造纸机台在保证产品质量的情况下，积极采用自制木浆，大大降低了生产成本；山东基地开发出新型化学机械浆等产品，助力降低生产成本；老挝基地营林团队上半年新增林地种植面积创新高。

● 在建项目稳步推进，新项目相继启动，后续动能充足。

2024年上半年，广西基地南宁园区新建和技改项目稳步推进：30万吨生活用纸项目（一期）进展顺利，4条生活用纸生产线预计在2024年三季度陆续进入试产阶段；南宁林浆纸一体化技改及配套产业园（一期）项目中PM11/PM12高档包装纸生产线已经启动实施，预计将在2025年四季度陆续进入试产阶段；南宁林浆纸一体化技改及配套产业园（二期）项目获得公司股东大会审议通过，正式进入启动阶段，项目将建设年产40万吨特种纸生产线、年产35万吨漂白化学木浆生产线、年产15万吨机械木浆生产线及相关配套设施，预计总投资不超过人民币70亿元。山东基地颜店厂区3.7万吨特种纸基新材料项目和14万吨特种纸项目二期工程也开工建设。在建新项目稳步推进，同时山东和广西新项目相继启动，为公司未来两到三年的发展奠定良好基础。

● 造纸行业产销增长，利润好转，期待旺季表现。

2024年以来，全国机制纸及纸板产量保持双位数增长态势，2024年1-6月，全国机制纸及纸板产量7661.3万吨，同比增长11.8%，是有统计数据以来，上半年的纸及纸板产量首次突破7000万吨；规模以上造纸企业收入及利润持续增长，2024年1-6月造纸和纸制品业实现营业收入6992.1亿元，同比增长6%，利润总额227.9亿元，同比增长104.9%。2024年上半年，浆价持续攀升，根据卓创资讯，2024年6月末针叶浆、阔叶浆价格较上年末分别+8.78%、+9.34%，进入下半年以来，随国内外新产能相继投产，浆价高位回落，特别是阔叶浆，截至2024年8月29日，针叶浆、阔叶浆价格较6月末分别-1.82%、-11.31%，包装纸、文化纸纸价在原料端弱势情况下持续低位整理。包装用纸即将进入传统消费旺季，预计需求将逐渐恢复，对包装纸价格提供支撑，文化纸即将进入秋季招标季，预计纸价将有所恢复，所缺浆端预计Q3使用的浆价处于高位，Q4成本压力将逐步回落，盈利将有所修复。

● 维持公司“买入”投资评级。

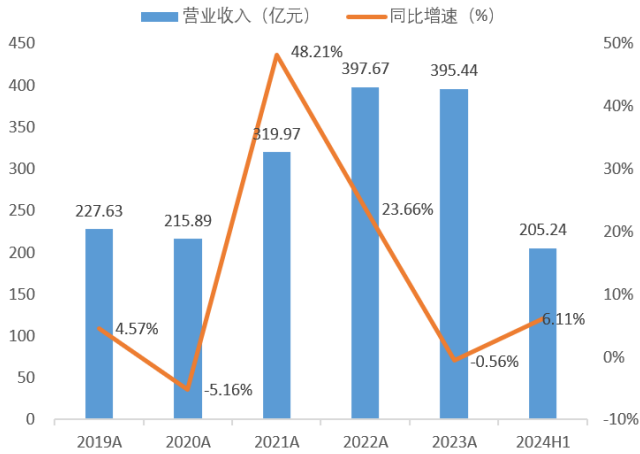
预计 2024 年、2025 年、2026 年公司可实现归母净利润分别为 34.16 亿元、38.49 亿元、41.05 亿元，对应 EPS 分别为 1.22 元、1.38 元、1.47 元，对应 PE 分别为 10.22 倍、9.07 倍、8.50 倍。公司是造纸行业龙头企业，经营稳健，持续推进林浆纸一体化战略，在建项目稳步推进，新项目相继启动，后续规模持续稳步提升，行业龙头地位进一步夯实，维持公司“买入”投资评级。

风险提示：原材料价格波动的风险；需求不及预期的风险；行业产能大幅增加的风险；公司产能投放不及预期的风险。

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 39,767 | 39,544 | 42,183 | 44,658 | 46,469 |
| 增长比率（%） | 23.66 | -0.56 | 6.67 | 5.87 | 4.05 |
| 净利润（百万元） | 2,809 | 3,086 | 3,416 | 3,849 | 4,105 |
| 增长比率（%） | -4.12 | 9.86 | 10.71 | 12.67 | 6.66 |
| 每股收益(元) | 1.01 | 1.10 | 1.22 | 1.38 | 1.47 |
| 市盈率(倍) | 12.43 | 11.31 | 10.22 | 9.07 | 8.50 |

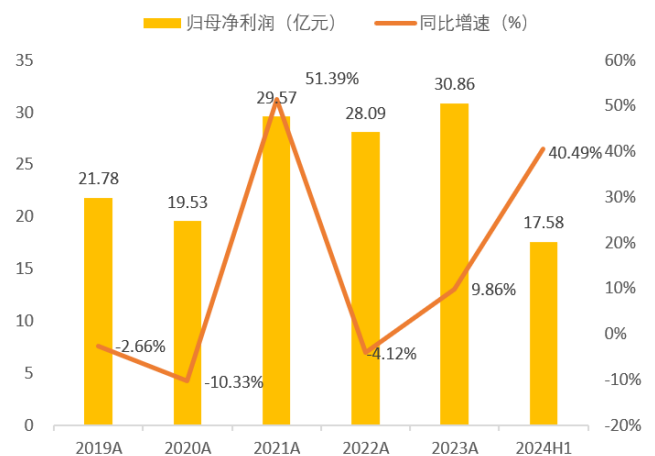
资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1：公司营业收入及同比增速



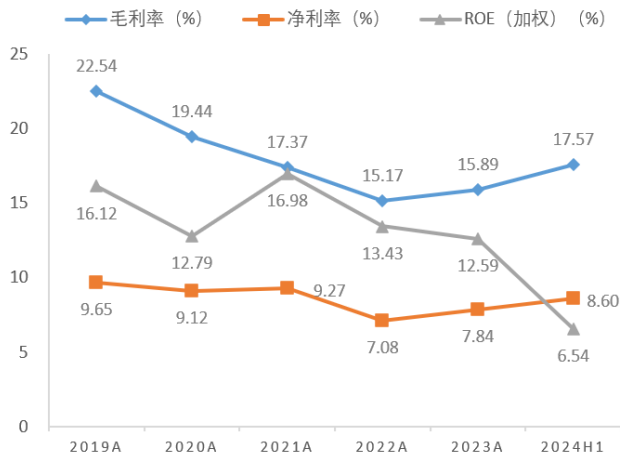
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 2：公司归母净利润及同比增速



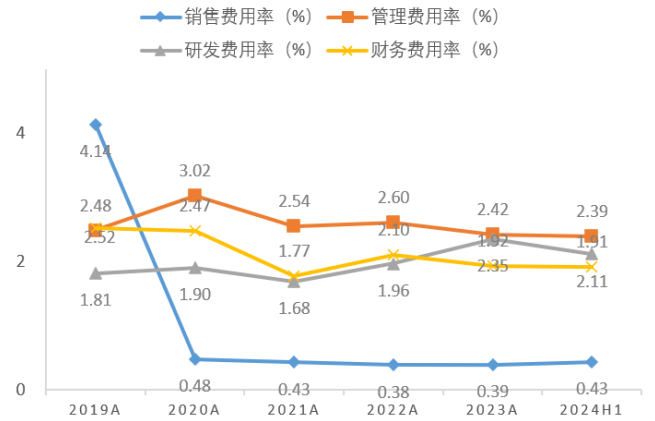
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 3：公司盈利能力



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 4：公司期间费用



资料来源：Wind，中原证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 流动资产 | 12,588 | 12,868 | 14,103 | 16,287 | 18,720 |
| 现金 | 2,386 | 2,495 | 3,382 | 4,976 | 7,086 |
| 应收票据及应收账款 | 2,421 | 2,323 | 2,479 | 2,607 | 2,705 |
| 其他应收款 | 79 | 75 | 94 | 99 | 103 |
| 预付账款 | 664 | 576 | 600 | 633 | 656 |
| 存货 | 5,339 | 4,574 | 4,680 | 4,955 | 5,043 |
| 其他流动资产 | 1,698 | 2,826 | 2,868 | 3,017 | 3,125 |
| 非流动资产 | 35,434 | 37,683 | 40,157 | 42,650 | 44,997 |
| 长期投资 | 256 | 277 | 297 | 317 | 337 |
| 固定资产 | 28,874 | 33,966 | 35,028 | 36,893 | 38,622 |
| 无形资产 | 1,767 | 1,883 | 1,983 | 2,083 | 2,183 |
| 其他非流动资产 | 4,537 | 1,556 | 2,849 | 3,357 | 3,855 |
| 资产总计 | 48,022 | 50,551 | 54,261 | 58,937 | 63,717 |
| 流动负债 | 17,448 | 16,879 | 17,134 | 17,512 | 17,781 |
| 短期借款 | 8,169 | 8,079 | 7,079 | 7,079 | 7,079 |
| 应付票据及应付账款 | 5,032 | 4,815 | 4,612 | 4,864 | 5,041 |
| 其他流动负债 | 4,247 | 3,985 | 5,444 | 5,569 | 5,661 |
| 非流动负债 | 7,399 | 7,516 | 8,360 | 9,359 | 10,358 |
| 长期借款 | 6,640 | 6,702 | 7,702 | 8,702 | 9,702 |
| 其他非流动负债 | 760 | 814 | 657 | 656 | 655 |
| 负债合计 | 24,847 | 24,395 | 25,494 | 26,871 | 28,139 |
| 少数股东权益 | 90 | 104 | 118 | 133 | 150 |
| 股本 | 2,795 | 2,795 | 2,795 | 2,795 | 2,795 |
| 资本公积 | 3,574 | 3,632 | 3,644 | 3,644 | 3,644 |
| 留存收益 | 16,599 | 19,126 | 21,632 | 24,916 | 28,411 |
| 归属母公司股东权益 | 23,085 | 26,051 | 28,649 | 31,933 | 35,428 |
| 负债和股东权益 | 48,022 | 50,551 | 54,261 | 58,937 | 63,717 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 经营活动现金流 | 3,824 | 6,617 | 5,931 | 6,575 | 7,192 |
| 净利润 | 2,817 | 3,101 | 3,430 | 3,864 | 4,122 |
| 折旧摊销 | 2,112 | 2,183 | 1,996 | 2,193 | 2,329 |
| 财务费用 | 633 | 607 | 659 | 704 | 764 |
| 投资损失 | -22 | -21 | -10 | -10 | -10 |
| 营运资金变动 | -1,754 | 728 | -368 | -267 | -103 |
| 其他经营现金流 | 37 | 19 | 224 | 90 | 90 |
| 投资活动现金流 | -6,121 | -4,769 | -4,587 | -4,676 | -4,666 |
| 资本支出 | -4,682 | -4,736 | -3,731 | -4,646 | -4,646 |
| 长期投资 | -1,446 | -33 | -20 | -20 | -20 |
| 其他投资现金流 | 7 | 0 | -836 | -10 | 0 |
| 筹资活动现金流 | 1,803 | -1,846 | -356 | -305 | -415 |
| 短期借款 | 472 | -91 | -1,000 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 1,248 | 63 | 1,000 | 1,000 | 1,000 |
| 普通股增加 | 108 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 1,148 | 58 | 12 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -1,173 | -1,876 | -368 | -1,305 | -1,415 |
| 现金净增加额 | -490 | 6 | 989 | 1,594 | 2,111 |

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 39,767 | 39,544 | 42,183 | 44,658 | 46,469 |
| 营业成本 | 33,735 | 33,261 | 35,323 | 37,260 | 38,613 |
| 营业税金及附加 | 178 | 220 | 232 | 246 | 256 |
| 营业费用 | 153 | 154 | 190 | 192 | 200 |
| 管理费用 | 1,033 | 957 | 1,012 | 1,072 | 1,115 |
| 研发费用 | 781 | 929 | 928 | 982 | 1,022 |
| 财务费用 | 834 | 760 | 628 | 662 | 702 |
| 资产减值损失 | -55 | -67 | -65 | -75 | -85 |
| 其他收益 | 41 | 70 | 34 | 36 | 0 |
| 公允价值变动收益 | -6 | 18 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 22 | 21 | 10 | 10 | 10 |
| 资产处置收益 | -8 | 0 | -85 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 3,033 | 3,296 | 3,723 | 4,196 | 4,475 |
| 营业外收入 | 39 | 31 | 15 | 15 | 15 |
| 营业外支出 | 4 | 8 | 10 | 10 | 10 |
| 利润总额 | 3,068 | 3,320 | 3,728 | 4,201 | 4,480 |
| 所得税 | 251 | 219 | 298 | 336 | 358 |
| 净利润 | 2,817 | 3,101 | 3,430 | 3,864 | 4,122 |
| 少数股东损益 | 8 | 15 | 14 | 15 | 16 |
| 归属母公司净利润 | 2,809 | 3,086 | 3,416 | 3,849 | 4,105 |
| EBITDA | 5,997 | 6,253 | 6,353 | 7,056 | 7,512 |
| EPS (元) | 1.01 | 1.10 | 1.22 | 1.38 | 1.47 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 (%) | 23.66 | -0.56 | 6.67 | 5.87 | 4.05 |
| 营业利润 (%) | -9.96 | 8.70 | 12.95 | 12.69 | 6.66 |
| 归属母公司净利润 (%) | -4.12 | 9.86 | 10.71 | 12.67 | 6.66 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 15.17 | 15.89 | 16.26 | 16.57 | 16.90 |
| 净利率 (%) | 7.06 | 7.80 | 8.10 | 8.62 | 8.83 |
| ROE (%) | 12.17 | 11.84 | 11.92 | 12.05 | 11.59 |
| ROIC (%) | 8.85 | 8.82 | 8.55 | 8.74 | 8.56 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 51.74 | 48.26 | 46.98 | 45.59 | 44.16 |
| 净负债比率 (%) | 107.22 | 93.27 | 88.62 | 83.80 | 79.09 |
| 流动比率 | 0.72 | 0.76 | 0.82 | 0.93 | 1.05 |
| 速动比率 | 0.36 | 0.42 | 0.50 | 0.59 | 0.71 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.88 | 0.80 | 0.80 | 0.79 | 0.76 |
| 应收账款周转率 | 19.79 | 18.89 | 20.97 | 21.06 | 21.00 |
| 应付账款周转率 | 8.65 | 8.07 | 8.18 | 8.40 | 8.33 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 (最新摊薄) | 1.01 | 1.10 | 1.22 | 1.38 | 1.47 |
| 每股经营现金流 (最新摊薄) | 1.37 | 2.37 | 2.12 | 2.35 | 2.57 |
| 每股净资产 (最新摊薄) | 8.26 | 9.32 | 10.25 | 11.43 | 12.68 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 12.43 | 11.31 | 10.22 | 9.07 | 8.50 |
| P/B | 1.51 | 1.34 | 1.22 | 1.09 | 0.99 |
| EV/EBITDA | 7.83 | 7.75 | 7.82 | 6.95 | 6.38 |

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。