



Q2 扣非净利快速增长，产能建设驱动规模扩张

2024年8月29日

核心观点

- 事件：**公司发布2024年半年度报告。2024年上半年，公司实现营收205.24亿元，同比+6.11%；归母净利润17.58亿元，同比+40.49%；扣非净利润18.17亿元，同比+49.17%；基本每股收益0.63元。24Q2，公司实现营收103.39亿元，同比+8.41%；归母净利润8.02亿元，同比+16.94%；扣非净利润8.65亿元，同比+30.01%。

- 原材料成本下降&原料优势发挥，带动盈利能力提升。**

2024年上半年，公司综合毛利率为17.57%，同比+2.77 pct。24Q2，单季毛利率为17.16%，同比+1.03 pct，环比-0.84 pct。毛利率改善主要源于：1) 前期浆价较同期有所下降，报告期内原材料成本改善；2) 公司积极采用自制木浆，且山东基地开发出新型化学机械浆等产品，实现生产成本下降。

报告期内，公司期间费用率为6.85%，同比-0.95 pct。其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为0.43% / 2.39% / 2.11% / 1.91%，同比分别变动+0.05 pct / -0.1 pct / -0.46 pct / -0.44 pct。

2024年上半年，公司扣非净利率为8.85%，同比+2.56 pct。24Q2，公司扣非净利率为8.36%，同比+1.39 pct，环比-0.99 pct。

- 纸制品规模持续扩张，铜版纸、瓦楞原纸增速较快。**报告期内，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/瓦楞原纸分别销售70.18 / 21.2 / 52.02 / 4.44 / 10.4 / 0.7亿元，同比分别+7.27% / +34.29% / +14.12% / -35.91% / +15.44% / +528.89%。浆制品方面，报告期内，公司溶解浆/化机浆/化学浆分别销售17.73 / 8.29 / 7.9亿元，同比分别-7.09% / -13.27% / -24.67%。上半年，溶解浆下游开工率较低，导致需求有所下降，而纸浆价格上行对溶解浆价格构成支撑；6月以来纸浆价格持续下行，预计下半年溶解浆价格或有所调整。

- 稳步推进产能建设，项目布局持续完善。**报告期内，1) 南宁林浆纸一体化技改及配套产业园（二期）项目正式进入启动阶段，将建设40万吨特种纸产能、35万吨化学浆产能、15万吨机械浆产能。2) 2023年10月启动的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2024Q3陆续试产。3) 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开工建设。4) 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启动实施，预计将在2025Q4陆续试产。

- 投资建议：**公司稳步推进林浆纸一体化战略，产能布局持续完善，规模效应及成本优势不断扩大，长期成长性显著，预计公司2024 / 25 / 26年能够实现基本每股收益1.2 / 1.33 / 1.5元，对应PE为10X / 9X / 8X，维持“推荐”评级。

- 风险提示：**经济及下游需求表现不及预期的风险，原材料价格波动的风险，市场竞争加剧的风险，产能落地不及预期的风险。

太阳纸业 (002078.SZ)

推荐 维持评级

分析师

陈柏儒

☎: 010-8092-6000

✉: chenbairu_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130521080001

刘立思

☎: 010-8092-7655

✉: liulisi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524070002

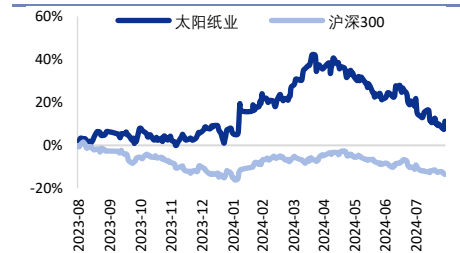
市场数据

2024-08-29

股票代码	002078.SZ
A股收盘价(元)	12.49
上证指数	2,823.11
总股本(万股)	279,457
实际流通A股(万股)	277,723
流通A股市值(亿元)	346.88

相对沪深300表现图

2024-08-29



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	39544.34	42015.86	45025.88	48807.15
收入增长率%	-0.56	6.25	7.16	8.40
归母净利润(百万元)	3085.69	3340.21	3721.25	4185.82
利润增速%	9.86	8.25	11.41	12.48
毛利率%	15.89	16.42	16.55	16.79
摊薄 EPS(元)	1.10	1.20	1.33	1.50
PE	11.31	10.45	9.38	8.34

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	12868.09	12905.35	13849.47	15339.80
现金	2495.13	2686.69	3197.87	4100.62
应收账款	1954.19	1984.08	2001.15	2033.63
其它应收款	74.57	70.03	75.04	81.35
预付账款	575.59	561.88	563.61	588.88
存货	4574.39	4120.03	4235.24	4397.52
其他	3194.21	3482.65	3776.54	4137.80
非流动资产	37682.66	40590.89	42544.41	44317.93
长期投资	277.44	277.44	277.44	277.44
固定资产	33966.14	36099.66	38053.19	39826.71
无形资产	1882.80	1882.80	1882.80	1882.80
其他	1556.28	2330.98	2330.98	2330.98
资产总计	50550.75	53496.24	56393.87	59657.73
流动负债	16879.09	17546.18	17800.11	18152.87
短期借款	8078.62	8078.62	8078.62	8078.62
应付账款	4323.63	3804.37	3966.15	4174.06
其他	4476.84	5663.19	5755.33	5900.20
非流动负债	7516.35	7360.82	7360.82	7360.82
长期借款	6702.34	6702.34	6702.34	6702.34
其他	814.01	658.48	658.48	658.48
负债合计	24395.44	24907.00	25160.93	25513.69
少数股东权益	104.11	124.27	146.73	172.00
归属母公司股东权益	26051.21	28464.97	31086.22	33972.04
负债和股东权益	50550.75	53496.24	56393.87	59657.73

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	6617.50	6142.43	6839.92	7365.73
净利润	3101.04	3360.37	3743.71	4211.09
折旧摊销	2183.42	2366.48	2546.48	2726.48
财务费用	607.39	700.29	700.29	698.86
投资损失	-20.88	-29.41	-27.02	-29.28
营运资金变动	727.98	-457.37	-252.87	-314.20
其它	18.55	202.07	129.32	72.79
投资活动现金流	-4768.85	-5374.96	-4528.43	-4464.13
资本支出	-4736.11	-4588.66	-4555.45	-4493.41
长期投资	-32.56	0.00	0.00	0.00
其他	-0.18	-786.31	27.02	29.28
筹资活动现金流	-1846.16	-473.68	-1800.29	-1998.86
短期借款	-90.76	0.00	0.00	0.00
长期借款	62.65	0.00	0.00	0.00
其他	-1818.05	-473.68	-1800.29	-1998.86
现金净增加额	6.04	294.21	511.19	902.75

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	39544.34	42015.86	45025.88	48807.15
营业成本	33260.52	35117.28	37574.10	40612.43
营业税金及附加	219.58	189.07	202.62	219.63
营业费用	154.34	210.08	180.10	219.63
管理费用	956.91	1041.99	1148.16	1268.99
财务费用	760.08	662.87	659.99	650.89
资产减值损失	-66.93	-74.53	-73.87	-79.38
公允价值变动收益	18.18	0.00	0.00	0.00
投资净收益	20.88	29.41	27.02	29.28
营业利润	3296.44	3846.11	4291.02	4826.10
营业外收入	31.44	22.63	15.39	19.01
营业外支出	8.27	6.25	3.30	4.78
利润总额	3319.61	3862.50	4303.11	4840.33
所得税	218.57	502.12	559.40	629.24
净利润	3101.04	3360.37	3743.71	4211.09
少数股东损益	15.35	20.16	22.46	25.27
归属母公司净利润	3085.69	3340.21	3721.25	4185.82
EBITDA	6252.62	6891.84	7509.58	8217.70
EPS (元)	1.10	1.20	1.33	1.50

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	-0.56%	6.25%	7.16%	8.40%
营业利润	8.70%	16.67%	11.57%	12.47%
归属母公司净利润	9.86%	8.25%	11.41%	12.48%
毛利率	15.89%	16.42%	16.55%	16.79%
净利率	7.80%	7.95%	8.26%	8.58%
ROE	11.84%	11.73%	11.97%	12.32%
ROIC	8.82%	8.43%	8.75%	9.14%
资产负债率	48.26%	46.56%	44.62%	42.77%
净负债比率	55.20%	54.05%	47.83%	41.11%
流动比率	0.76	0.74	0.78	0.85
速动比率	0.42	0.43	0.47	0.54
总资产周转率	0.80	0.81	0.82	0.84
应收账款周转率	18.89	21.34	22.60	24.19
应付账款周转率	8.07	8.64	9.67	9.98
每股收益	1.10	1.20	1.33	1.50
每股经营现金	2.37	2.20	2.45	2.64
每股净资产	9.32	10.19	11.12	12.16
P/E	11.31	10.45	9.38	8.34
P/B	1.34	1.23	1.12	1.03
EV/EBITDA	7.75	7.31	6.64	5.96
P/S	0.88	0.83	0.78	0.72

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

陈柏儒，轻工行业首席分析师，北京交通大学技术经济硕士，14年行业分析师经验、10年轻工制造行业分析师经验。

刘立思，轻工行业分析师，中央财经大学本硕，2022年7月加入中国银河证券研究院，主要从事轻工制造行业研究。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn