

太阳纸业 (002078.SZ)

优于大市

2024 年半年报点评:

营收稳健, 扣非利润增长较好, 产能稳步推进

核心观点

二季度收入稳健增长, 盈利环比有所回落。公司发布 2024 年半年报, 2024H1 实现收入 205.2 亿/+6.1%, 归母净利润 17.6 亿/+40.5%, 扣非归母净利润 18.2 亿/+49.2%; 其中 2024Q2 收入 103.4 亿/+8.4%, 归母净利润 8.0 亿/+16.9%, 扣非归母净利润 8.6 亿/+30.0%。2024H1 文化纸与箱板纸产销量两旺, 非经损益主要系固定资产处置损失 0.84 亿, 扣非利润较好增长。

文化纸产销两旺, 涂布优于非涂, Q2 吨盈利下降。2024H1 溶解浆/化机浆/化学浆分别收入 17.7/8.3/7.9 亿, 同比-7.1%/-13.3%/-24.7%; 2024H1 非涂布文化纸、铜版纸分别收入 70.2/21.2 亿, 同比+7.3%/+34.3%。Q2 浆价维持高位, 内盘针叶浆/阔叶浆较年初+5.9%/+5.8%, 太阳双胶纸/双铜纸较年初-3.5%/-1.7%, 市场低迷、下游需求支撑偏弱, 文化纸涨价难以落地, Q2 盈利环比下降。随着 Suzano 投产、供给宽松, 木浆预期下跌, 后续学讯与教辅招标采购等带来双胶纸传统旺季, 需求有望提振, 考虑到 Q3 高价浆库存使用, 预计文化纸 Q3 盈利承压、Q4 有望迎来改善。

箱板纸满产满销, 高端产品持续提升。2024H1 牛皮箱板纸、瓦楞原纸收入分别为 52.0/0.7 亿, 同比+14.1%/+528.9%, 毛利率为 14.6%/5.7%, 包装纸虽有新产能释放, 基本实现满产满销, 随着高端占比提升吨盈利有望持续改善。下半年节假日密集、终端消费增强, 预计包装纸价有望小幅抬升。

盈利同比小幅提升, 降本增效成效优异。Q2 毛利率 17.2%/+1.0pct, 费率整体控制较好, 销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.4%/2.4%/2.1%/2.0%, 同比+0.04pct/-0.1pct/-0.9pct/-0.7pct, Q2 净利率 7.8%/+0.6pct。

新产能稳步投放, 林浆纸一体化优势夯实。当前山东基地颜店厂区 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已开工建设, 南宁 30 万吨生活用纸项目预计将于 2024Q3 试产, 南宁一期 PM11/PM12 高档包装纸预计 2025Q4 试产, 南宁二期项目 40 万吨特种纸、30 万吨化学浆与 15 万吨机械浆正式启动。林浆纸一体化纵深发展, 老挝基地已形成 150 万吨的浆、纸年生产能力, 以每年新增 1-1.2 万公顷种植规模稳步推进。

风险提示: 纸浆价格波动; 下游需求恢复不及预期; 价格提振不及预期。

投资建议: 调整盈利预测, 维持“优于大市”评级。

调整盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润 34.1/37.7/42.4 亿元 (前值 36.7/43.6/49.9 亿), 同比增速 11%/11%/13%, 当前股价对应 PE=10/9/8 倍。公司显现出周期底部蓄力向上的特性, 维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	39,767	39,544	42,528	46,202	50,322
(+/-%)	24.3%	-0.6%	7.5%	8.6%	8.9%
净利润(百万元)	2809	3086	3411	3768	4239
(+/-%)	-5.0%	9.9%	10.5%	10.5%	12.5%
每股收益(元)	1.01	1.10	1.22	1.35	1.52
EBIT Margin	9.8%	10.2%	10.7%	10.8%	11.0%
净资产收益率 (ROE)	12.2%	11.8%	12.1%	12.5%	13.0%
市盈率 (PE)	12.6	11.4	10.3	9.4	8.3
EV/EBITDA	10.1	9.7	9.2	8.4	7.6
市净率 (PB)	1.53	1.35	1.26	1.17	1.09

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

轻工制造·造纸

证券分析师: 陈伟奇 0755-81982606
chenweiqi@guosen.com.cn
S0980520110004

证券分析师: 王兆康 0755-81983063
wangzk@guosen.com.cn
S0980520120004

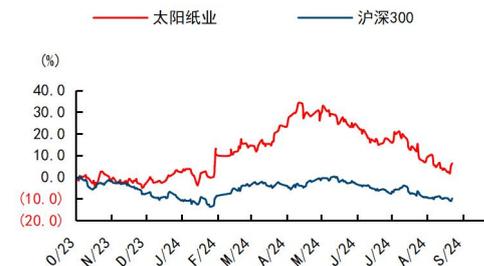
证券分析师: 邹会阳 0755-81981518
zouhuiyang@guosen.com.cn
S0980523020001

联系人: 李晶 lijing29@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	12.62 元
总市值/流通市值	35268/35049 百万元
52 周最高价/最低价	16.56/11.36 元
近 3 个月日均成交额	188.70 百万元

市场走势

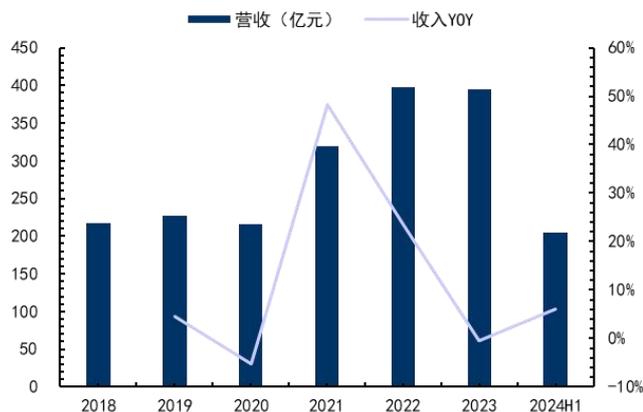


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

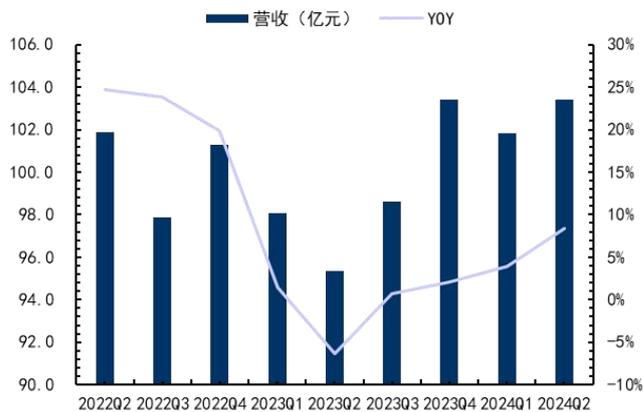
- 《太阳纸业 (002078.SZ) -2023 年年报点评: Q4 业绩高增, 林浆纸一体化优势夯实》——2024-04-11
- 《太阳纸业 (002078.SZ) -2023 年中报点评: 二季度盈利能力环比改善, 产业链一体化有力推进》——2023-08-31
- 《太阳纸业 (002078.SZ) -归母净利润下滑 5%, 浆价高位致盈利承压》——2023-04-23
- 《太阳纸业 (002078.SZ) -三季度收入增长 24%, 毛利率环比下降》——2022-10-30

图1: 公司营业收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季营业收入及增速



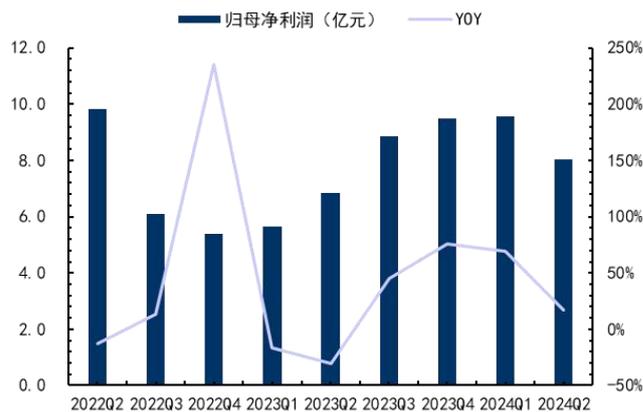
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速



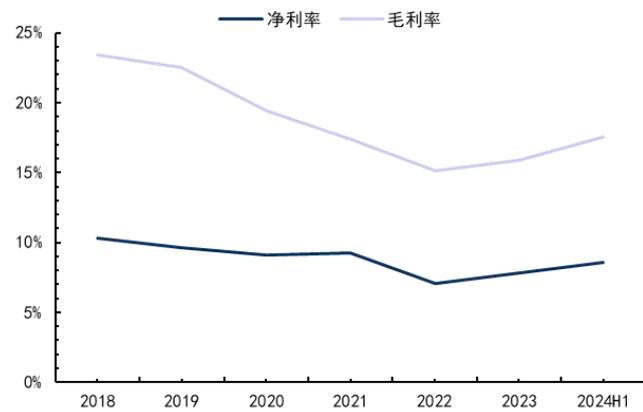
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季归母净利润及增速



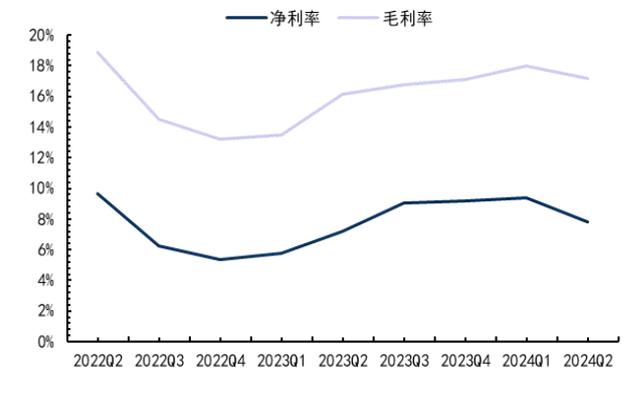
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司毛利率及净利率

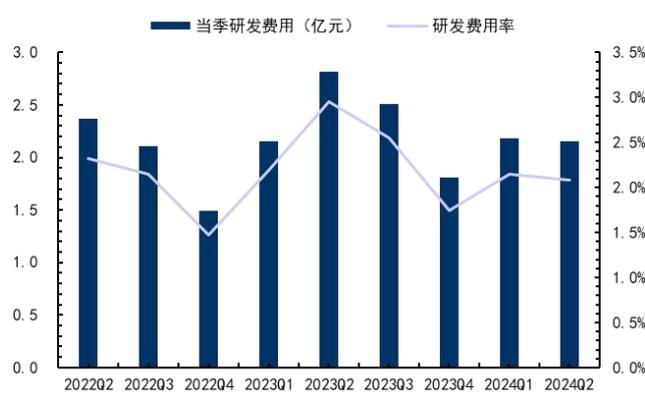


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

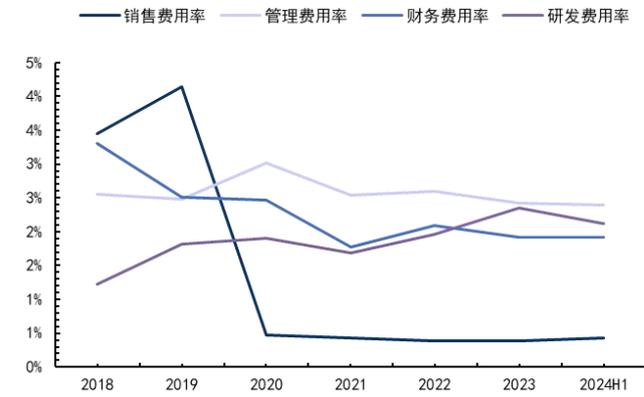
图6: 公司单季度毛利率及净利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司研发费用率情况


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司期间费用情况


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值				EPS				PE				PEG (24E)	投资评级
			亿元	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E					
002078.SZ	太阳纸业	12.6	352.7	1.1	1.2	1.4	1.5	11.5	10.3	9.3	8.3	0.8	优于大市			
600966.SH	博汇纸业	4.2	55.6	0.1	0.5	0.7	0.9	29.7	8.7	5.9	4.7	0.1	无评级			
600567.SH	山鹰国际	1.5	64.8	0.0	0.1	0.2	0.3	48.3	11.2	7.3	5.4	0.1	无评级			
600963.SH	岳阳林纸	3.6	64.1	-0.1	0.2	0.3	0.4	-	15.8	12.5	10.4	-	无评级			

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

注: 博汇纸业、山鹰国际与岳阳林纸均为 wind 一致预期

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2386	2495	2783	2555	6271	营业收入	39767	39544	42528	46202	50322
应收款项	2500	2397	2626	2827	3093	营业成本	33735	33261	35669	38639	41975
存货净额	5339	4574	5296	5523	5436	营业税金及附加	178	220	190	207	225
其他流动资产	2358	3401	3431	3776	4103	销售费用	153	154	170	208	242
流动资产合计	12588	12868	14135	14681	18903	管理费用	814	1033	1063	1063	1107
固定资产	32147	34539	36918	39035	37300	研发费用	538	781	978	1109	1157
无形资产及其他	1767	1883	1807	1732	1657	财务费用	834	760	884	881	884
投资性房地产	1256	984	984	984	984	投资收益	22	21	21	21	21
长期股权投资	256	277	300	322	344	资产减值及公允价值变动	(65)	(95)	(25)	(20)	(22)
资产总计	48014	50551	54144	56754	59187	其他收入	(978)	(746)	(905)	(1092)	(1258)
短期借款及交易性金融负债	10467	10211	11123	11013	10360	营业利润	3033	3296	3644	4113	4630
应付款项	5032	4815	5220	5631	6119	营业外净收支	35	23	26	25	25
其他流动负债	1949	1853	2008	2169	2360	利润总额	3068	3320	3669	4139	4656
流动负债合计	17448	16879	18351	18813	18839	所得税费用	251	219	242	351	395
长期借款及应付债券	6640	6702	6702	6702	6702	少数股东损益	8	15	17	19	22
其他长期负债	753	814	879	943	1007	归属于母公司净利润	2809	3086	3411	3768	4239
长期负债合计	7392	7516	7581	7645	7710	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	24840	24395	25932	26459	26549	净利润	2809	3086	3411	3768	4239
少数股东权益	90	104	114	125	137	资产减值准备	40	6	5	4	(2)
股东权益	23084	26051	28098	30170	32501	折旧摊销	2047	2157	2113	2395	2590
负债和股东权益总计	48014	50551	54144	56754	59187	公允价值变动损失	65	95	25	20	22
						财务费用	834	760	884	881	884
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(1904)	(148)	(500)	(59)	236
每股收益	1.01	1.10	1.22	1.35	1.52	其它	(35)	4	5	7	14
每股红利	0.41	0.41	0.49	0.61	0.68	经营活动现金流	3023	5199	5059	6135	7099
每股净资产	8.26	9.32	10.05	10.80	11.63	资本开支	(5913)	(4412)	(4297)	(4536)	(800)
ROIC	10%	9%	10%	10%	11%	其它投资现金流	(4)	4	0	0	0
ROE	12%	12%	12%	12%	13%	投资活动现金流	(5932)	(4429)	(4319)	(4558)	(822)
毛利率	15%	16%	16%	16%	17%	权益性融资	5	0	0	0	0
EBIT Margin	10%	10%	11%	11%	11%	负债净变化	1248	63	0	0	0
EBITDA Margin	15%	16%	16%	16%	16%	支付股利、利息	(1150)	(1154)	(1364)	(1696)	(1908)
收入增长	24%	-1%	8%	9%	9%	其它融资现金流	1627	1521	912	(110)	(653)
净利润增长率	-5%	10%	11%	10%	12%	融资活动现金流	1828	(661)	(452)	(1805)	(2561)
资产负债率	52%	48%	48%	47%	45%	现金净变动	(1081)	109	288	(228)	3716
股息率	3.3%	3.3%	3.9%	4.8%	5.4%	货币资金的期初余额	3468	2386	2495	2783	2555
P/E	12.6	11.4	10.3	9.4	8.3	货币资金的期末余额	2386	2495	2783	2555	6271
P/B	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1	企业自由现金流	(2199)	1355	1441	2370	7073
EV/EBITDA	10.1	9.7	9.2	8.4	7.6	权益自由现金流	676	2939	1603	1491	5651

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032