

2023年08月28日

赵旭东

H70556@capital.com.tw

目标价(元)

13.0

公司基本信息

产业别	轻工制造
A 股价(2023/8/25)	11.28
深证成指(2023/8/25)	10130.47
股价 12 个月高/低	12.78/9.76
总发行股数(百万)	2794.68
A 股数(百万)	2765.84
A 市值(亿元)	311.99
主要股东	山东太阳控股集团 集团有限公司 (44.73%)
每股净值(元)	8.87
股价/账面净值	1.27
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-6.3 10.6 1.4

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

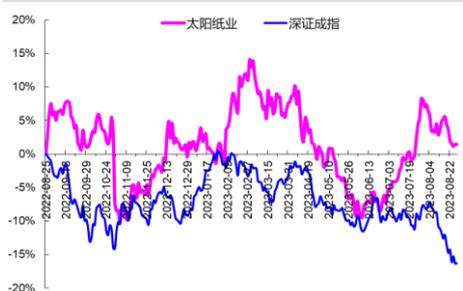
产品组合

非涂布文化用纸	33.8%
牛皮箱板纸	23.6%
溶解浆	9.9%
铜版纸	8.2%
化学浆	5.4%
化机浆	4.9%
电及蒸汽	4.8%
生活用纸	4.7%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	17.0%
一般法人	51.1%

股价相对大盘走势



太阳纸业(002078.SZ)

买进 (Buy)

文化用纸收入逆势增长，盈利能力逐季修复

结论与建议：

■ **公司业绩：**2023H1 实现营收 193.42 亿元，YOY-2.58%；归母净利润录得 12.51 亿元，YOY-24.59%；扣非后净利润录得 12.18 亿元，YOY-25.65%；EPS 为 0.45 元，YOY-27.42%。其中，2Q 单季度实现营收 95.37 亿元，YOY-6.39%；归母净利润录得 6.86 亿元，YOY-30.34%；扣非后净利润录得 6.65 亿元，YOY-32.15%。

■ **上半年造纸板块弱势复苏，公司文化用纸营收逆势增长。**2023H1 造纸需求弱势复苏，多数纸品价格处于低位，造纸行业收入较 2022 年同期下降 5.5%。报告期内公司积极研发和生产适应市场的差异化产品，造纸业务逆势增长，整体实现营收 142.84 亿元，YOY+2.78%。

具体来看，2023H1 公司非涂布文化用纸、牛皮箱板纸、铜版纸、生活用纸、淋膜原纸分别实现营收 65.42、45.59、15.79、9.01、6.92 亿元，YOY 分别为+30.87%、-19.92%、-8.27%、+28.89%、-5.94%，其中，文化用纸贡献了收入端的主要增量，主要是因为公司加大差异化产品开发力度，差异化产品在报告期内实现 50%的增长；牛皮箱板纸的营收下滑，主要受包装需求恢复缓慢、进口纸箱价格冲击影响，但报告期内公司的高端包装类产品销量持续提升，牛皮箱板纸业务毛利率和去年同期基本持平。当前文化纸旺季到来，非涂布文化用纸、铜版纸 8 月提价较为顺利，需求回暖下我们认为下半年公司纸品业务将录得增长。

■ **下半年纸浆业务盈利或修复。**2023H1 纸浆市场供过于求，纸浆价格显著下行，公司制浆业务有所承压，整体实现营收 39.12 亿元，YOY-19.78%。盈利方面，2023H1 纸浆业务毛利率下降 3.01pcts 至 18.77%，但 2023Q2 木片进口价格、动力煤价逐步下行，我们认为下半年公司纸浆业务将受益于原料、能源价格的回落，盈利能力或有所修复。此外，公司老挝基地的纸浆林建设稳步推进，在纸浆林的组培、育苗、造林、抚育、采伐等方面均有突破，公司上游产业链的核心竞争力有所提升。

■ **公司盈利能力逐季修复。**2023H1 公司毛利率为 14.80%，同比下降 1.69pcts，但是分季度来看，4Q22、1Q23、2Q23 公司毛利率分别为 13.22%、13.51%、16.13%，毛利率逐季改善，主要是因为浆价、木片价格持续下滑，预计公司将享受成本端下降带来的盈利能力提升。费用方面，上半年公司期间费用率为 7.79%，同比增加 0.86pcts，主要是因为报告期内公司研发力度加大、汇兑损失有所增加，研发、财务费用率同比分别提升 0.45、0.47pcts。

■ **盈利预测及投资建议：**公司是国内造纸行业龙头，三季度公司广西南宁 100 万吨高档包装纸生产线和 50 万吨本色化学木浆生产线将于进入试产阶段，公司产能将有所扩张。我们预计 2023、2024 年公司实现净利润 29.04 亿元、36.11 亿元，yoy 分别为+3.39%、+24.34%，EPS 为 1.04 元、1.29 元，当前 A 股价对应 PE 分别为 10.86 倍、8.73 倍，我们认为成本端下行将持续增厚公司利润，对此给予公司“买进”的投资建议。

■ **风险提示：**市场竞争加剧风险、原材料价格波动风险、汇率波动风险

年度截止 12 月 31 日		2020	2021	2022	2023F	2024F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1953	2929	2809	2904	3611
同比增减	%	-10.33	49.99	-4.12	3.39	24.34
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.75	1.12	1.04	1.04	1.29
同比增减	%	-10.71	49.33	-7.14	-0.09	24.34
A 股市盈率(P/E)	X	15.04	10.07	10.85	10.86	8.73
股利 (DPS)	RMB 元	0.1	0.2	0.2	0.2	0.23
股息率 (Yield)	%	0.89	1.77	1.77	1.77	2.06

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 \geq 35%
买进 (Buy)	15% \leq 潜在上涨空间 $<$ 35%
区间操作 (Trading Buy)	5% \leq 潜在上涨空间 $<$ 15%
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2020	2021	2022	2023F	2024F
营业收入	21589	32159	39767	39189	42449
经营成本	17392	26632	33735	32739	35089
营业税金及附加	106	139	178	205	190
销售费用	103	136	153	163	175
管理费用	653	814	1033	1101	1151
财务费用	533	565	834	868	849
资产减值损失	(59)	(17)	(55)	0	0
投资收益	17	43	22	27	31
营业利润	2322	3368	3033	3070	4010
营业外收入	66	39	39	48	42
营业外支出	9	60	4	24	29
利润总额	2378	3348	3068	3094	4023
所得税	410	409	251	212	402
少数股东损益	15	10	8	13	10
归属于母公司所有者的净利润	1953	2929	2809	2904	3611

附二：合并资产负债表

百万元	2020	2021	2022	2023F	2024F
货币资金	21589	32159	39767	39189	42449
应收帐款	17392	26632	33735	32739	35089
存货	106	139	178	205	190
流动资产合计	103	136	153	163	175
长期投资净额	653	814	1033	1101	1151
固定资产合计	533	565	834	868	849
在建工程	(59)	(17)	(55)	(15)	(12)
无形资产	17	43	22	16	27
资产总计	2322	3368	3033	3073	4018
流动负债合计	66	39	39	29	36
长期负债合计	9	60	4	22	28
负债合计	2378	3348	3068	3080	4025
少数股东权益	410	409	251	213	403
股东权益合计	15	10	8	13	10
负债和股东权益总计	1953	2929	2809	2909	3612

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2020	2021	2022	2023F	2024F
经营活动产生的现金流量净额	6616	4929	3824	5859	6799
投资活动产生的现金流量净额	(6261)	(7226)	(6121)	(5013)	(4511)
筹资活动产生的现金流量净额	(387)	2796	1803	(541)	(1190)
现金及现金等价物净增加额	(31)	511	(490)	305	1098

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j@持意见或立场，或会买进，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j@。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。