

2023年10月30日

赵旭东

H70556@capital.com.tw

目标价(元)

14.8

公司基本信息

产业别	轻工制造
A 股价(2023/10/29)	11.74
深证成指(2023/10/29)	9770.84
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)	324.71
主要股东	山东太阳控股集团 有限公司 (44.73%)
每股净值(元)	9.03
股价/账面净值	1.30
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-3.7 -1.3 0.1

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2023-8-28	11.28	买进
2023-9-27	12.22	买进

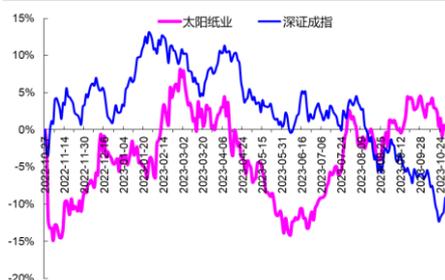
产品组合

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)

纸品价格回升，盈利修复加速

结论与建议：

事件：公司发布 2023 年三季报，2023Q1-Q3 实现营收 292.03 亿元，YOY-1.48%；归母净利润录得 21.37 亿元，YOY-5.79%；扣非后净利润录得 20.85 亿元，YOY-6.69%；EPS 为 0.76 元，YOY-9.43%。其中，3Q 单季度实现营收 98.61 亿元，YOY+0.77%；归母净利润录得 8.85 亿元，YOY+45.46%；扣非后净利润录得 8.67 亿元，YOY+45.38%。

■ **多种纸品价格回升，公司营收环比实现增长。**3Q 公司单季度实现营收 98.61 亿元，环比增长 3.39%，主因多种纸品价格环比改善，具体来看：

3Q 成本上涨叠加需求复苏，文化纸价格修复。2023Q3 以来，木浆价格触底反弹，同时下游需求有所复苏，推动双胶纸、铜版纸价格回升。截至 10 月 30 日，双胶纸、铜版纸均价较 7 月低点分别上涨 12.40%、11.63%，我们估计公司 Q3 提价函得到落实，文化纸业务收入或环比提升。考虑到当前浆价震荡上行，智利“明星”阔叶浆、“银星”针叶浆外盘报价较 9 月末分别上涨 14.55%、13.04%，我们预计 Q4 浆纸同涨行情将得到延续，公司文化纸业务收入有望维持增长。

9 月以来箱板纸价格企稳回升。9 月以来箱板纸市场逐步走出低迷，截至 10 月 30 日，箱板纸均价较 8 月低点上涨约 5.27%，主要系纸企前期去库存后，消费回暖所致。展望后续纸价走势，我们认为箱板纸价格有望小幅上行，一方面是因为 Q4 为传统旺季，下游需求回暖对价格有一定支撑，另一方面，9 月箱板纸进口量环比下降 5.31%，已连续三月呈下降趋势，均价维持在 3200 元/吨左右，预计对国内箱板纸价格压力将逐渐减弱。随着箱板纸品价格回升，我们预计公司 Q4 牛皮箱板纸营收将进一步修复。

■ **毛利率同环比均有所改善，公司盈利能力提升。**公司 3Q 单季度毛利率为 16.74%，同、环比分别提升 2.24pcts、3.78pcts，公司盈利能力得到提升，主要受益于低价木浆及木片等带来的成本端改善。费用方面，公司 3Q 单季期间费用率为 6.9%，同比下降 0.7pcts，销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.4%、2.3%、2.5%、1.7%，同比分别持平、-0.4pcts、+0.4pcts、-0.7pcts，公司控费能力保持稳定。

■ **行业龙头地位稳固，产品矩阵进一步丰富。**产能方面，广西南宁 100 万吨高档包装纸生产线将于 2023Q4 逐步投产，投产后公司纸、浆合计总产能接近 1200 万吨，行业龙头地位稳固。此外，公司董事会近期通过建设年产 30 万吨生活用纸的议案，总投资 13.50 亿元，进一步提升公司在快消类领域产品的产能，公司纸品矩阵进一步丰富。

■ **盈利预测及投资建议：**短期来看，文化纸、包装纸价格提升，叠加原料价格位置不高，公司吨盈利能力将稳步修复。中期来看，公司产能持续提升，龙头地位稳固。预计 2023、2024、2025 年公司实现净利润 31.39 亿元、37.37 亿元、41.01 亿元，yoy 分别为+11.76%、+19.05%、+9.75%，EPS 为 1.12 元、1.34 元、1.47 元，当前 A 股价对应 PE 分别为 10.45 倍、8.78 倍、8.00 倍，我们看好公司下半年业绩修复，对此给予“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、需求不及预期

年度截止 12月 31 日		2021	2022	2023E	2024E	2025E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	2929	2809	3139	3737	4101
同比增减	%	49.99	-4.12	11.76	19.05	9.75
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.12	1.04	1.12	1.34	1.47
同比增减	%	49.33	-7.14	8.00	19.05	9.75
A 股市盈率(P/E)	X	10.80	11.29	10.45	8.78	8.00
股利 (DPS)	RMB 元	0.2	0.2	0.2	0.24	0.3
股息率 (Yield)	%	1.65	1.70	1.70	2.05	2.56

【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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	32159	39767	39189	42449	43931
经营成本	26632	33735	32739	35089	35832
营业税金及附加	139	178	218	190	196
销售费用	136	153	158	175	181
管理费用	814	1033	927	960	984
财务费用	565	834	815	849	863
资产减值损失	-17	-55	-6	-12	-19
投资收益	43	22	16	27	22
营业利润	3368	3033	3367	4209	4888
营业外收入	39	39	29	36	35
营业外支出	60	4	22	29	18
利润总额	3348	3068	3374	4216	4904
所得税	409	251	156	416	726
少数股东损益	10	8	14	11	11
归属于母公司所有者的净利润	2929	2809	3139	3737	4101

附二：合并资产负债表

百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	3468	2386	3439	4763	5428
应收帐款	1787	2233	2523	2725	2806
存货	3506	5339	6407	6919	6643
流动资产合计	11251	12588	12714	13731	15791
长期投资净额	241	256	269	280	305
固定资产合计	27922	28874	30318	29711	31494
在建工程	294	3273	5237	4189	5446
无形资产	31487	35426	38260	40173	41378
资产总计	42737	48014	50974	53904	57169
流动负债合计	17875	17448	17797	18153	18334
长期负债合计	6049	7392	7097	6955	6955
负债合计	23924	24840	24894	25108	25289
少数股东权益	81	90	99	107	113
股东权益合计	18733	23084	25982	28690	31767
负债和股东权益总计	42737	48014	50974	53904	57169

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动产生的现金流量净额	4929	3824	7147	7024	6618
投资活动产生的现金流量净额	-7226	-6121	-5013	-4511	-4525
筹资活动产生的现金流量净额	2796	1803	-1082	-1190	-1428
现金及现金等价物净增加额	511	-490	1053	1324	665

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。