

2023年02月28日

赵旭东

H70556@capital.com.tw

目标价(元)

15.8

公司基本信息

产业别	轻工制造		
A 股价(2024/2/28)	13.73		
深证成指(2024/2/28)	9047.10		
股价 12 个月高/低	14.24/10.01		
总发行股数(百万)	2794.57		
A 股数(百万)	2764.88		
A 市值(亿元)	379.62		
主要股东	山东太阳控股集团 有限公司 (44.73%)		
每股净值(元)	9.32		
股价/账面净值	1.47		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	17.8	15.3	10.3

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2023-10-30	11.74	买进
2023-9-27	12.22	买进
2023-8-28	11.28	买进

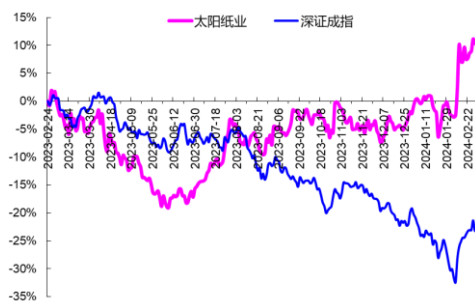
产品组合

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)

4Q 利润大幅增长，看好公司林浆纸一体化的成本优势

结论与建议：

事件：公司发布 2023 年业绩快报，2023 年实现营收 397.03 亿元，YOY-0.16%，归母净利润 30.72 亿元，YOY+9.38%，扣非后净利润 30.16 亿元，YOY+8.83%，EPS 为 1.10 元，YOY+5.21%，归母及扣非后净利润均创历史新高，符合预期。

其中，2023Q4 实现营收 105.01 亿元，YOY+3.70%，归母净利润 9.35 亿元，YOY+72.93%，扣非后净利润 9.31 亿元，YOY+73.61%，公司 Q4 利润大幅提升，主要是因为下游需求恢复叠加成本端优化。

■ **纸品价格持续回升，公司 4Q 营收环比实现增长。**4Q 公司单季度实现营收 105.01 亿元，环比增长 3.39%，主因 2023Q3 以来下游需求逐步复苏，推动纸品价格回升，其中双胶纸、箱板纸、铜版纸 2023 年末均价较 7 月低点分别上涨 12.40%、5.38%、12.22%。2024 年 1 月晨鸣纸业、太阳纸业等纸企纷纷发布文化纸涨价函，2 月提价 100 元/吨，3 月再提价 200 元/吨，考虑到招标订单需求的刚性支撑，我们预计后续纸价将季节性上涨，公司营收有望稳健增长。

成本端优化推动公司盈利能力逐季改善。2023 年全年纸浆价格呈 U 型走势，以阔叶浆明星、针叶浆银星为例，2023 年均价同比分别下降 20.24%、15.66%。由于成本端压力明显下降，叠加库存周期、运浆船期等因素影响，公司营业利润率呈逐季提升趋势，2023Q1/Q2/Q3/Q4 营业利润率分别为 5.85%、7.29%、9.47%、10.45%。得益于公司盈利能力修复，4Q 公司扣非后归母净利润为 9.31 亿元，创同期历史新高。

■ **2024 年浆价或进入震荡整理阶段，公司成本端压力将进一步减轻。**2023 年全球浆厂产能集中投放带动浆价快速下跌，而 2024 年 Suzano 将投产 255 万吨，占全球产能约 7%，在供给宽松预期下浆价下行压力较大。海外需求方面，红海事件短期或使欧洲补库需求增加，但 2024 年 2 月欧洲 PMI 为 46.10，已连续 20 月位于荣枯线下，预计欧洲中长期需求增长有限；国内需求方面，据中国造纸协会预计，2023 年造纸纸浆消费量约 1.16 亿吨，YOY+2.2%，因此我们预计 2024 年纸浆消费量仍将保持个位数增长，但需求增速低于供给增速的可能性较高。综合来看，我们认为 2024 年浆价或进入震荡整理阶段，公司成本端压力有望进一步减轻，业绩增长可期。

■ **盈利预测及投资建议：**公司是国内造纸龙头，成本压力缓解下业绩有望持续增长。考虑到需求复苏的节奏，我们略微下调盈利预测，预计 2023、2024、2025 年公司实现净利润 30.72 亿元、34.75 亿元、38.16 亿元（此前预计为 31.39、37.37、41.01 亿元），yoy 分别为+9.39%、+13.09%、+9.81%，EPS 为 1.10 元、1.24 元、1.37 元，当前 A 股价对应 PE 分别为 12.49 倍、11.04 倍、10.06 倍，我们看好公司业绩增长，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	3072	3475	3816
同比增减	%	49.99	-4.12	9.39	13.09	9.81
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.12	1.04	1.10	1.24	1.37
同比增减	%	49.33	-7.14	5.71	13.09	9.81
A 股市盈率(P/E)	X	12.26	13.20	12.49	11.04	10.06
股利 (DPS)	RMB 元	0.2	0.2	0.2	0.22	0.3
股息率 (Yield)	%	1.45	1.46	1.46	1.63	2.18

【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	39706	43962	45657
经营成本	26632	33735	33343	36737	37715
营业税金及附加	139	178	221	196	204
销售费用	136	153	165	184	188
管理费用	814	1033	958	1033	1072
财务费用	565	834	867	879	897
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	3160	3918	4552
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	3167	3925	4568
所得税	409	251	151	387	675
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	3072	3475	3816

附二：合并资产负债表

百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	3468	2386	3424	4300	5297
应收帐款	1787	2233	2612	2691	2771
存货	3506	5339	4912	5305	5093
流动资产合计	11251	12588	13217	14275	16416
长期投资净额	241	256	269	280	305
固定资产合计	27922	28874	34649	34995	34295
在建工程	294	3273	655	982	1276
无形资产	31487	35426	38260	40173	41378
资产总计	42737	48014	51477	54448	57794
流动负债合计	17875	17448	17971	18331	18514
长期负债合计	6049	7392	7097	6955	6955
负债合计	23924	24840	25068	25286	25469
少数股东权益	81	90	99	107	113
股东权益合计	18733	23084	26311	29056	32212
负债和股东权益总计	42737	48014	51477	54448	57794

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	7132	6792	6366
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	-1406	-844
现金及现金等价物净增加额	511	-490	1038	875	998

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，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。