

2024年04月12日

赵旭东

H70556@capital.com.tw

目标价(元)

18

公司基本信息

产业别	轻工制造		
A 股价(2024/4/11)	15.50		
深证成指(2024/4/11)	9300.77		
股价 12 个月高/低	15.78/10.01		
总发行股数(百万)	2794.57		
A 股数(百万)	2764.88		
A 市值(亿元)	428.56		
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	1.66		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	13.0	24.1	29.8

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2024-2-28	13.83	买进
2023-10-30	11.74	买进
2023-9-27	12.22	买进

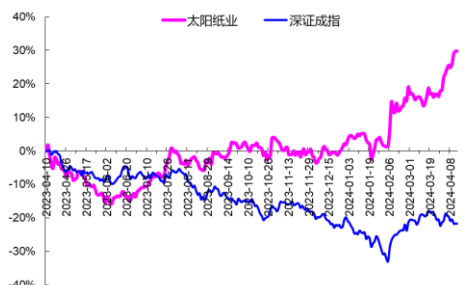
产品组合

非涂布文化用纸	33.7%
牛皮箱板纸	24.8%
溶解浆	9.3%
铜版纸	8.9%
生活用纸	5.2%
化机浆	4.6%
电及蒸汽	4.6%
化学浆	4.4%

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)

毛利率逐季改善, 全年利润稳健增长

结论与建议:

事件: 公司发布 2023 年业绩快报, 2023 年实现营收 395.44 亿元, YOY-0.56%; 录得归母净利润 30.86 亿元, YOY+9.86%; 扣非后净利润 30.27 亿元, YOY+9.22%, 归母及扣非后净利润和业绩快报基本一致, 符合预期。

其中, 2023Q4 实现营收 103.42 亿元, YOY+2.13%; 录得归母净利润 9.49 亿元, YOY+75.51%; 扣非后净利润 9.41 亿元, YOY+75.56%, 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。

■ **公司纸品销量明显提升, 浆纸业务经营稳健:** 1) 2023 年公司纸品业务实现营收 299.8 亿元, 同比增长 8.1%, 主要是因为南宁 PM1 特种文化纸机完成技改、100 万吨高档包装纸产线投产, 公司全年纸制品销量同比提升 19.6%。分纸品看, 2023 年公司双胶纸、箱板纸、铜版纸、生活用纸分别实现营收 133.1、98.1、35.1、20.5 亿元, YOY 分别为+22.6%、-5.7%、+10.4%、+33.7%, 其中箱板纸营收同比下降, 主要是因为 2023 年箱板瓦楞纸进口零关税政策实施后, 国内市场受到供给冲击, 全年箱板纸均价较 2022 年下滑 16.42%。

2) 2023 年公司浆类业务实现收入 72.59 亿元, 同比下降 23.8%, 我们估计主要受全球浆价下滑影响, 公司调整外售规模所致, 全年浆类制品销量同比下降 20.7%。

■ **公司毛利率逐季回升, 费用控制稳定:** 2023 年公司毛利率同比提升 0.72pcts 至 15.9%, 主要是因为成本端浆价回落, 如阔叶浆明星、针叶浆银星全年均价同比分别下滑 20.2%、15.7%。分季度来看, 2023 年 1-4Q 公司毛利率分别为 13.5%、16.1%、16.7%、17.1%, 毛利率逐季回升主要是因为 2023 年 2Q 公司开始使用低价浆。费用方面, 2023 年公司期间费用率为 7.1%, 和 2022 年基本持平, 其中销售、管理、研发、财务费用率分别变动+0.01%、-0.18%、+0.39%、-0.17pcts, 整体经营稳健。总体来看, 公司扣非后净利率为 7.7%, 较 2022 年提升 0.68pcts, 助力扣非后净利润增长。

■ **2024 年浆价或进入震荡阶段, 公司利润有望稳健增长:** 截至 2024 年 4 月 11 日, 阔叶浆明星、针叶浆银星市场价较年初分别上涨 14.1%、6.9%, 主要受海外供给影响: 1) 芬兰运输工人罢工已持续四周, 部分浆厂停工检修; 2) 欧洲纸浆需求回升, 库存鉴定回落, 或分润纸浆外贸份额。但芬兰工会宣布 4 月 8 日暂定罢工, UPM、芬林等浆厂重启生产, 供应端扰动暂时结束, 后续劳资矛盾情况有待观察。此外, 从长期来看, 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仍有下行压力, 我们认为 2024 年浆价或进入震荡整理阶段。而公司凭借林浆纸一体化优势, 将缓解市场波动带来的影响, 利润有望稳健增长。

■ **盈利预测及投资建议:** 预计 2024-2026 年公司实现净利润 35.1 亿元、38.3 亿元、41.6 亿元, yoy 分别为+13.8%、+9.1%、+8.6%, EPS 为 1.26 元、1.37 元、1.49 元, 当前 A 股价对应 PE 分别为 12 倍、11 倍、10 倍, 公司浆纸总产能超 1200 万吨, 一体化优势显著, 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、芬兰罢工持续、需求不及预期

年度截止 12月 31 日		2022	2023	2024E	2025E	2026E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	2809	3086	3510	3830	4161
同比增减	%	-4.12	9.86	13.76	9.11	8.63
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.04	1.10	1.26	1.37	1.49
同比增减	%	-7.14	5.77	14.19	9.11	8.63
A 股市盈率(P/E)	X	15	14	12	11	10
股利 (DPS)	RMB 元	0.2	0.3	0.4	0.5	0.5
股息率 (Yield)	%	1.29	1.29	1.46	1.94	1.94

【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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	39767	39544	43055	46876	49086
经营成本	33735	33261	35909	38879	40639
营业税金及附加	178	220	192	209	219
销售费用	153	154	190	203	209
管理费用	1033	957	1011	1089	1080
财务费用	834	760	828	880	884
资产减值损失	-55	-67	-12	-39	-39
投资收益	22	21	29	24	24
营业利润	3033	3296	3951	4602	4994
营业外收入	39	31	37	36	35
营业外支出	4	8	24	12	15
利润总额	3068	3320	3964	4626	5014
所得税	251	219	391	678	737
少数股东损益	8	15	11	12	13
归属于母公司所有者的净利润	2809	3086	3510	3830	4161

附二：合并资产负债表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2386	2495	2375	2766	4095
应收帐款	2233	1954	2013	2073	2135
存货	5339	4574	4940	4743	4553
流动资产合计	12588	12868	13898	15982	18379
长期投资净额	256	277	289	315	343
固定资产合计	28874	33966	34306	33620	32947
在建工程	3273	573	859	1117	1452
无形资产	35426	37683	39567	40754	41976
资产总计	48014	50551	53464	56736	60356
流动负债合计	17448	16879	17217	17389	17563
长期负债合计	7392	7516	7366	7366	7366
负债合计	24840	24395	24583	24755	24929
少数股东权益	90	104	112	119	126
股东权益合计	23084	26051	28769	31862	35301
负债和股东权益总计	48014	50551	53464	56736	60356

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动产生的现金流量净额	3824	6617	6790	6358	6721
投资活动产生的现金流量净额	-6121	-4769	-4511	-4526	-4528
筹资活动产生的现金流量净额	1803	-1846	-1292	-775	-465
现金及现金等价物净增加额	-490	6	987	1056	1727

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。