

2024年06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(2024/6/28)	13.92		
深证成指(2024/6/28)	8849.70		
股价 12 个月高/低	16.56/10.28		
总发行股数(百万)	2794.57		
A 股数(百万)	2764.88		
A 市值(亿元)	384.87		
主要股东	山东太阳控股集团 有限公司 (44.73%)		
每股净值(元)	9.68		
股价/账面净值	1.44		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-9.2	-5.3	34.5

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2024-04-12	15.5	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%

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



年度截止 12 月 31 日		2022	2023	2024E	2025E	2026E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	2809	3086	3408	3822	4132
同比增减	%	-4.12	9.86	10.44	12.17	8.09
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.04	1.10	1.22	1.37	1.48
同比增减	%	-7.14	5.77	10.86	12.17	8.09
A 股市盈率(P/E)	X	13.38	12.65	11.42	10.18	9.42
股利 (DPS)	RMB 元	0.2	0.3	0.4	0.5	0.5
股息率 (Yield)	%	1.44	2.16	2.63	3.24	3.72

太阳纸业(002078.SZ)

区间操作(Trading Buy)

浆强纸弱格局下，公司林浆纸一体化韧性凸显

结论与建议：

公司是国内林浆纸一体化领军企业，产品涵盖文化纸、箱板纸、生活用纸等多种纸品。2024H1 浆价走强的同时纸品价格下滑，纸企盈利将受挤压，而公司在林、浆等上游领域布局多年，经营韧性得到凸显。考虑到当前浆纸市场并未明显改善，暂给予“区间操作”的投资建议。

■ **上半年浆价上涨，纸企利润将受影响：**受消费恢复疲弱影响，2024H1 纸企涨价函落地效果并不明显，截至 2024 年 6 月 27 日，双胶纸、铜版纸价格较年初分别下降 6.5%、3.1%，而箱板纸仍旧受“零关税”政策下进口纸品冲击，价格较年初下降 8.9%。而从成本端来看，阔叶浆明星、针叶浆银星 CFR 价格较年初分别上涨 18.5%、7.7%，主要是因为海外供给收缩：1) 芬兰、加拿大罢工相继出现，运输受阻叠加部分工厂停产，减少了市场整体的纸浆供给；2) 欧洲纸浆需求回升，其中漂阔浆 1-5 月累计消费量同比增长 16%，并且各类纸浆价格较中国市场有明显溢价，使得浆厂减少发往中国的木浆量。尽管库存周期、运浆船期等因素使得 2024Q1 部分纸企维持了较高的利润率，但我们预计 Q2 开始纸企的利润将逐步受到挤压。

■ **公司纸浆自供率达 60%，林浆纸一体化优势凸显：**公司自 2008 年进入老挝实施林浆纸一体化项目以来成效明显，目前山东、广西和老挝三大基地浆纸总产能超 1200 万吨，并且纸浆自供率达 60% 左右。2022 年、2023 年公司毛利率分别高于行业 3.6、5.1pcts，有效减弱了木浆价格波动对公司造成的影响。产能建设方面，2024 年 4 月公司宣布拟实施广西南宁二期项目，将建设年产 40 万吨特种纸生产线、年产 35 万吨漂白化学木浆生产线、年产 15 万吨机械木浆生产线及配套设施，在丰富产品矩阵的同时，进一步提高木浆自供率。展望未来，根据卓创资讯数据，2024H2 巴西 255 万吨、中国福建阔叶浆 180 万吨产能落地可能性较高，但考虑到汇率波动、国内议价权偏弱等因素，我们预计 2024H2 浆价回落幅度有限，而公司凭借林浆纸一体化优势，盈利表现将持续优于行业。

■ **盈利预测及投资建议：**由于 2024H1 纸浆价格明显上涨，我们略微下调 2024 年业绩，预计 2024-2026 年公司分别实现净利润 34.1 亿元、38.2 亿元、41.3 亿元(之前预测分别为 35.1 亿元、38.3 亿元、41.6 亿元)，yoy 分别为+10%、+12%、+8%，EPS 为 1.22 元、1.37 元、1.48 元，当前 A 股价对应 PE 分别为 11 倍、10 倍、9 倍，考虑到当前浆纸市场并未明显改善，对此暂给予公司“区间操作”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、需求恢复不及预期

【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	40979	43971	45707
经营成本	33735	33261	34411	36824	38142
营业税金及附加	178	220	193	191	199
销售费用	153	154	182	186	190
管理费用	1033	957	950	996	980
财务费用	834	760	767	804	802
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	3539	3949	4340
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	3552	3972	4360
所得税	251	219	581	626	731
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	3408	3822	4132

附二：合并资产负债表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2386	2495	3319	4292	5908
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	6627	6274	6610
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	824	973	1616

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。