

2024年09月24日

赵旭东

H70556@capital.com.tw

目标价(元)

14.7

公司基本信息

|                 |                              |      |     |
|-----------------|------------------------------|------|-----|
| 产业别             | 轻工制造                         |      |     |
| A 股价(2024/9/23) | 12.90                        |      |     |
| 深证成指(2024/9/23) | 8435.70                      |      |     |
| 股价 12 个月高/低     | 16.22/11.13                  |      |     |
| 总发行股数(百万)       | 2794.57                      |      |     |
| A 股数(百万)        | 2777.23                      |      |     |
| A 市值(亿元)        | 358.26                       |      |     |
| 主要股东            | 山东太阳控股集团<br>有限公司<br>(44.73%) |      |     |
| 每股净值(元)         | 9.98                         |      |     |
| 股价/账面净值         | 1.29                         |      |     |
|                 | 一个月                          | 三个月  | 一年  |
| 股价涨跌(%)         | 5.2                          | -6.9 | 7.8 |

近期评等

|            |      |      |
|------------|------|------|
| 出刊日期       | 前日收盘 | 评等   |
| 2024-04-12 | 15.5 | 买进   |
| 2024-06-28 | 13.6 | 区间操作 |

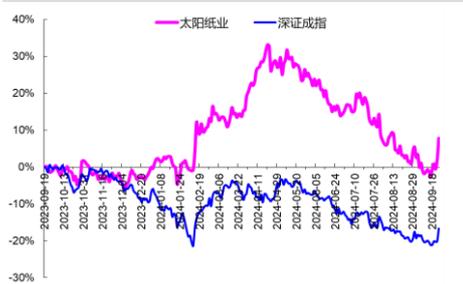
产品组合

|         |       |
|---------|-------|
| 非涂布文化用纸 | 34.2% |
| 牛皮箱板纸   | 25.3% |
| 铜版纸     | 10.3% |
| 溶解浆     | 8.6%  |
| 生活用纸    | 5.1%  |
| 化机浆     | 4.0%  |

机构投资者占流通 A 股比例

|      |       |
|------|-------|
| 基金   | 9.8%  |
| 一般法人 | 56.4% |

股价相对大盘走势



太阳纸业(002078.SZ) 区间操作(Trading Buy)

纸品需求仍显疲弱，公司林浆纸一体化韧性凸显

结论与建议：

自 9 月以来，国内纸品市场呈现“旺季不旺”的态势，多数纸品价格并未改善。尽管阔叶浆价有所下滑，但内需不足仍是当前核心矛盾，这也更为考验纸企的经营韧性。而公司作为国内造纸龙头企业，在林浆纸一体化方向上布局多年，穿越周期能力将优于同类企业。考虑到当前需求尚未修复，暂给予公司“区间操作”的投资建议。

- **当前内需仍显不足，国内纸品市场“旺季不旺”：**从消费数据看，1-8 月单月社零总额为 31.2 万亿元，YOY+3.4%，国内有效需求不足。尽管 8 月末公司、华泰等多家纸企发布涨价函，但中秋季节性订单并未如期放量，以对包装纸需求较大的月饼为例，中焙糖协预计今年中秋月饼产量与销售额约为 30 万吨和 200 亿元，同比分别下降 6%、9%。由于节日消费增量有限，国内纸品市场呈现“旺季不旺”的态势，截至 9 月 23 日，白卡纸、双胶纸、铜版纸、瓦楞纸价格较 8 月分别下降 3.8%、2.5%、0.2%、0.5%，同比分别变动-8.2%、-6.8%、+2.9%、-3.3%。
- **3Q 纸企利润仍将承压：**上游阔叶浆产能释放，但全球针叶浆新增产能有限，二者价格走势分化，阔叶浆明星 CFR、针叶浆银星 CFR 价格较 8 月分别变动-12.3%、持平，但仍分别高于去年 2.5%、9.5%。此外，供应端扰动并未止歇，UPM 将削减旗下两座工厂的纸浆产出，同时加拿大铁路运输也需数周时间才能从停工中恢复。因而我们认为，未来浆价以震荡走势为主，叠加纸品价格低迷，3Q 国内纸企利润仍将承压。
- **公司林浆纸一体化布局领先，经营韧性持续优于同业：**2022 年公司推进广西南宁一期项目，预计生活用纸产线（30 万吨）将于 2024Q3 进入试产阶段，高档包装纸生产线将于 2025Q4 进入试产阶段。同时公司 5 月通过广西南宁二期项目，将建设特种纸生产线（40 万吨）、漂白化学木浆生产线（35 万吨）、机械木浆生产线（15 万吨）及配套设施，在丰富矩阵的同时，进一步提高木浆自供率。截至目前，公司山东、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，随着未来林浆纸产能的进一步提升，我们看好公司经营韧性持续优于同业。
- **盈利预测及投资建议：**考虑到当前需求不足，我们下调盈利预测，预计 2024-2026 年公司分别实现净利润 34、35、38（此前分别为 34、38、41 亿元），yoy 分别为+9%、+5%、+8%，EPS 为 1.2 元、1.3 元、1.4 元，当前 A 股价对应 PE 分别为 11 倍、10 倍、9 倍，考虑到当前纸品需求尚未修复，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、需求持续低迷

| 年度截止 12 月 31 日  |         | 2022  | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 纯利 (Net profit) | RMB 百万元 | 2809  | 3086  | 3357  | 3519  | 3809  |
| 同比增减            | %       | -4.12 | 9.86  | 8.78  | 4.82  | 8.25  |
| 每股盈余 (EPS)      | RMB 元   | 1.04  | 1.10  | 1.20  | 1.26  | 1.36  |
| 同比增减            | %       | -7.14 | 5.77  | 9.19  | 4.82  | 8.25  |
| A 股市盈率(P/E)     | X       | 12.40 | 11.73 | 10.74 | 10.25 | 9.46  |
| 股利 (DPS)        | RMB 元   | 0.2   | 0.3   | 0.4   | 0.4   | 0.4   |
| 股息率 (Yield)     | %       | 1.55  | 2.33  | 2.79  | 3.12  | 3.49  |

**【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<br>预期近期股价将处于盘整<br>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 | 34093 | 36725 | 38015 |
| 营业税金及附加       | 178   | 220   | 211   | 218   | 235   |
| 销售费用          | 153   | 154   | 184   | 203   | 202   |
| 管理费用          | 1033  | 957   | 994   | 980   | 991   |
| 财务费用          | 834   | 760   | 710   | 814   | 811   |
| 资产减值损失        | -55   | -67   | -6    | -40   | -40   |
| 投资收益          | 22    | 21    | 33    | 25    | 27    |
| 营业利润          | 3033  | 3296  | 3881  | 3995  | 4383  |
| 营业外收入         | 39    | 31    | 20    | 30    | 27    |
| 营业外支出         | 4     | 8     | 28    | 13    | 17    |
| 利润总额          | 3068  | 3320  | 3873  | 4012  | 4394  |
| 所得税           | 251   | 219   | 503   | 481   | 571   |
| 少数股东损益        | 8     | 15    | 13    | 12    | 13    |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 2809  | 3086  | 3357  | 3519  | 3809  |

附二：合并资产负债表

| 百万元       | 2022  | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金      | 2386  | 2495  | 4961  | 7109  | 9215  |
| 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  | 6531  | 5982  | 6298  |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -6121 | -4769 | -3511 | -2726 | -3528 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 1803  | -1846 | -554  | -1108 | -665  |
| 现金及现金等价物净增加额  | -490  | 6     | 2466  | 2148  | 2105  |

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)有限公司不在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;@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;@。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。