

2025年03月31日

赵旭东

H70556@capital.com.tw

目标价(元)

17.4

公司基本信息

产业别	轻工制造
A 股价(2025/3/28)	14.90
深证成指(2025/3/28)	10607.33
股价 12 个月高/低	16.53/11.58
总发行股数(百万)	2794.54
A 股数(百万)	2775.31
A 市值(亿元)	413.52
主要股东	山东太阳控股集团 有限公司 (44.73%)
每股净值(元)	10.25
股价/账面净值	1.45
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	5.0 1.5 9.5

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2024-09-18	11.65	区间操作

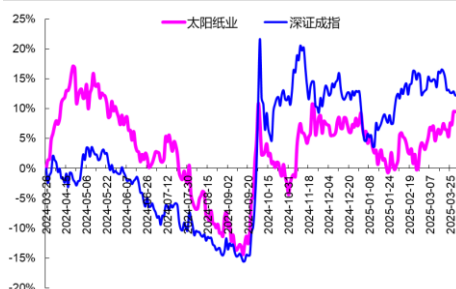
产品组合

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



太阳纸业(002078.SZ)

买进 (Buy)

公司林浆纸一体化韧性凸显，盈利有望持续向上

结论与建议：

公司是国内林浆纸一体化领军企业，2024 年纸品价格承压，公司收入、利润均实现逆势增长。2025 年以来，文化纸受供给收缩影响价格走强，公司盈利能力有望修复。考虑到公司后续产能充足，叠加文化纸品价格上行，后续业绩有望继续向上，给予公司“买进”的投资建议。

■ **2024 年行业承压，公司收入及利润逆势增长：**受需求疲软等因素影响，2024 年造纸行业整体承压，双胶纸、铜版纸、瓦楞纸、箱板纸价格同比分别下降 8.7%、6.3%、5.8%、5.9%。同时，2024 年成本端浆价走强，针叶浆“银星”、阔叶浆“明星”同比分别变动+3.8%、+1.0%，但是公司全年收入及利润录得逆势增长。根据业绩快报，公司 2024 年实现营收 407.39 亿元，YOY+3.02%；录得归母净利润 31.26 亿元，YOY+1.29%；录得扣非后归母净利润 32.63 亿元，YOY+7.81%。

■ **文化纸行业供给尚未修复，2025 年上半年公司盈利有望好转：**2024 年 Q4 双胶纸、铜版纸均价分别为 5190、5656 元/吨，同比下降 14.3%、4.0%，环比下降 4.2%、0.6%，我们估计 2024Q4 公司文化纸业务盈利有所下滑（24Q4 公司整体归母净利 6.67 亿元，同比下滑 29.7%）。但是，因晨鸣停产等因素影响，11 月文化纸价格呈现触底回升态势；进入 2025 年后，行业供给端尚未修复，叠加文化纸企业挺价意愿强烈，涨价函频发，使得文化纸价格继续上行。截至 2025 年 3 月 28 日双胶纸、铜版纸均价分别为 5375、5725 元/吨，较 2024 年 11 月低点分别增长 4.6%、1.7%。考虑到近期木浆市场上行乏力，公司文化纸业务盈利有望逐季改善。

■ **林浆纸一体化优势明显，后续产能充足：**公司当前共有山东、广西和老挝三大基地，浆纸总产能超 1200 万吨，并且老挝种植林木保有面积达到 6 万公顷，未来每年新增 1-1.2 万公顷，林浆纸一体化布局深厚。而公司后续产能充足，24Q3 南宁二期项目已开工，后续将建设年产 100 万吨高档包装用纸生产线、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相关配套设施等，为公司后续增长奠定基础。

■ **盈利预测及投资建议：**预计 2024-2026 年公司分别实现净利润 31 亿元、35 亿元、38 亿元，yoy 分别为+1%、+12%、+10%，EPS 为 1.1 元、1.3 元、1.4 元，当前 A 股价对应 PE 分别为 13 倍、12 倍、11 倍，考虑到文化纸品价格上行，看好公司未来盈利改善，并且公司当前估值不高，上调为“买进”的投资评级。

■ **风险提示：**市场竞争加剧风险、纸浆价格波动风险、需求恢复不及预期

年度截止 12 月 31 日		2022	2023	2024E	2025E	2026E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	2809	3086	3126	3496	3848
同比增减	%	-4.12	9.86	1.30	11.85	10.06
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.04	1.10	1.12	1.25	1.38
同比增减	%	-7.14	5.77	1.68	11.85	10.06
A 股市盈率(P/E)	X	14.33	13.55	13.32	11.91	10.82
股利 (DPS)	RMB 元	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5
股息率 (Yield)	%	1.34	2.01	2.25	2.77	3.23

【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	43163	45977
经营成本	33735	33261	34367	36232	38433
营业税金及附加	178	220	208	193	205
销售费用	153	154	182	199	199
管理费用	1033	957	998	1086	1203
财务费用	834	760	647	659	690
资产减值损失	-55	-67	-3	-38	-39
投资收益	22	21	36	26	28
营业利润	3033	3296	3588	3920	4322
营业外收入	39	31	20	30	27
营业外支出	4	8	30	14	17
利润总额	3068	3320	3578	3936	4332
所得税	251	219	440	428	471
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	3126	3496	3848

附二：合并资产负债表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2386	2495	2935	3441	4666
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	6243	5807	6219
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	440	506	1225

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券持意见或立场，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券。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。