

2025 年 06 月 23 日

太阳纸业 (002078)

——浆纸价格逐渐企稳，新增产能投放增厚壁垒利润，底部布局良机！

报告原因：强调原有的投资评级

买入 (维持)

市场数据：2025 年 06 月 20 日

收盘价 (元)	13.31
一年内最高/最低 (元)	16.53/11.58
市净率	1.3
股息率% (分红/股价)	2.25
流通 A 股市场 (百万元)	36,801
上证指数/深证成指	3,359.90/10,005.03

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 03 月 31 日

每股净资产 (元)	10.55
资产负债率%	45.98
总股本/流通 A 股 (百万)	2,795/2,765
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com
黄莎 A0230522010002
huangsha@swsresearch.com
张海涛 A0230524080003
zhanght@swsresearch.com

联系人

张海涛
(8621)23297818x
zhanght@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **海外浆厂积极控产，浆价逐渐企稳。**受国内外木浆新增产能爬坡、港口木浆库存累计、需求疲软、关税冲击等因素持续影响，2025 年春节以后浆价持续回调，根据卓创资讯，截至 2025 年 6 月 20 日，国内阔叶浆/针叶浆均价分别为 4134/5917 元/吨，处于 2018 年以来的 18%/46%分位，已接近国内制浆成本线。**海外浆厂高集中度，控产动作频繁**，如 Arauco 宣布 5-6 月阔叶浆明星无量供应，7 月部分恢复供应；Metsa 芬宝宣布 6 月 9 日起其 Joutseno 纸浆厂启动临时停产（年产 69 万吨针叶浆），主要是为了调整纸浆库存，适应亚洲的低订单量和不确定市场形式；此外 **6.20 上期所宣布暂停布针入库**，后续不得再交付布针品牌，布针质量相对较差，价格便宜，对期货盘面价格有压制作用，此举有利于期货盘面稳定，对现货价格产生积极正向指引作用。复盘 2021 年以来浆价波动，**受海外供给集中、供给扰动频繁、国内大厂积极维护浆价**等因素影响，**浆价呈现易涨难跌趋势，下半年旺季存在反弹可能，太阳纸业作为林浆纸一体化企业，浆价的企稳反弹可能是公司向上的催化剂。**
- **文化纸价格触底，向下空间有限。**2025 年 4 月以来，受浆价下行、行业产能利用率低位、需求逐渐转淡等因素影响，纸价处于下行通道，截至 2025 年 6 月 20 日，卓创双胶纸/铜版纸均价分别为 5163/5400 元/吨，分别处于 2014 年以来的 2%/26%分位，纸价处于历史底部，卓创数据显示同期双胶纸/铜版纸吨毛利分别为 -74/172 元/吨，考虑纸厂还受前期高价木浆库存的影响，预计部分文化纸企业已处于亏损状态。随着浆价逐渐企稳，预计文化纸价格继续下跌空间有限，9-11 月为文化纸招投标旺季，纸价有望企稳回升。
- **箱板纸逐渐进入需求旺季，后续有望环比改善。**2025 年春节后需求转淡，纸价有所回落，截至 2025 年 6 月 20 日，箱板纸/瓦楞纸最新均价分别为 3486/2530 元/吨，但美废、国废成本同样有所改善，此外太阳南宁产品结构提升，美卡因关税被限制进口，利好太阳高端箱板，预计 2025Q2 箱板纸盈利环比小幅改善，下半年逐渐进入箱板瓦楞纸传统旺季，环比有望继续提升。
- **新增产能即将密集投产，增厚底部利润；上游林地壁垒深厚，产业链一体化优势持续强化。**公司 3.4 万吨特种纸项目已于 2025 年 4 月投产，后续新增产能包括南宁 100 万吨包装纸、30 万吨生活用纸及后加工生产线二期工程、40 万吨特种纸+50 万吨木浆，预计于 2025Q4 投产，14 万吨特种纸二期预计于 2026H1 投产，新增项目有望奠定后续增长基础。更长期来看，**公司在老挝林地的布局构筑长期壁垒**，随着种植面积不断增加，壁垒利润持续增厚：2011 年公司建立高标准的组培、育苗基地进行树种培育优化，2017 年开始大面积造林，2023 年起老挝基地的林地种植迈入快车道。**公司采取自营林和百姓合作林双模式推进，短期内计划每年新增 1 万公顷以上的林地种植面积，强化林浆纸一体化优势。**

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	40,727	9,898	41,650	47,335	47,778
同比增长率 (%)	3.0	-2.8	2.3	13.6	0.9
归母净利润 (百万元)	3,101	886	3,537	4,164	4,483
同比增长率 (%)	0.5	-7.3	14.1	17.7	7.7
每股收益 (元/股)	1.11	0.32	1.27	1.49	1.60
毛利率 (%)	16.0	15.8	16.0	16.2	16.4
ROE (%)	10.8	3.0	11.3	12.1	12.0
市盈率	12		11	9	8

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

- 浆纸价格逐渐触底，后续若反弹可能带来 beta 催化。公司新增产能即将密集投产，增厚公司底部利润。中长期维度，公司浆纸多品种布局对抗周期扰动，林浆纸一体优化成本，逆周期产能投放收获景气改善红利，卓越战略眼光持续贡献超额收益。管理为行业标杆、人才梯队稳健，团队稳定，凝聚力和员工自驱力强大，精益管理提升生产效率，成本控制优于同行。我们维持公司 2025-2026 年归母净利润预测 35.37/41.64 亿元，新增 2027 年归母净利润预测 44.83 亿元，分别同比增长 14.1%/17.7%/7.7%，对应 2025-2027 年 PE 分别为 11/9/8X，维持“买入”评级！
- 风险提示：造纸新增产能供给过剩，终端需求恢复缓慢。

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	39,544	40,727	41,650	47,335	47,778
其中: 营业收入	39,544	40,727	41,650	47,335	47,778
减: 营业成本	33,261	34,205	34,986	39,667	39,942
减: 税金及附加	220	206	211	239	242
主营业务利润	6,063	6,316	6,453	7,429	7,594
减: 销售费用	154	177	167	189	191
减: 管理费用	957	985	1,000	1,183	1,147
减: 研发费用	929	762	791	899	908
减: 财务费用	760	716	718	674	613
经营性利润	3,263	3,676	3,777	4,484	4,735
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-10	-11	-10	-10	-10
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-67	-9	0	0	0
加: 投资收益及其他	91	129	145	170	190
营业利润	3,296	3,613	3,913	4,643	4,915
加: 营业外净收入	23	-31	33	2	31
利润总额	3,320	3,582	3,946	4,645	4,946
减: 所得税	219	471	391	460	441
净利润	3,101	3,111	3,555	4,185	4,506
少数股东损益	15	10	18	21	23
归属于母公司所有者的净利润	3,086	3,101	3,537	4,164	4,483

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。