

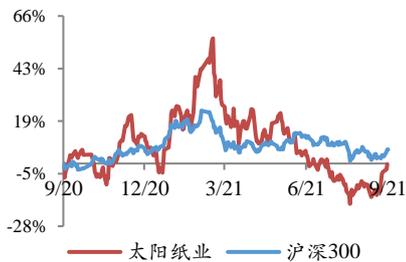
林浆纸一体化构筑核心优势，多品类布局抵御周期波动

投资评级：买入（首次）

报告日期：2021-09-08

收盘价(元)	13.42
近12个月最高/最低(元)	21.02/11.03
总股本(百万股)	2,687
流通股本(百万股)	2,613
流通股比例(%)	97.24
总市值(亿元)	361
流通市值(亿元)	351

公司价格与沪深300走势比较



分析师：马远方

执业证书号：S0010521070001

邮箱：mayf@hazq.com

分析师：虞晓文

执业证书号：S0010520050002

邮箱：yuxw@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 太阳纸业：林浆纸一体化的综合造纸龙头。

太阳纸业是我国林浆纸一体化的综合性造纸龙头企业之一。公司坚守主业，积极围绕造纸产业链进行多元化布局，逐步推进支撑公司未来可持续发展“林浆纸一体化”工程。截至2021年H1，公司纸、浆产能合计达到860万吨/年，广西北海一期在建产能也将于2021年下半年陆续投产。公司发展战略清晰，营收表现跟随市场周期波动，利润稳步增长具有较强的抗周期性。公司股权集中，实控人李洪信及其家族合计持股47.06%，近年来公司连续推出激励计划彰显信心。

● 行业：供需格局是决定行业周期转换的核心因素，造纸业步入整合期。

造纸业发展已步入成熟期，产销量趋于稳定，截至2020年底，我国纸及纸板消费量达到1.18亿吨。2010-2020年纸及纸板产销量CAGR分别为1.96%和2.57%，增速趋缓。

供需格局是决定行业周期转换的核心因素：2010年之前景气度主要由需求端推动，行业供不应求，纸品需求量与宏观经济发展挂钩；2010年至今则转变为供给主导，需求长期趋于稳定。供给端先后经历“无序密集投放——落后产能淘汰——理性有序投放”过程，在消费升级和政策利好下行业集中度提升是大势所趋。

疫情及原材料上涨加速行业出清，龙头话语权提升抵御周期波动。疫情抬升全球浆价，外废进口禁令和环保政策加速出清中小产能，提前布局上游纸浆产能的规模化纸企有望受益。当前，木浆系市场集中度较高，部分细分纸种CR4高达83%。高集中度下龙头话语权优势尽显，景气度下行时通过调整产品结构、停工减产、转移成本压力等方式维持较高盈利水平抵御周期波动。

● 公司：多元化布局抵御周期波动，全要素降本增效成果显著。

横向：多元化业务布局平抑周期波动。公司已形成以文化纸为主，多纸种齐头并进的多元品类布局，业务范围从工业造纸拓展至生物新材料与快消品领域。生物新材料领域中溶解浆下游应用广泛，需求持续提升，目前公司溶解浆产能达到80万吨/年，是国内最大、世界第三的溶解浆供应商。品类扩容的背后是公司完善的科技创新体系作为支撑。公司坚持研发引领、创新驱动的理念，现已构建了较为完善的科技创新体系，公司每年研发投入占比处于同行前列。

纵向：前瞻布局林浆纸一体化战略助力公司可持续发展。公司战略眼光长远，前瞻性布局海外产能。老挝林浆纸一体化项目极大提升了公司原材料自给率，降低生产成本。同时，由于海外产能布局存在回报周期长、前期投入大等风险与门槛，使得其他纸企短期内难以复制太阳纸业的成功经验，也为公司构筑了较高的竞争壁垒。目前公司已构建起山东、广西和老挝三大生产基地。其中山东基地服务北方市场，广西基地服务南

方市场，未来老挝基地将作为公司的原料基地。三大生产基地建设使公司产业实现“一带一路”经济带、中国沿海和内陆地区的全覆盖，补齐公司工厂布局战略位置短板，为公司中长期稳健运行打下扎实基础。

管理优化革新，控本降费成果显著，盈利能力持续向上。（1）原料自给率不断提升，自备电厂实现能源自给自足。截至2020年，公司拥有制浆产能合计320万吨/年，其中化机浆120万吨/年、化学浆10万吨/年、溶解浆80万吨/年及新型纤维110万吨/年。**2020年公司包装纸原材料实现自给率约70%，其余纸种纸浆自给率约40%。**同时，公司自备热电厂，生产的电和蒸汽基本可以实现自给自足。**（2）精细化管理提升营运效率，ROE实现行业领先。**公司于2012年开启管理变革征程，持续推进信息化高效管理。在公司持续不断地“补短板、提效率、降成本”下，实现了全要素的降本增效，盈利能力持续向上，ROE水平行业领先。

● **投资建议**

我们预计公司2021/2022/2023年营业收入分别为315.51/359.21、385.71亿元，同比增长46.1%/13.9%/7.4%。公司2021/2022/2023年归母净利润分别为39.05/43.59/48.12亿元，同比增长99.9%/11.6%、10.4%。公司发展战略清晰，横向积极拓品类平抑周期波动，纵向前瞻布局林浆纸一体化项目提升原料自给率降低生产成本。公司实行精细化管理，全要素降本增效成果显著，营运能力与成本优势领先行业。短期来看，伴随公司新增产能释放，规模效应和成本优势有望进一步提升；同时经济复苏带动行业需求回暖，公司经营景气度持续上行。长期来看，行业集中度提升是大势所趋，供需格局将持续改善，公司作为综合性造纸龙头有望长期受益。2021年9月7日收盘价13.42元对应未来三年PE分别为9.24X/8.27X/7.49X。首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示**

原材料价格大幅波动、市场竞争加剧风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	21589	31551	35921	38571
收入同比(%)	-5.2%	46.1%	13.9%	7.4%
归属母公司净利润	1953	3905	4359	4812
净利润同比(%)	-10.3%	99.9%	11.6%	10.4%
毛利率(%)	19.4%	21.9%	21.5%	21.8%
ROE(%)	12.1%	19.4%	17.8%	16.5%
每股收益(元)	0.00	1.45	1.62	1.79
P/E	19.24	9.24	8.27	7.49
P/B	2.41	1.80	1.48	1.23
EV/EBITDA	11.11	2.27	1.37	0.77

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 太阳纸业：林浆纸一体化的综合造纸龙头.....	6
1.1 公司历程：专注造纸主业，多元化布局产业链.....	6
1.2 营收增速周期性波动，盈利能力不断提升.....	8
1.3 股权结构稳定集中，激励计划彰显发展信心.....	9
2 行业：供需格局主导景气度周期波动，行业步入整合的黄金窗口期.....	11
2.1 行业步入成熟期，供需格局驱动景气度周期波动.....	11
2.2 木浆系：细分纸种加速整合，龙头协同效应增强.....	15
2.3 废纸系：外废进口禁令下行业整合加速，龙头纸企逆势扩张产能.....	20
3 公司：多元化布局抵御周期波动，全要素降本增效成果显著.....	23
3.1 横向：多元化业务布局平抑周期波动.....	23
3.2 纵向：前瞻布局林浆纸一体化战略助力公司可持续发展.....	25
3.3 管理优化革新，控本降费成果显著，盈利能力持续向上.....	27
4 盈利预测.....	28
风险提示：.....	30
财务报表与盈利预测.....	31

图表目录

图表 1 公司主要发展历程	7
图表 2 公司现有产能与在建产能情况	7
图表 3 2010-2021H1 公司主要产品的收入占比情况 (亿元)	8
图表 4 2006-2021H1 公司营收情况 (亿元)	8
图表 5 2006-2021H1 公司规模净利润情况 (亿元)	8
图表 6 2006-2021H1 公司毛利率、净利率情况	9
图表 7 截至 2021H1 太阳纸业股权结构图	9
图表 8 公司限制性股票激励计划	10
图表 9 1996-2020 年我国纸及纸板产销量情况 (万吨)	11
图表 10 2003-至今我国造纸及纸制品行业利润总额及同比变化	12
图表 11 2005-2020 年我国 GDP (不变价) 同比增速	13
图表 12 2005-2019 年纸及纸板产销量情况	13
图表 13 2009-2015 年行业固定资产投资完成额累计同比	13
图表 14 造纸及纸制品企业单位数 2010 年后数量锐减	13
图表 15 2011-2019 年行业利润总额累计同比情况	14
图表 16 2016-2019 年行业固定资产投资完成额累计同比	14
图表 17 2018-2019 年我国主要纸种日度均价走势	14
图表 18 文化纸产业链结构图	15
图表 19 双胶纸下游需求占比	16
图表 20 铜版纸下游需求占比	16
图表 21 2005-2019 年我国出生人口数量 (万人)	16
图表 22 2005-2019 年我国 5-19 岁人口占总人口比例 (%)	16
图表 23 2013-2020 年我国图书总印数 (亿册)	16
图表 24 我国书报杂志类零售额累计值 (亿元)	16
图表 25 双铜纸新增产能投产时间 (千吨)	17
图表 26 双胶纸新增产能投产时间 (千吨)	17
图表 27 2016-2020 年双铜纸供需情况 (千吨)	17
图表 28 2016-2020 年双胶纸供需情况 (千吨)	17
图表 29 白卡纸产业链结构图	18
图表 30 2010-2020 年社会消费品零售总额 (亿元)	18
图表 31 2016-2020 年白卡纸消费量 (万吨)	18
图表 32 2017-2020 年白板纸供应量情况 (万吨)	19
图表 33 2016-2020 年白卡纸、白板纸价格对比	19
图表 34 2010 年后白卡纸新增产能投产时间 (万吨)	19
图表 35 2020 年白卡纸年产量前十纸厂 (万吨)	19
图表 36 2018 年-至今白卡纸日度毛利率 (%)	20
图表 37 2020 年-至今白卡纸日度均价 (元/吨)	20
图表 38 箱板、瓦楞纸产业链结构图	21
图表 39 箱板、瓦楞纸下游需求分布	21

图表 40 2016-2020 年箱板、瓦楞纸消费量 (万吨)	21
图表 41 2016-2022E 箱板、瓦楞纸行业年度产能 (万吨)	22
图表 42 箱板、瓦楞行业产能利用率走低 (%)	22
图表 43 2016-2020 年我国废纸进口量迅速下降	22
图表 44 2016 年-至今箱板、瓦楞纸均价与利润走势	22
图表 45 公司 2012 年提出“四三三战略”	23
图表 46 2020 年公司主要产品产能占比	23
图表 47 溶解浆生产及下游应用说明	24
图表 48 2012 年-至今我国溶解浆日度价格走势 (元/吨)	24
图表 49 太阳纸业旗下幸福阳光品牌生活用纸	24
图表 50 2014-2020 年公司生活用纸毛利率持续提升	24
图表 51 公司研发投入持续增长	25
图表 52 公司研发投入占比处于行业前列	25
图表 53 太阳纸业老挝“林浆纸一体化”项目建设历程	25
图表 54 广西北海项目基地地理位置优越	26
图表 55 产能落地后公司三大基地浆、纸产能分布 (万吨/年)	26
图表 56 公司文化纸毛利率走势向上	27
图表 57 公司自制化机浆成本显著低于外购成本	27
图表 58 2010-2020 年纸企存货周转率对比	28
图表 59 2010-2020 年纸企应收账款周转率对比	28
图表 60 公司销售净利率处于行业领先水平	28
图表 61 公司 ROE 水平位于行业前列	28
图表 62 公司主要产品盈利预测	29

1 太阳纸业：林浆纸一体化的综合造纸龙头

太阳纸业是我国林浆纸一体化的综合性造纸龙头企业之一。公司坚守主业，经过近 40 年的发展，积极围绕造纸产业链进行多元化布局，逐步推进支撑公司未来可持续稳定发展的“林浆纸一体化”工程。截至 2021H1，公司纸、浆合计产能约 860 万吨/年，广西北海一期在建产能也将于 2021 年下半年陆续投产。公司发展战略清晰，营收表现跟随市场周期波动，利润稳步增长具有较强的抗周期性。公司实控人李洪信及其家族拥有公司 47.06% 的股份，股权结构集中稳定有利于公司各项发展战略的顺利实施。近年来公司结合发展实际，连续推出限制性股票激励计划调动团队积极性，彰显公司未来发展信心。

1.1 公司历程：专注造纸主业，多元化布局产业链

1982-2011：艰辛起步，高速增长。太阳纸业成立于 1982 年，历经了近 40 年的沉淀与淬炼，从文化纸的研发生产到如今的林浆纸一体化综合造纸龙头，公司围绕造纸产业链持续进行多元化布局。2006 年公司在深交所上市，开启公司高速化成长之路。2008 年公司实行“走出去”的国际化战略，把眼光投射在林地资源丰富的老挝，2010 年成立全资子公司太阳纸业控股老挝有限责任公司负责“林浆纸一体化”项目。2011 年公司成功开发出溶解浆系列产品。

2012-至今：转型升级，跨越腾飞。经过前期对产业升级的成功探索，太阳纸业在 2012 年提出并制定了企业“四三三”发展战略，开始进军生物质新材料和快速消费品领域。2016 年，公司成功推出高强牛皮箱板纸、高强瓦楞纸产品。2018-2021 年，公司在老挝的浆纸产能陆续投产，太阳纸业老挝现已形成 30 万吨溶解浆、80 万吨高档包装纸和 40 万吨再生纤维浆的年生产能力。公司于 2019 年开启的广西北海 350 万吨林浆纸一体化项目。2020 年，公司兖州本部年产 45 万吨文化纸产线投产。截至 2021 年 H1，公司制浆（含新型纤维原料）产能达到 320 万吨/年，造纸产能约为 540 万吨/年。另外，公司广西北海“林浆纸一体化”工程一期纸、浆项目均将在 2021 年下半年至 2022 年上半年陆续投产，达产后公司浆纸合计产能将突破千万吨。

图表 1 公司主要发展历程



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

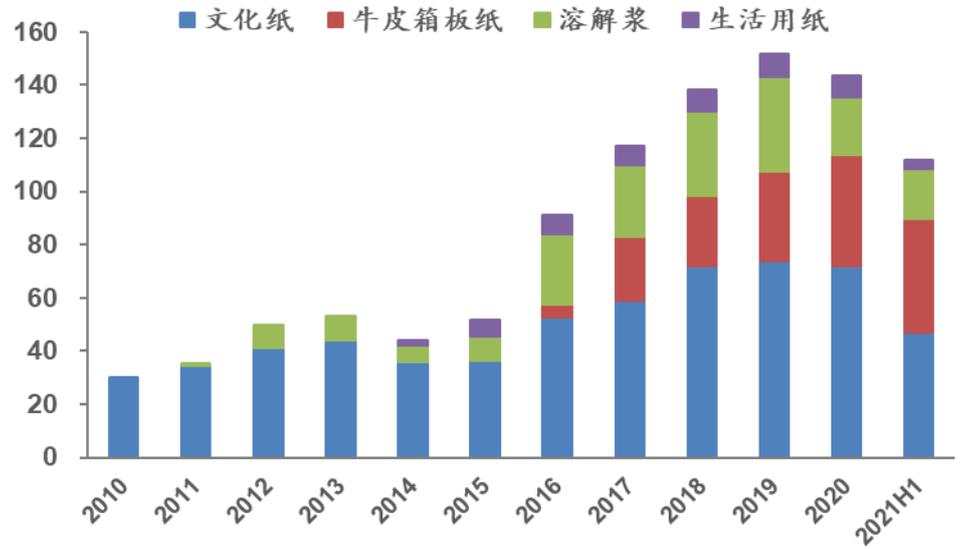
图表 2 公司现有产能与在建产能情况

		截至2021H1产能		广西北海一期项目在建产能	
纸	文化纸	非涂布文化纸	165万吨		
		铜版纸	100万吨/年		
		文化纸合计	265万吨/年	55万吨/年	
	造纸合计	淋膜原纸	20万吨/年		
		生活用纸	17万吨/年	12万吨/年	
牛皮箱板纸		240万吨/年			
浆	造纸合计	542万吨	609万吨/年	备注: 一期纸、浆项目均将在2021年下半年至2022年上半年陆续投产	
	制浆合计	化机浆	120万吨/年		60万吨/年
		化学浆	10万吨/年		80万吨/年
		溶解浆	80万吨/年		
		新型纤维	110万吨/年		
		320万吨	460万吨/年		

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

公司以文化纸生产为主, 覆盖多种纸、浆产品。太阳纸业是国内重要的综合性纸、浆产品供应商。公司以生产文化纸起步, 至今文化纸仍是公司收入占比最高的纸种, 2020年文化纸收入占比为49.64%, 2021H1收入占比为43.84%。公司在发展过程中顺应市场不断调整产品矩阵: 2011年公司成功研发出溶解浆产品并于次年投产; 2013年公司推出生活用纸系列产品; 2016年公司又推出牛皮箱板纸产品。目前公司的主要产品包括非涂布文化用纸、铜版纸、牛皮箱板纸、特种纸、淋膜原纸、生活用纸、溶解浆、化学机械浆等, 业务范围覆盖产业用纸、生物质新材料、快速消费品三大部分。

图表 3 2010-2021H1 公司主要产品的收入占比情况 (亿元)

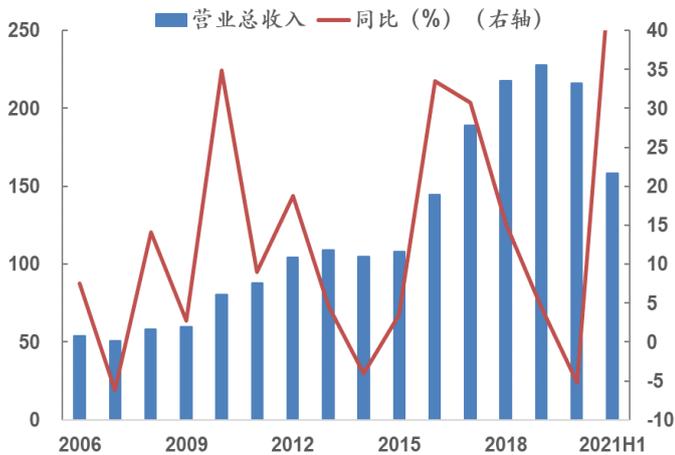


资料来源: wind, 华安证券研究所

1.2 营收增速周期性波动, 盈利能力不断提升

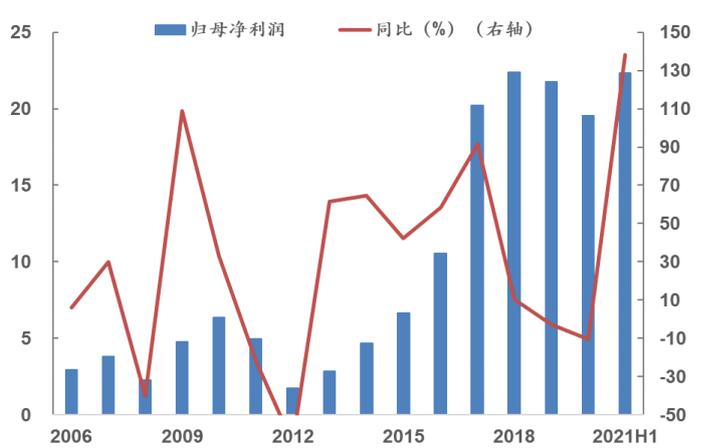
公司所在的造纸行业为典型的周期性行业, 受宏观经济环境和行业供需格局等因素的影响, 行业景气度周期性波动。2006 年上市以来公司营业收入不断增长, 营收增速跟随行业景气度波动。2020 年受溶解浆等产品市场景气度低迷的影响, 公司实现营业收入 215.89 亿元, 同比降低 5.16%; 归母净利润 19.35 亿元, 同比降低 10.33%。得益于行业景气度回升, 新产能陆续投产、公司纸品量价提升, 2021H1 公司业绩同比高增: 21H1 实现营业收入 158.13 亿元, 同比增长 51.64%; 实现归母净利润 22.32 亿元, 同比增长 138.29%。

图表 4 2006-2021H1 公司营收情况 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 2006-2021H1 公司规模净利润情况 (亿元)

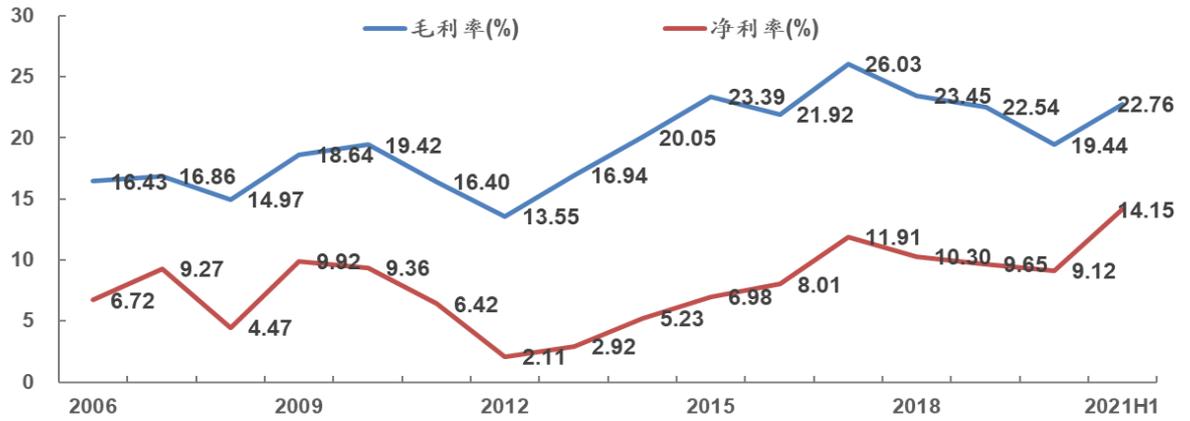


资料来源: wind, 华安证券研究所

相比营收增速的周期性波动, 公司的利润表现在 2012 年后具有较强的抗周期性。得益于公司优秀的成本管控能力和“横向拓品类, 纵向一体化”战略的实施,

以及公司产能的有序投放,公司近年来毛利率与净利率呈现稳步上升态势,毛利率更是常年保持20%以上水平。2021H1公司毛利率、净利率分别为22.76%、14.15%。

图表 6 2006-2021H1 公司毛利率、净利率情况



资料来源: Wind, 华安证券研究所

1.3 股权结构稳定集中, 激励计划彰显发展信心

公司股权结构集中,李洪信及其家族为实际控制人。截至2021H1,李洪信及其家族通过山东太阳控股集团有限公司合计持有公司股份的47.06%。太阳纸业拥有12家控股子公司,子公司业务包含造纸、化工、环保、投资管理等。

图表 7 截至 2021H1 太阳纸业股权结构图



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

为了提升员工凝聚力,公司自2014年开始陆续推出激励计划。从2014年第一期限制性股票激励计划推出至今共出台了3期激励计划。每期的激励人数不断增加,

且解锁条件与公司、员工的业绩指标挂钩。其中第一期(2014-2016)、第二期(2017-2019)激励计划均完成既定业绩目标顺利解锁。2021年公司推出第三期(2021-2023)激励计划,解锁条件以2020年净利润为基数,2021-2023年每年净利润增长率分别不低于30%/40%/50%,本次激励计划共涉及员工1185人,其中董事、高管合计7人。多次激励计划的实施也彰显了公司对未来发展的信心。

图表 8 公司限制性股票激励计划

股权激励计划	公告时间	涉及人数	解锁条件		是否完成
第一期限制性股票激励计划	2014年	179(其中董事、高管合计11人)	第一期	2014年净利润相比2013年增长不低于60%,且2014年净资产收益率不低于8%	完成
			第二期	2015年净利润相比2013年增长不低于130%,且2015年净资产收益率不低于11%	
			第三期	2016年净利润相比2013年增长不低于240%,且2016年净资产收益率不低于15%	
第二期限制性股票激励计划	2017年	674(其中董事、高管合计7人)	第一期	以2016年净利润为基数,2017年净利润增长率不低于60%	完成
			第二期	以2016年净利润为基数,2018年净利润增长率不低于80%	
			第三期	以2016年净利润为基数,2019年净利润增长率不低于100%	
第三期限制性股票激励计划	2021年	1185(其中董事、高管合计7人)	第一期	以2020年净利润为基数,2021年净利润增长率不低于30%	待完成
			第二期	以2020年净利润为基数,2022年净利润增长率不低于40%	
			第三期	以2020年净利润为基数,2023年净利润增长率不低于50%	

资料来源:公司公告,华安证券研究所

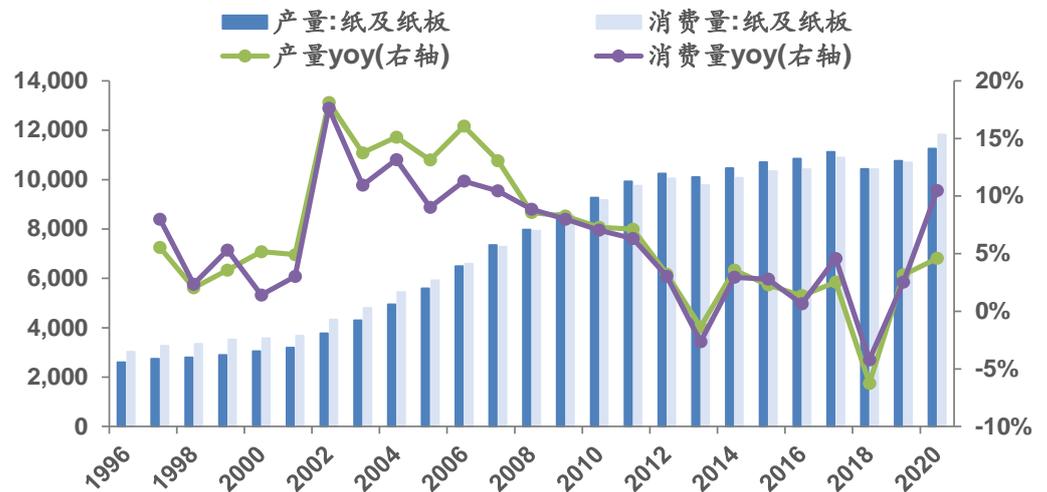
2 行业：供需格局主导景气度周期波动，行业步入整合的黄金窗口期

造纸业经过数十年的发展已步入成熟期，产销量趋于稳定。作为典型的周期性行业，供需格局成为行业景气度的核心驱动因素：2010 年之前景气度主要由需求端推动，2010 年至今则转变为供给主导，行业集中度提升是大势所趋。2020 年以来疫情加速行业出清，行业景气度出现分化：木浆系得益于较高的行业集中度和浆纸价格联动走高，行业利润稳步提升；废纸系市场集中度提升进程虽滞后于木浆系，但在外废进口禁令和环保政策等因素的助推下，持续利好产能和利润向龙头集中，供需格局仍将进一步改善。

2.1 行业步入成熟期，供需格局驱动景气度周期波动

造纸行业步入成熟期，产销量趋于稳定。造纸工业是重要的基础原料工业，与国民经济和人民生活息息相关。随着经济的持续发展，纸品需求量和产量也在逐年上升。根据中国造纸年鉴数据，我国纸及纸板产销量于 2012 年便双双突破 1 亿吨。截至 2020 年底，我国纸及纸板消费量达到 1.18 亿吨，同比增长 10.49%，产量达到 1.13 亿吨，同比增长 4.6%。2010-2020 年纸及纸板产销量 CAGR 分别为 1.96% 和 2.57%，增速趋缓。

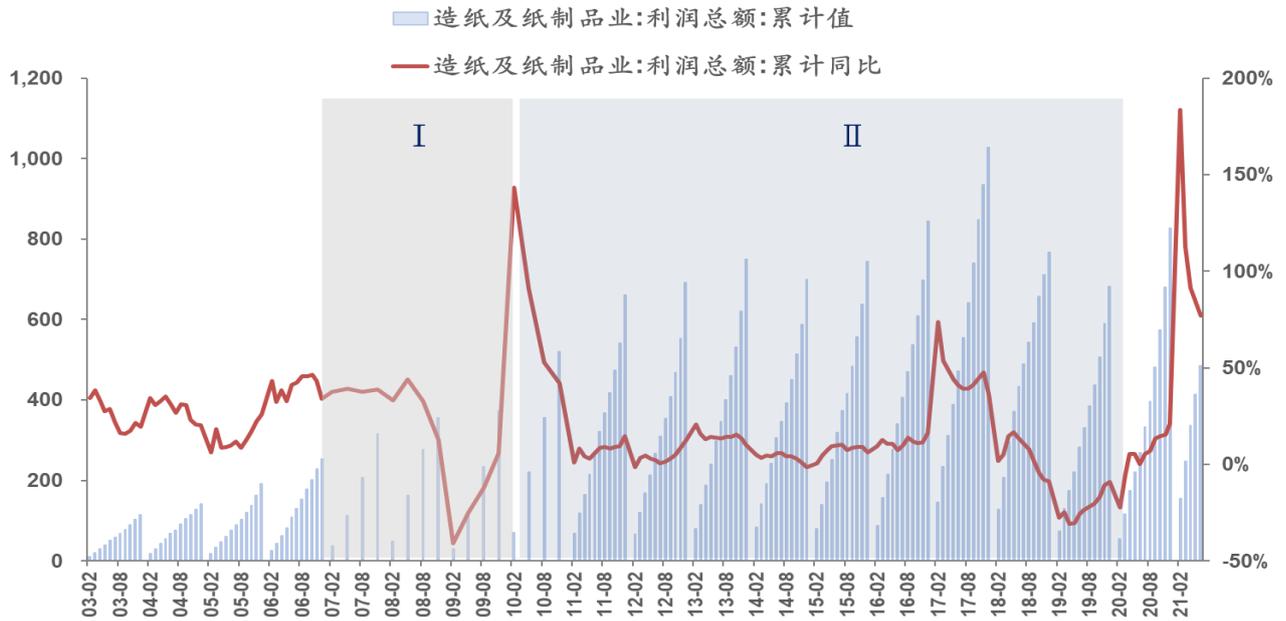
图表 9 1996-2020 年我国纸及纸板产销量情况 (万吨)



资料来源：中国造纸年鉴，华安证券研究所

供需格局影响行业景气度，周期属性显著。造纸业属于典型的周期型行业，供需格局是行业景气度的核心驱动力。回顾前 15 年的造纸行情，行业经历了两轮完整周期。第一轮是 2007-2009 年，行情主要由需求端推动。第二轮是 2010-2019 年，行情则转变为供给端推动。

图表 10 2003-至今我国造纸及纸制品行业利润总额及同比变化

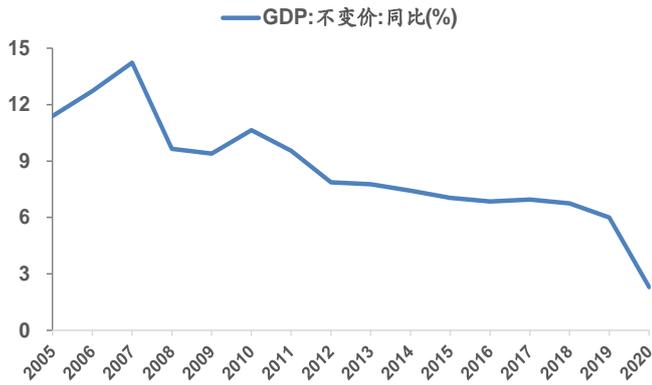


资料来源：国家统计局，华安证券研究所

1) 第一轮造纸周期 (2007-2009)，需求推动下的景气波动。2008 年之前，我国经济处于高速发展期，纸制品需求量与日俱增。但由于造纸产能建设投放需要 1-2 年时间，纸品供给量滞后于需求放量，供需存在错配。在需求推动下 2007 年迎来行业一波行业上升周期。2008 年受经济危机影响，市场需求低迷，行业景气度大幅下滑。2009 年四万亿刺激下，宏观经济回暖，市场需求底部迅速拉升，迎来第二波行业上升周期。

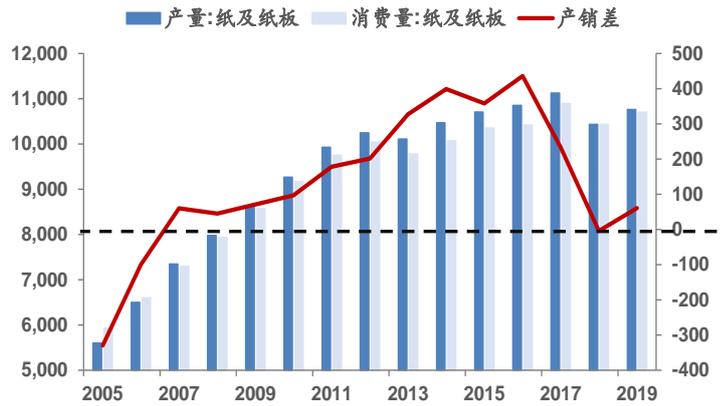
2) 第二轮造纸周期 (2010-2019)，供给推动下的景气波动。2010 年后，我国宏观经济增速换挡，GDP 保持个位数增长，纸制品需求量也逐渐放缓。根据中国造纸年鉴数据，2005-2010 年纸及纸板消费量 CAGR 为 9.12%，2010-2015 年纸及纸板消费量 CAGR 回落至 2.45%。上一轮周期中高景气度下纸企投资意愿增强，2009 年后行业新增产能陆续投产，纸制品供给量快速上升，产量增速大于消费量增速，行业供大于求，盈利能力下滑。同时 2008 年以来环保政策开始趋严，以上多重因素导致 2010-2015 年行业景气度步入下行周期，2011 年造纸及纸制品企业数量锐减，由 2010 年的 10261 家降至 2011 年的 6907 家。

图表 11 2005-2020 年我国 GDP (不变价) 同比增速



资料来源: 国家统计局, 华安证券研究所

图表 12 2005-2019 年纸及纸板产销量情况



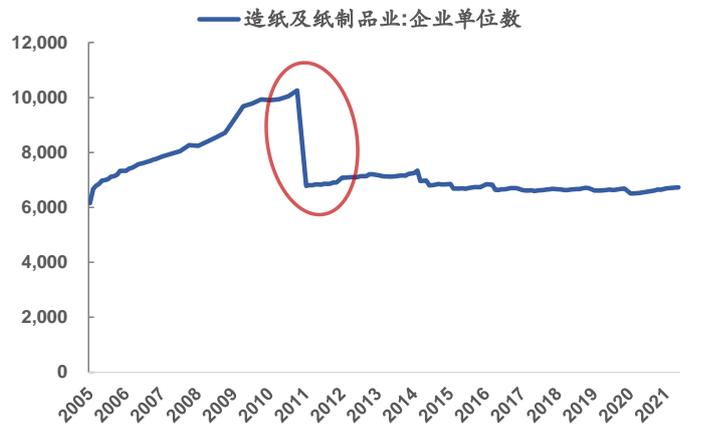
资料来源: 中国造纸年鉴, 华安证券研究所

图表 13 2009-2015 年行业固定资产投资完成额累计同比



资料来源: 国家统计局, 华安证券研究所

图表 14 造纸及纸制品企业单位数 2010 年后数量锐减



资料来源: 国家统计局, 华安证券研究所

2015 年起我国经济发展进入新阶段, 供给侧改革如火如荼。造纸行业作为典型的资源约束型产业和能源消耗大户, 国家制定并出台了一系列政策规范和行业标准, 要求行业淘汰落后产能, 优化产品结构, 提高产业集中度, 不断降低资源消耗和污染排放。2016-2017 年受益于本轮供给侧改革与环保去产能, 行业集中度得到提升, 盈利能力改善, 行业重新步入上行周期, 纸企开启新一轮的产能建设。

图表 15 2011-2019 年行业利润总额累计同比情况



资料来源: 国家统计局, 华安证券研究所

图表 16 2016-2019 年行业固定资产投资完成额累计同比



资料来源: 国家统计局, 华安证券研究所

2018 年起, 供给侧改革淘汰落后产能的红利逐渐消退, 企业新一轮产能建设陆续投产。龙头企业为了进一步抢夺市场份额开启行业价格战。其中白卡纸跌幅最大, 2018 年 4-7 月白卡纸均价降幅高达 1286 元/吨, 降幅达到 18.98%。其他纸种价格均有不同程度的回落。行业价格战使得行业利润急速下滑, 市场步入下行周期。

图表 17 2018-2019 年我国主要纸种日度均价走势



资料来源: 卓创资讯, 华安证券研究所

复盘总结: 供需格局主导行业景气度, 龙头协同效应增强将显著抵抗周期波动。 供需博弈是行业景气度的核心驱动力。2010 年后行业需求放缓、增速趋于稳定, 供给成为供需格局的关键变量。行业产能决定供给, 市场集中度的提升将增强龙头间的协同效应, 理性投放产能避免价格战, 从而抵抗周期波动。

2020 年-至今, 造纸行业景气度出现分化。2020 年疫情影响下造纸业供需双困, 浆价底部整理。行业出清速度略有加快, 市场格局出现分化: 木浆系和废纸系市场

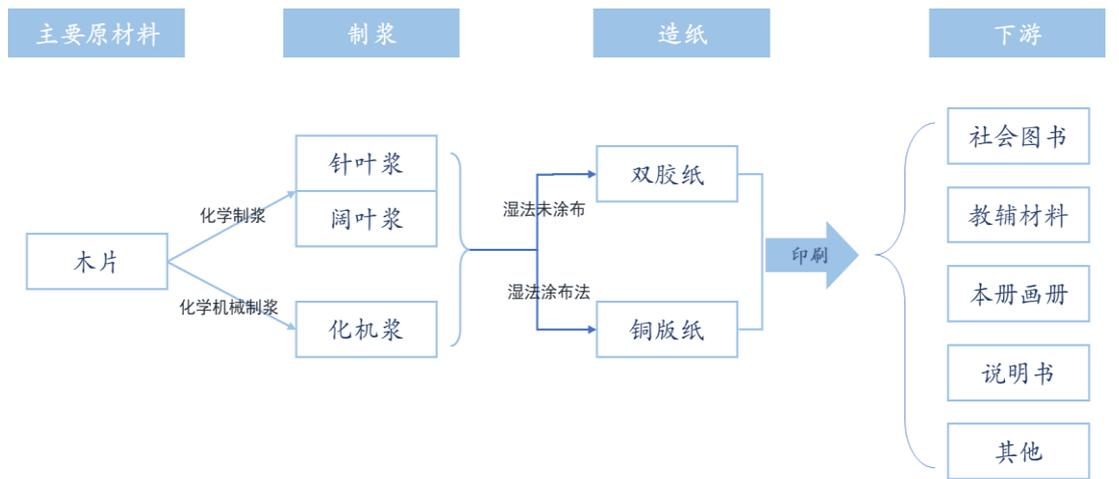
集中度存在差异，木浆系行业整合程度优于废纸系。2021Q1 行业景气度回暖，需求复苏迅速，浆纸价格联动上涨至新高；Q2 以来木浆系纸品价格逐渐回落至年初水平，主因进口纸冲击和行业进入传统淡季，需求偏弱供给过剩。从竞争格局来看，2020 年 APP 收购博汇纸业，白卡纸率先完成行业整合，供给格局进一步优化带来行业话语权高度集中、盈利向好；另外，“限塑令”、“外废进口清零”等政策规范叠加浆价强势反弹趋势，加速行业中小产能出清，格局进一步优化。

2.2 木浆系：细分纸种加速整合，龙头协同效应增强

2.2.1 文化纸：下游需求长期平稳；行业集中度较高，新增产能有限

木浆系文化纸主要有双胶纸、铜版纸两大类。双胶纸又称胶版印刷用纸，用途广泛，各类书籍及教科书是其首选，其次可用于杂志、地图、挂历、日历、本册等。铜版纸是以原纸涂布白色涂料制成的高级印刷纸，主要用于印刷高级书刊的封面和插图、彩色画片、各种精美的商品广告、样本、商品包装、商标等。

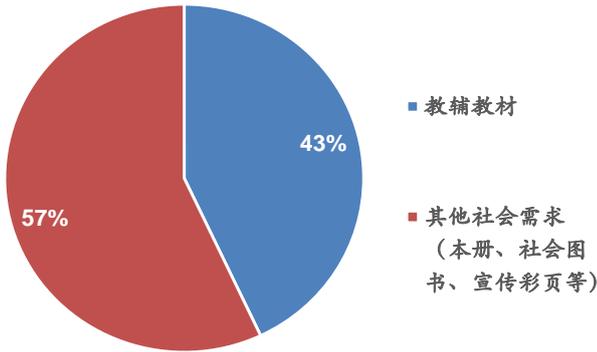
图表 18 文化纸产业链结构图



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

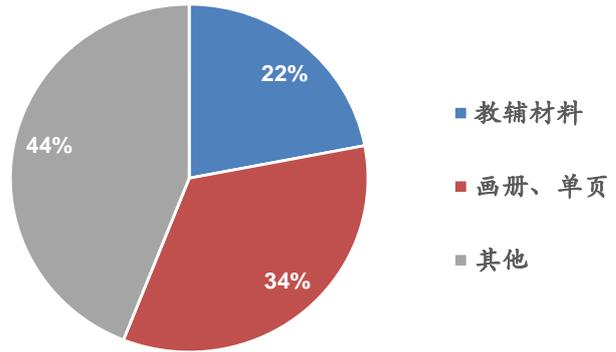
需求端：文化纸下游集中度分散，需求长期平稳。文化纸下游需求主要为教辅教材、画册、杂志等，下游集中度低，需求较为分散。其中教辅教材的需求刚性，每年 3-5 月、9-12 月分别为秋季和春季学期教辅材备货及开印期。长期来看，教辅教材需求量与适龄青少年人口数量高度相关。根据国家统计局数据，我国 5-19 岁人口占总人口比例近年来持续走低，由 2005 年的 22.7% 下降为 2019 年的 16.2%；出生人口数量从 2017 年以来连续负增长，2019 年我国出生人口数量为 1465 万人，同比减少 3.8%。2021 年国家正式开放与鼓励“三胎”政策，预期未来将有效改善我国出生人口数量与适龄青少年人口占比，继而提升教辅教材的长期需求量。

图表 19 双胶纸下游需求占比



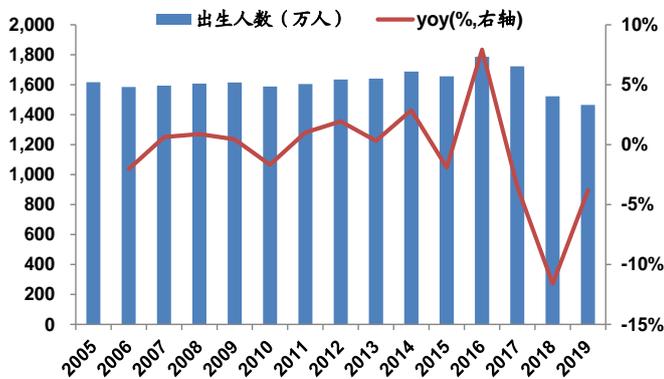
资料来源: 卓创资讯, 华安证券研究所

图表 20 铜版纸下游需求占比



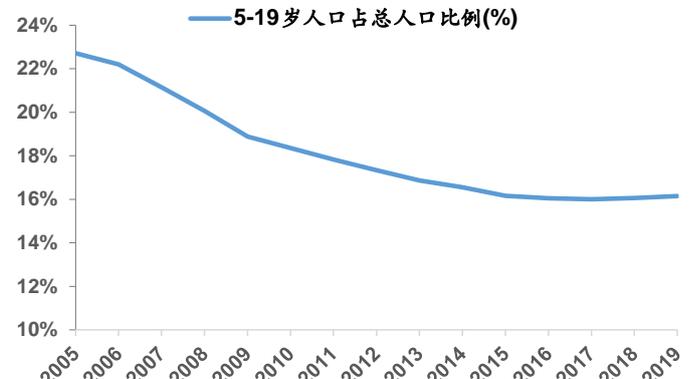
资料来源: 卓创资讯, 华安证券研究所

图表 21 2005-2019 年我国出生人口数量 (万人)



资料来源: 国家统计局, 华安证券研究所

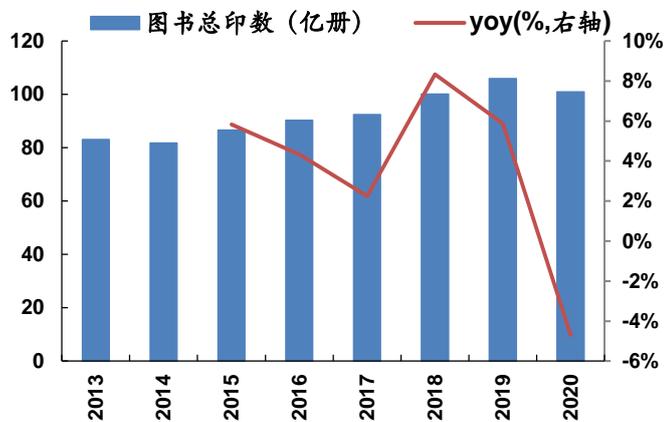
图表 22 2005-2019 年我国 5-19 岁人口占总人口比例 (%)



资料来源: 国家统计局, 华安证券研究所

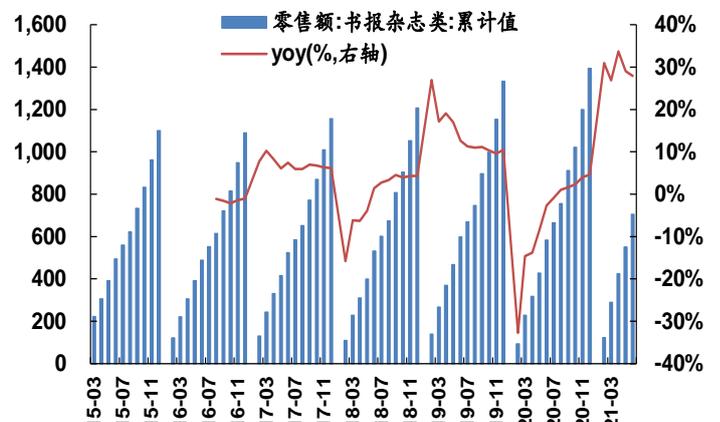
下游图书、杂志类市场规模稳步提升。国家统计局数据显示, 我国图书总印数近年来稳步增长, 由 2013 年的 83.10 亿册上升至 2020 年的 101 亿册, CAGR 为 2.83%。书报杂志类零售额自 2021 年年初以来增长迅猛, 截至 2021 年 6 月, 书报杂志累计零售额达到 705 亿元, 同比增长 27.95%。

图表 23 2013-2020 年我国图书总印数 (亿册)



资料来源: 国家统计局, 华安证券研究所

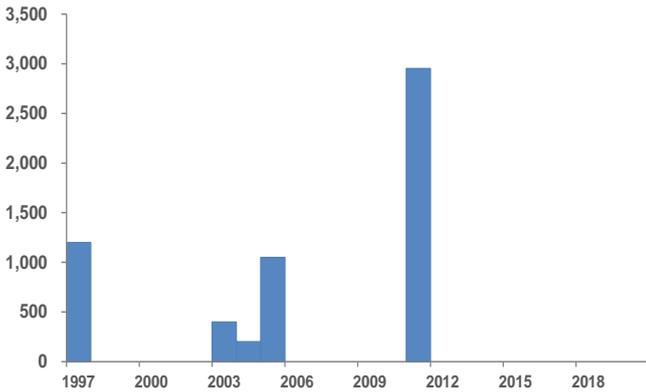
图表 24 我国书报杂志类零售额累计值 (亿元)



资料来源: 国家统计局, 华安证券研究所

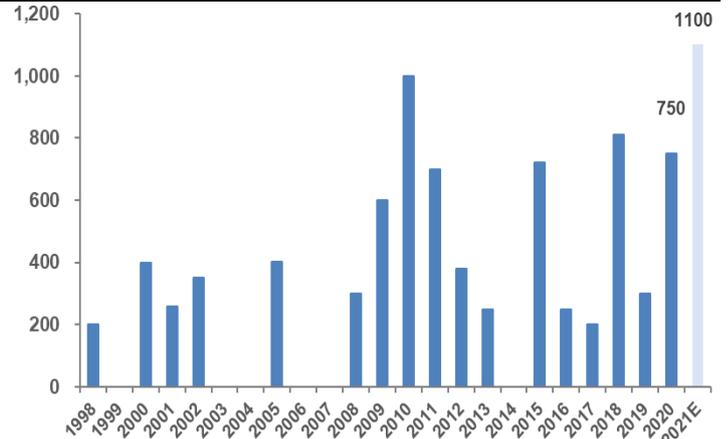
供给端：铜版纸产能集中度较高；双胶纸未来仍有新增产能释放，行业集中度有望进一步提升。根据卓创资讯，2020年我国双胶纸、双铜纸总产能分别为1224万吨、692万吨，CR4产能集中度分别为39%和88%。双铜纸产能集中度显著高于双胶纸。双胶纸后期仍有新增产能释放，且多为规模纸厂产能，双胶纸行业产能集中度有待进一步提升。

图表 25 双铜纸新增产能投产时间 (千吨)



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

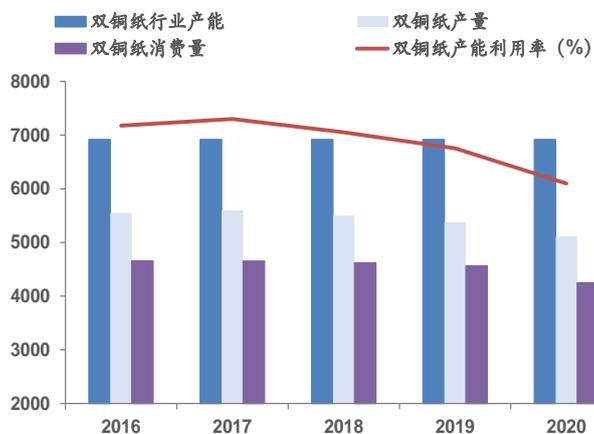
图表 26 双胶纸新增产能投产时间 (千吨)



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

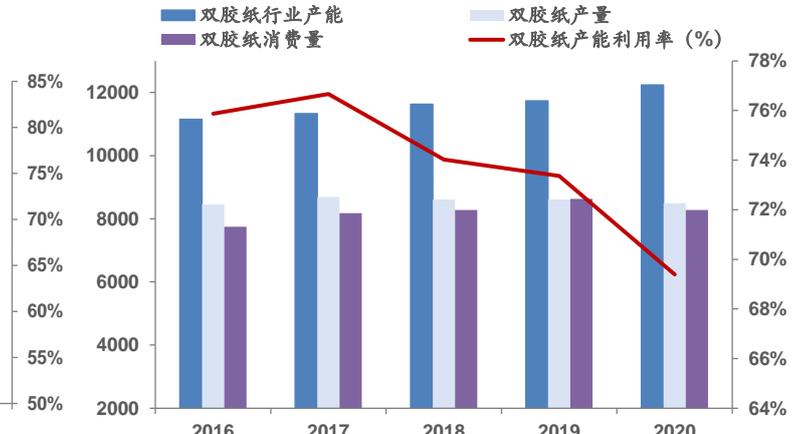
文化纸龙头协同性增强，主动控制产量投放稳定市场供需。2020年双铜纸、双胶纸产量分别为511.4万吨和849.3万吨，远低于行业产能，产能利用率分别为73.9%和69.4%。其中双铜纸近年来消费量下滑，由2016年的465.6万吨下滑至2020年的424.9万吨，下滑幅度为40.7万吨。双铜纸受需求缩减影响，产量也逐步下滑，且转产其他文化纸的现象越发明显，龙头纸厂纷纷通过转产、集中减产的方式来调整市场。双胶纸近年来虽有新增产能释放，但产能利用率持续走低，由2016年的75.9%下降至2020年的69.4%，每年产销量保持弱平衡状态。可以看出，纸企投产更加理性有序，主动维持市场供需平衡。

图表 27 2016-2020 年双铜纸供需情况 (千吨)



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

图表 28 2016-2020 年双胶纸供需情况 (千吨)

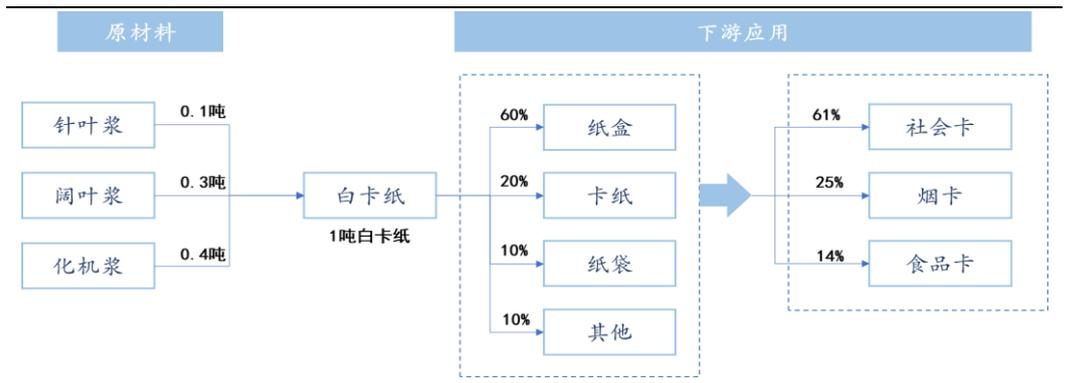


资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

2.2.1 白卡纸：消费升级+政策利好，产能持续扩容，行业高度集中

白卡纸主要用途定位中高端消费品包装。白卡纸是经多辊压光制造出来的一种纸张，纸面色质纯度较高，具有较为均匀的吸墨性，有较好的耐折度，下游应用十分广泛，可用于食品、药品、烟酒、服装化妆品等多种消费品的包装。白卡纸根据用途又可分为社会卡、烟卡和食品卡三类，其中社会卡主要用于大众消费品包装(3C、化妆品等)，占比达61%；其次是烟卡，主要用于烟草包装，占比约25%；食品卡占比约14%，主要应用于各种食品级包装以及对人体安全及卫生要求较高的产品包装(如抽纸盒)。

图表 29 白卡纸产业链结构图



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

需求端：1) 下游传统需求稳健增长，带动白卡纸消费量上升。白卡纸下游应用多为必选消费品的包装，终端需求的稳健增长带动白卡纸消费量的提升。我国白卡纸近五年消费量整体呈上升趋势，消费量由2016年的749.3万吨上升至2019年的867.5万吨，3年CAGR为5%。2020年受疫情影响，社零总额与白卡纸消费量小幅回落，白卡纸全年消费量下降至843万吨。

图表 30 2010-2020 年社会消费品零售总额 (亿元)



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图表 31 2016-2020 年白卡纸消费量 (万吨)



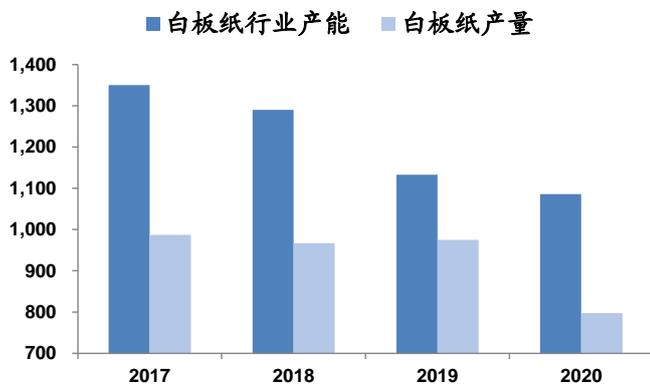
资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

2) 新“限塑令”出台显著提升白卡纸需求。2020年，国家发改委、生态环境部出台新一轮“限塑令”，要求重点城市的公共场合及全国餐饮行业禁止使用一次性

不可降解塑料制品,同时 2022-2025 年禁止范围将逐步扩大至全国,并推广使用纸袋、纸盒等非塑料制品作为替代。

3) 消费升级叠加白板纸产能出清,白卡纸替代需求。白板纸多用于中低端消费品的包装,主要原材料为废纸浆,价格较为低廉。白卡纸在韧性、平滑度、着色度等多方面性能均优于白板纸,且二者下游应用领域重合度较高。伴随消费升级的趋势,白卡纸替代白板纸成为行业趋势。受供给端改革及环保政策趋严的影响,近年来白板纸产能出清速度加快,仅浙江富阳地区 2020-2021 年白板纸产能共计腾退近 270 万吨。同时,外废进口禁令加剧白板纸原材料紧缺,2020 年起部分高端白板纸木浆用量有所增加,推高白板纸生产成本。供给减少+成本上涨使得白板纸价格抬升,性价比优势减弱,加速白卡纸对白板纸的替代。

图表 32 2017-2020 年白板纸供应量情况 (万吨)



资料来源:卓创资讯,华安证券研究所

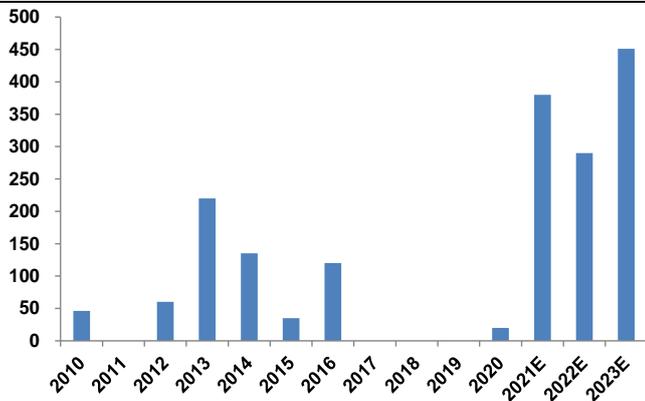
图表 33 2016-2020 年白卡纸、白板纸价格对比



资料来源:卓创资讯,华安证券研究所

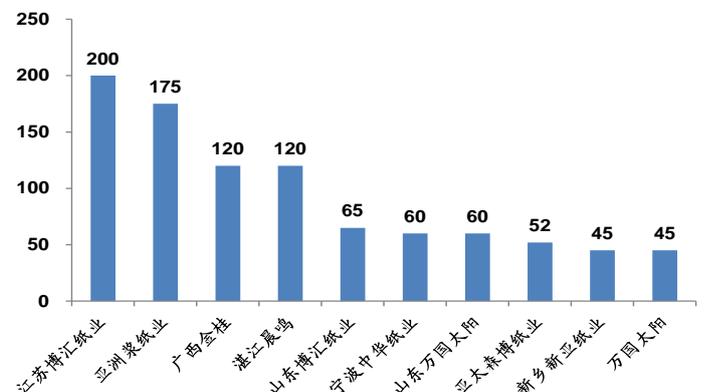
供给端:行业产能高度集中,龙头协同效应显著,新增产能释放集中于大厂。白卡纸因政策面支持和消费升级等利好因素影响,行业产能仍处于扩张阶段,截至 2020 年我国白卡纸行业产能达到 1122 万吨,且 2021-2023 年仍有较多新增产能释放,新增产能多以规模纸厂和龙头纸企扩产为主。2020 年 APP 成功收购博汇纸业,白卡纸行业竞争格局得到进一步改善,根据卓创资讯数据,2020 年白卡纸行业产能集中度 CR4 高达 83%。

图表 34 2010 年后白卡纸新增产能投产时间 (万吨)



资料来源:卓创资讯,华安证券研究所

图表 35 2020 年白卡纸年产量前十纸厂 (万吨)

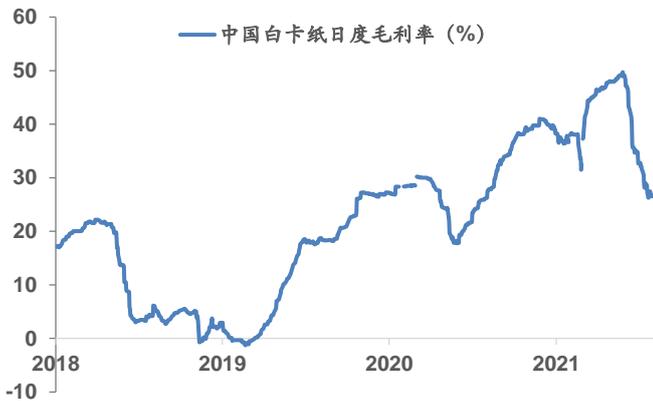


资料来源:卓创资讯,华安证券研究所

高集中度下话语权优势尽显，行业利润冲高。2020年H1受疫情影响行业供需双困，20H2起国内疫情得到有效控制，经济复苏需求回暖。得益于行业的高集中度，白卡纸四家头部纸企10月底同时发布涨价函，价格上调300元/吨。叠加传统造纸旺季的影响，白卡纸毛利率显著提升，2020年日度毛利率最高点出现在11月26日的41.03%，与全年毛利率最低点5月29日的17.69%相比提升23.34pct。

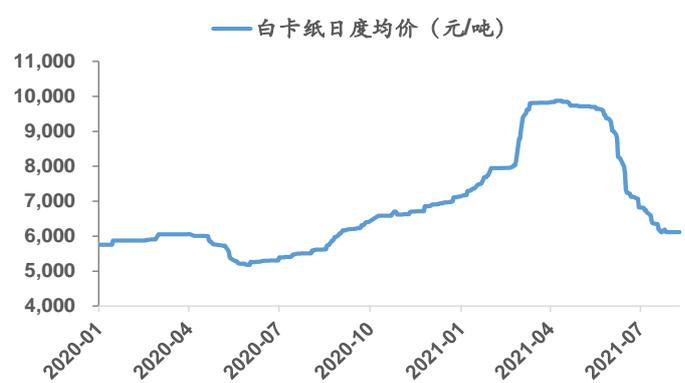
2021年Q1浆价持续走高的同时白卡纸涨价函频发，行业又迎来一轮涨价潮。截至1月底，白卡纸市场均价飙升至7810元/吨，相比2020年9月的5200元/吨累计上涨约50%。其中四家头部纸企发布的涨价函中更是包含两次调价通知。Q2白卡纸逐渐进入传统淡季，6月市场均价出现较大回落，降幅环比下降17.78%。进入Q3，白卡纸市场均价跌幅放缓，叠加旺季来临纸价或有小幅提涨可能。未来随着龙头新增产能落地，行业产能集中度有望达到新高，看好白卡纸后续“淡季不淡，旺季更旺”的抗周期表现。

图表 36 2018 年-至今白卡纸日度毛利率 (%)



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

图表 37 2020 年-至今白卡纸日度均价 (元/吨)

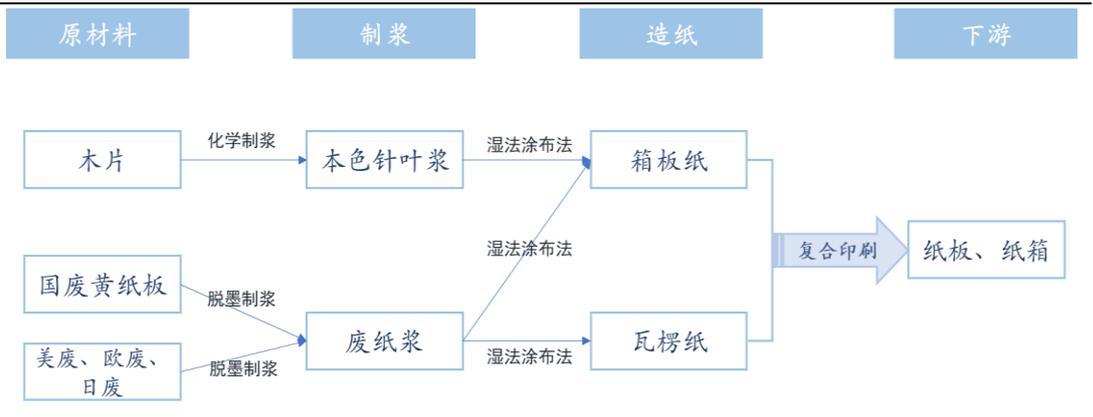


资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

2.3 废纸系：外废进口禁令下行业整合加速，龙头纸企逆势扩张产能

废纸系两大主要纸种为箱板纸、瓦楞纸，是生产纸板、纸箱的重要包装原材料。瓦楞纸是构成瓦楞纸板波纹状中芯所用的原料纸，主要用作瓦楞纸板的瓦楞芯层(中层)，对瓦楞纸板的防震性能起重要作用，也可单独用作易碎物品的包装用纸。箱板纸又称牛卡纸、牛皮卡纸、挂面箱板纸、再生箱板纸等，是纸箱用纸的主要纸种之一。箱板纸主要是与瓦楞纸芯粘合后制成瓦楞纸箱，用来作为食品饮料、电子电器、日用百货、针棉织物、文化用品、中西成药等的外包装等。

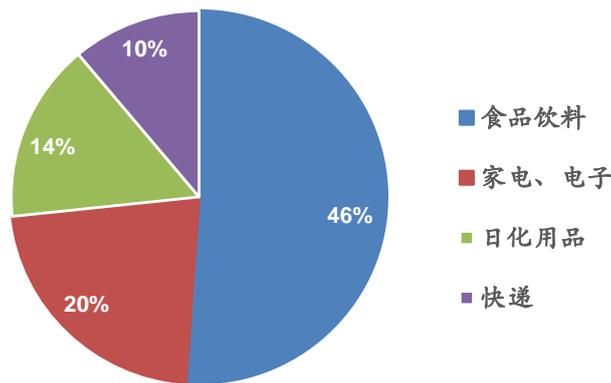
图表 38 箱板、瓦楞纸产业链结构图



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

需求端：下游应用广泛，需求稳健增长。箱板、瓦楞纸下游需求集中在消费领域，细分来看，食品饮料、家电电子、日化用品、快递需求占比分别为 46%、20%、14%和 10%。箱板、瓦楞纸近 5 年来需求增长稳健，根据卓创资讯数据，2020 年瓦楞纸及箱板纸总消费量为 5511 万吨，较 2016 年的 4816 万吨增长 14.43%，5 年 CAGR 为 3.43%。国内工业造纸包装的主要需求是通过内需和出口行为衍生而来。2020 年上半年受疫情影响，国内外物流不畅和下游消费者受居家隔离及经济受到冲击影响而导致消费意愿一定程度下降，需求有所滞后，行业运行总体承压。下半年随着国内疫情得到有效控制和复工复产，以及海外疫情下政府救济措施提振海外居民消费，内需逐步恢复、出口超预期表现共同推动行业景气度持续回升。2021 年疫情常态化后全球经济复苏势头强劲，消费景气度延续，加之限塑令等政策利好，预计 2021 年瓦楞纸及箱板纸总需求量将达到 5931 万吨，同比增长 7.63%。

图表 39 箱板、瓦楞纸下游需求分布



资料来源：前瞻研究院，华安证券研究所

图表 40 2016-2020 年箱板、瓦楞纸消费量 (万吨)

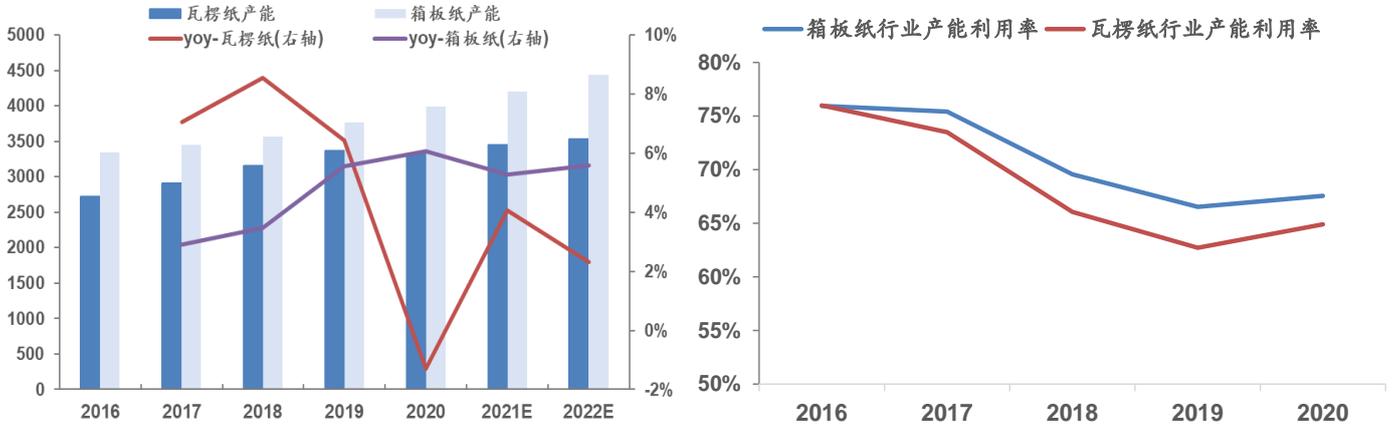


资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

供给端：1) 行业产能过剩，后期新增产能集中于大厂。国内箱板、瓦楞纸近 5 年来行业产能不断提升，其中箱板纸行业产能由 2016 年的 3347 万吨提升至 2020 年的 3990 万吨，5 年 CAGR 为 3.6%。产能不断扩容的同时，行业的产能利用率持续走低，以箱板纸为例，2016 年行业产能利用率为 75.9%，2020 年行业产能利用率下滑至 67.5%，下降幅度为 8.4pct。根据卓创资讯数据，未来 3 年 (2021-2023

年) 箱板纸行业仍有接近 475 万吨的新增产能释放, 新增产能主要集中于龙头或规模纸企, 其中山鹰纸业未来三年新增产能为 175 万吨, 玖龙纸业未来三年新增产能为 60 万吨。

图表 41 2016-2022E 箱板、瓦楞纸行业年度产能 (万吨) 图表 42 箱板、瓦楞行业产能利用率走低 (%)



资料来源: 卓创资讯, 华安证券研究所

资料来源: 卓创资讯, 华安证券研究所

2) 外废清零政策叠加碳中和背景, 废纸系行业份额加速向龙头集中。外废由于木浆添加量较多, 与国废相比质量更优, 其中美废可直接用于生产高档包装纸。从 2017 年起, 我国进口废纸配额趋紧, 外废需求下降明显, 国废需求大幅提升, 外废国废价差扩大。龙头纸企拥有主要进口外废配额从而使得自身成本优势更为显著, 中小纸厂在原材料成本抬升和环保政策趋严下盈利承压, 加速产能出清。2021 年起我国正式全面禁止外废进口, 龙头得益于提前布局海外废纸浆产能、建设国废回收渠道以及改进原料结构提升替代纤维比重等举措, 逆势扩张产能提高市场份额。目前我国箱板、瓦楞纸进入行业整合的黄金窗口期, 箱板纸格局持续向好, 瓦楞纸行业出清加速。根据卓创资讯数据, 2020 年我国箱板纸 CR4 为 47.5%, 瓦楞纸 CR4 为 22.9%。随着集中度进一步提升, 我们看好箱板、瓦楞纸行业盈利空间改善。

图表 43 2016-2020 年我国废纸进口量迅速下降

图表 44 2016 年-至今箱板、瓦楞纸均价与利润走势



资料来源: 卓创资讯, 华安证券研究所

资料来源: 卓创资讯, 华安证券研究所

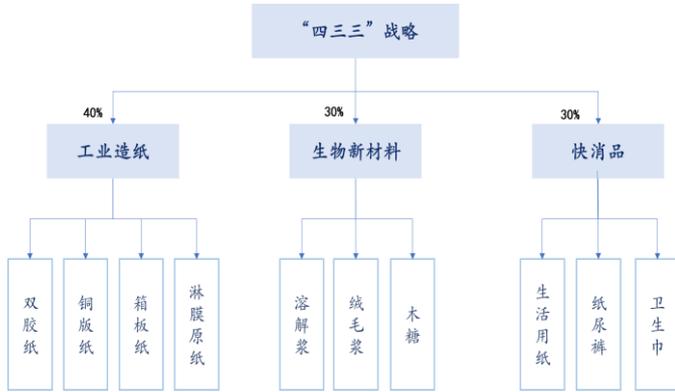
3 公司：多元化布局抵御周期波动，全要素降本增效成果显著

造纸作为典型的周期性行业，如何充分享受周期上行带来的景气度提升，同时规避周期下行期的景气低迷是公司战略的出发点。太阳纸业坚持创新驱动，积极拓品类平抑周期波动；同时前瞻性布局林浆纸一体化项目提升原料自给率降低生产成本。公司拥有一支成熟稳定的管理团队及员工队伍，经过多年的积累在投资管控与项目管理方面形成了自己独到的、可复制的经验，精细化的管理模式使得公司全要素降本增效成果显著，营运能力和盈利水平领先行业。

3.1 横向：多元化业务布局平抑周期波动

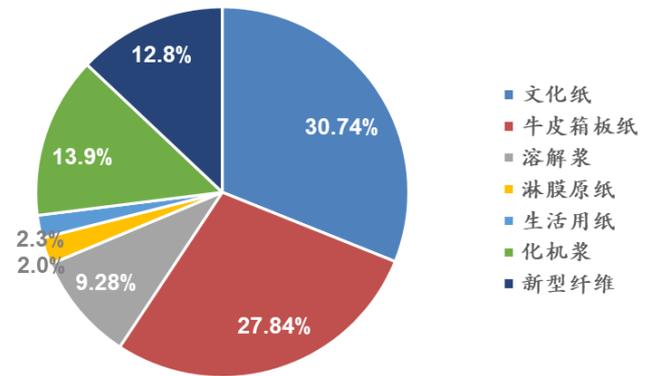
公司现已形成以文化纸为主，多纸种齐头并进的多元品类布局。公司以生产文化用纸起步，发展过程中业务范围逐渐扩大。2012 年公司顺应国家经济转型，领先于行业推动公司“调结构、转方式”，提出了“四三三”发展战略，在原有工业造纸业务的基础上将业务拓展至生物新材料与快消品领域。公司现有纸产品主要包括文化用纸（包括非涂布文化纸和铜版纸）、牛皮箱板纸、生活用纸及各类木浆制品。从产能来看，文化用纸仍为公司主要的生产产品，截至 2021 年 6 月底，公司文化纸产能占比约为 30.74%，其次是牛皮箱板纸和溶解浆，产能占比分别为 27.84%和 9.28%。

图表 45 公司 2012 年提出“四三三战略”



资料来源：公司公告，华安证券研究所

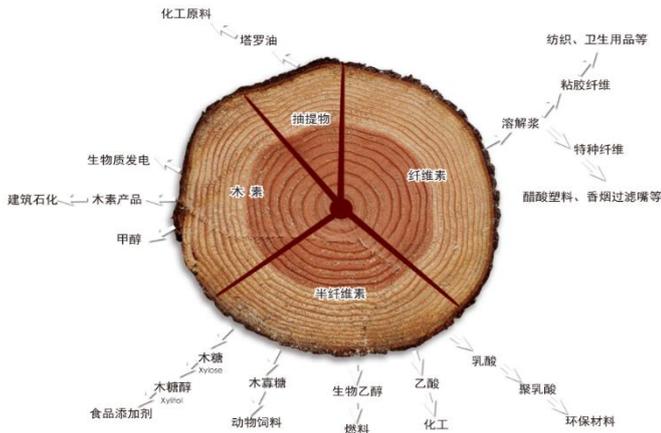
图表 46 2020 年公司主要产品产能占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

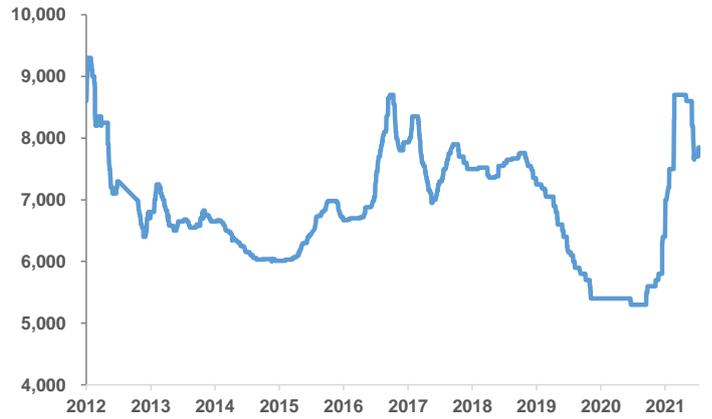
溶解浆提高原材料利用度，下游应用广泛为公司创造稳定收益。溶解浆由绒毛浆净化过滤制成，是生产粘胶纤维、醋酸纤维的主要材料，下游应用广泛。公司目前溶解浆产能达到 80 万吨/年，是国内最大、世界第三的溶解浆供应商。公司溶解浆收入占比不断提升，由 2012 年的 8.71% 提升至 2020 年的 15.76%，2020 年溶解浆收入达到 21.78 亿元。2021 年以来溶解浆市场价格飙升至历史高位，由 2020 年 7 月的 5300 元/吨提升至 2021 年 3 月的 8700 元/吨，价格上涨幅度高达 3400 元/吨。随着溶解浆下游需求的持续提升，我们看好溶解浆产品带来的利润弹性。

图表 47 溶解浆生产及下游应用说明



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 48 2012 年-至今我国溶解浆日度价格走势 (元/吨)



资料来源：Wind，华安证券研究所

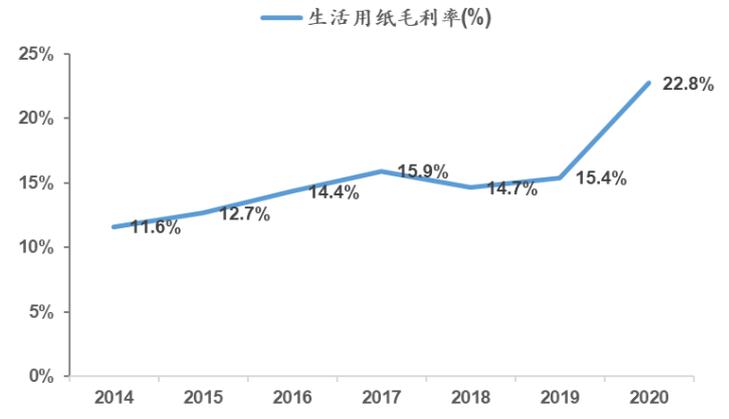
生活用纸等快消领域的拓展，为公司平抑周期波动提供助力。生活用纸、卫生巾等快销产品的需求刚性，抗周期的韧性强。公司于 2013 年正式投产生活用纸产线。截至 2020 年，公司生活用纸现有产能达到 17 万吨，除此之外，公司广西北海一期项目中生活用纸在建产能 12 万吨，预计 2021 年下半年达产后公司生活用纸总产能约有 29 万吨。公司生活用纸业务毛利率近年来稳步提升，由 2014 年的 11.6% 提升至 2020 年的 22.8%，6 年来毛利率实现翻倍。

图表 49 太阳纸业旗下幸福阳光品牌生活用纸



资料来源：公司官网，华安证券研究所

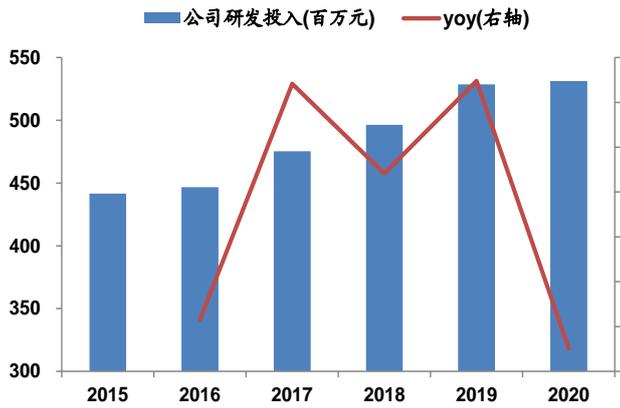
图表 50 2014-2020 年公司生活用纸毛利率持续提升



资料来源：Wind，华安证券研究所

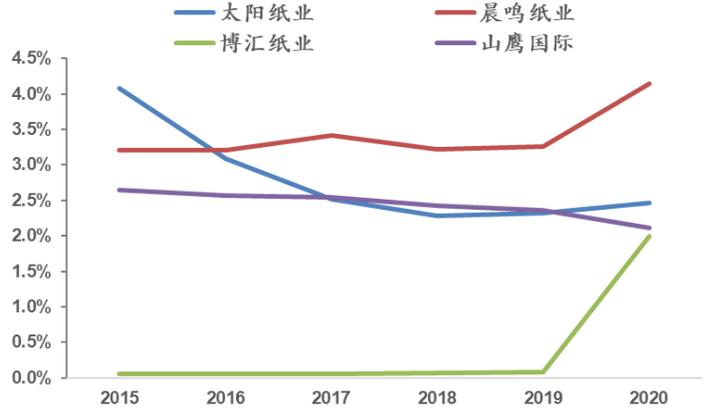
品类扩容的背后是公司完善的科技创新体系作为支撑。公司坚持研发引领、创新驱动的理念，现已构建了较为完善的科技创新体系，并拥有一支专业、高效、技术过硬的科技研发队伍，公司每年的研发投入占比处于同行前列。公司将研发工作的重心放在产品结构调整和原材料结构调整等方面，围绕成本领先战略展开。公司已经实施应用或正在研发的各项新技术、新工艺均已达到国际一流水平。在创新引领下，太阳纸业取得了 3 项具有自主知识产权的世界首创技术成果：在世界首创溶解浆连续蒸煮技术；首次从水解液中提取出木糖、木糖醇，填补了世界空白；制造了世界第一张不添加任何化学药品的“无添加”系列生活用纸。

图表 51 公司研发投入持续增长



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 52 公司研发投入占比处于行业前列

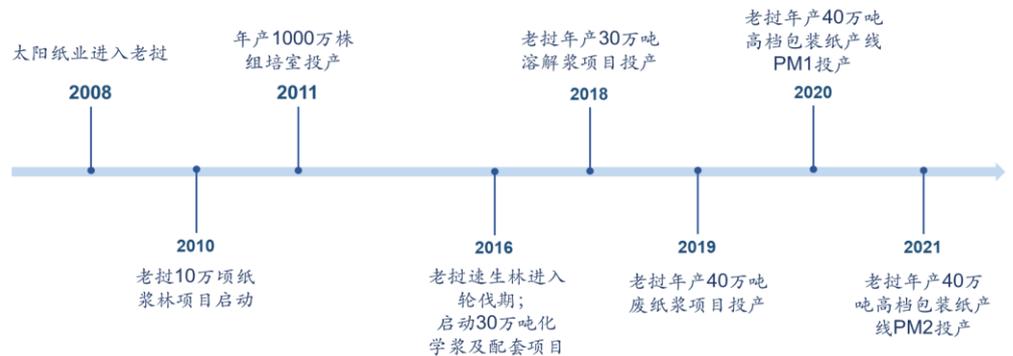


资料来源: Wind, 华安证券研究所

3.2 纵向: 前瞻布局林浆纸一体化战略助力公司可持续发展

前瞻性海外布局老挝林浆纸一体化, 十三载建设历程构筑坚实壁垒。公司战略眼光长远, 前瞻性布局海外产能, 2008 年便进入老挝建设“林浆纸一体化”项目。老挝林地资源丰富, 劳动要素价格低廉, 且可以享受部分税收减免等优惠政策。2010 年公司在老挝正式启动 10 万公顷纸浆林项目, 2011 年公司年产 1000 万株的组培室投产, 2016 年老挝基地前期速生林种植进入轮伐期, 公司启动年产 30 万吨化学浆项目及其配套项目, 2018 年溶解浆/化学浆项目顺利投产, 同年公司又启动了年产 120 万吨的废纸浆及箱板纸项目, 2020 年箱板纸项目陆续投产。

图表 53 太阳纸业老挝“林浆纸一体化”项目建设历程

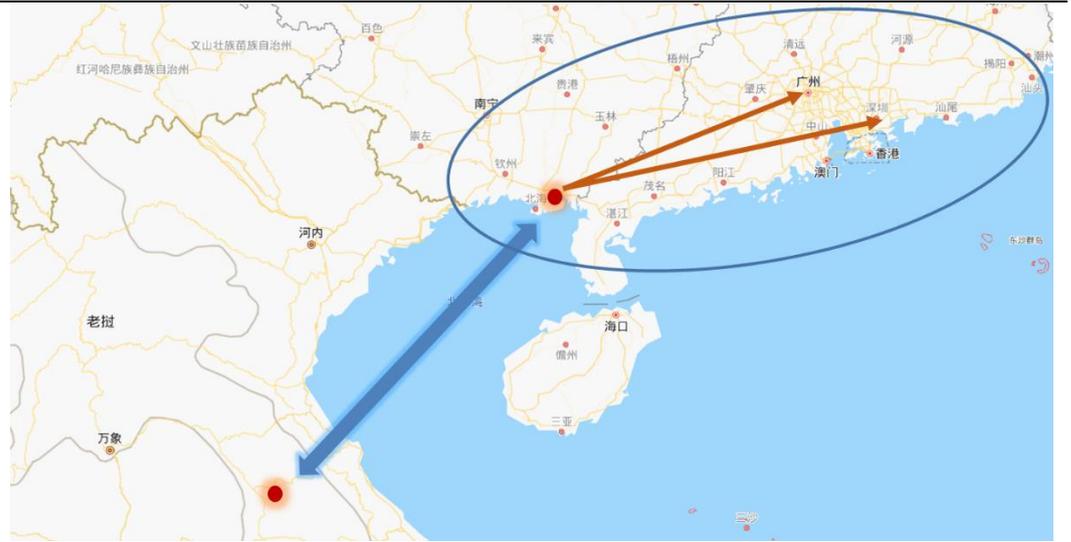


资料来源: 公司公告, 公司官网, 华安证券研究所

目前, 公司在老挝已经形成 30 万吨溶解浆、80 万吨高档包装纸和 40 万吨再生纤维浆(废纸浆)的年生产能力。从 2010 年速生林种植到 2018 年化学浆投产再到 2020 年箱板纸投产, 公司历经十年建设“林—浆—纸”产线积累了丰富的经验, 极大提升了公司原材料自给率, 生产成本进一步降低。同时, 由于海外产能布局存在回报周期长、前期投入大等风险与门槛, 使得其他纸企短期内难以复制太阳纸业的成功经验, 也为公司构筑了较高的竞争壁垒。

复制成功经验，广西北海林浆纸一体化项目完善产业链布局，开拓华南市场。2019年公司全资子公司广西太阳纸业有限公司成立，负责实施“广西北海350万吨林浆纸一体化”项目。从地理位置上来看，广西省林业资源丰富，是我国速生林种植面积最大的省份。公司的广西北海项目基地位于北海铁山港区，海运陆运发达，可以有效降低运输成本。且生产基地临近珠三角等重要消费市场，是“一带一路”的重要节点城市。未来广西北海产能落地后将显著提升公司在南方市场的竞争优势。

图表 54 广西北海项目基地地理位置优越



资料来源：百度地图，华安证券研究所

凭借复制公司在老挝十多年的“林浆纸一体化”建设经验，广西北海林浆纸一体化项目建设进度显著加快。其中广西北海一期项目包括55万吨文化纸、15万吨生活用纸和配套的年产60万吨化机浆、年产80万吨化学浆产能，一期浆、纸项目均将在2021年下半年至2022年上半年陆续投产。

三大生产基地统筹发展，补齐工厂布局战略位置短板。目前公司已构建起山东、广西和老挝三大生产基地。其中山东基地服务北方市场，广西基地服务南方市场，未来老挝基地将作为公司的原料基地。三大生产基地建设使公司产业实现“一带一路”经济带、中国沿海和内陆地区的全覆盖，补齐公司工厂布局战略位置短板，为公司中长期稳健运行打下坚实基础。

图表 55 产能落地后公司三大基地浆、纸产能分布 (万吨/年)

木浆	地区	化学浆	化机浆	废纸浆	溶解浆
	山东	10	120	70	50
	老挝	-	-	40	30
	广西	80	60	-	-
	合计	90	180	110	80
造纸	地区	文化纸	箱板纸	生活用纸	淋膜原纸
	山东	265	160	17	20
	老挝	-	80	12	-

	广西	55	-	-	-
	合计	320	240	29	20

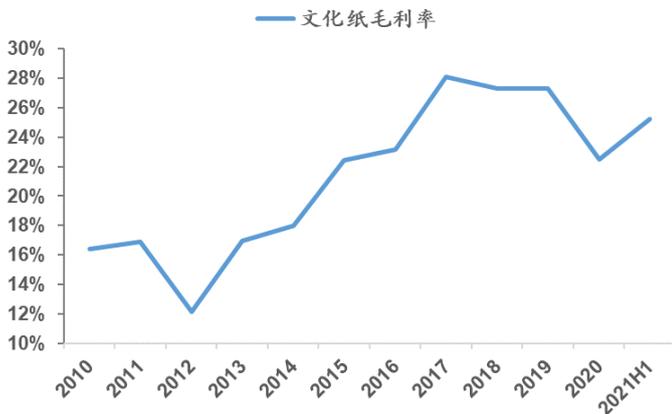
资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.3 管理优化革新，控本降费成果显著，盈利能力持续向上

林浆纸一体化提升原料自给率，自建热电厂实现能源自给自足。截至 2020 年，公司拥有制浆产能合计 320 万吨/年，其中化机浆 120 万吨/年、化学浆 10 万吨/年、溶解浆 80 万吨/年及新型纤维 110 万吨/年。其中化机浆和新型纤维浆基本自用或销售给关联企业，溶解浆全部对外销售。2020 年公司包装纸原材料实现自给率约 70%，其余纸种纸浆自给率约为 40%。根据卓创资讯，2020 年化机浆市场均价为 3897 元/吨，公司自制化机浆成本仅为 1263 元/吨，自制浆比外购成本节约近 2634 元/吨。原材料自给率的提升能显著降低生产成本，从而提升纸种盈利能力。

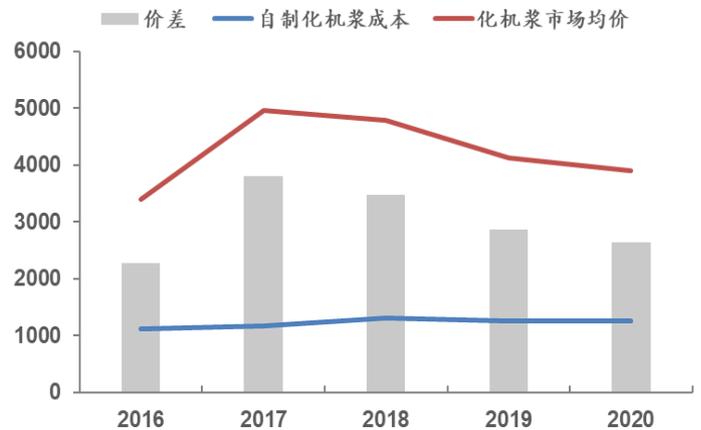
造纸生产所需能源主要为电和煤。目前，公司自备热电厂，生产的电和蒸汽基本可以实现自给自足，此外，公司与兖州当地主要煤炭供应商仍保持着长期稳定的商业合作关系，整体上能源供应充足、渠道畅通。

图表 56 公司文化纸毛利率走势向上



资料来源：Wind，华安证券研究所

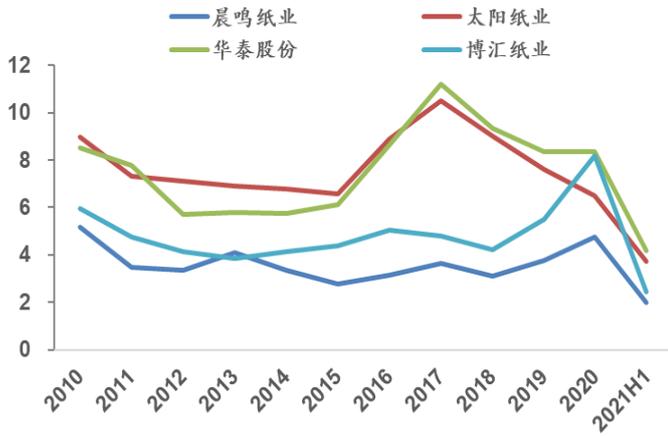
图表 57 公司自制化机浆成本显著低于外购成本



资料来源：公司公告，卓创资讯，华安证券研究所

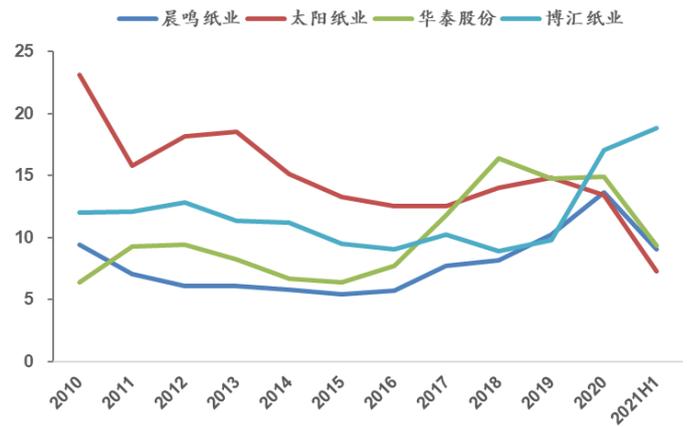
公司通过精细化管理提升营运效率，ROE 实现行业领先。公司于 2012 年开启管理变革征程，持续推进信息化高效管理。厂区网络系统、安防监控系统、企业 ERP 系统、生活用纸 EBR 系统等信息化工程逐步覆盖了公司运营的方方面面。在信息化、精细化的管理下，公司的存货周转率、应收账款周转率等营运效率均处于行业领先水平。在公司持续不断地“补短板、提效率、降成本”下，实现了全要素的降本增效，盈利能力持续向上，ROE 水平行业领先。

图表 58 2010-2020 年纸企存货周转率对比



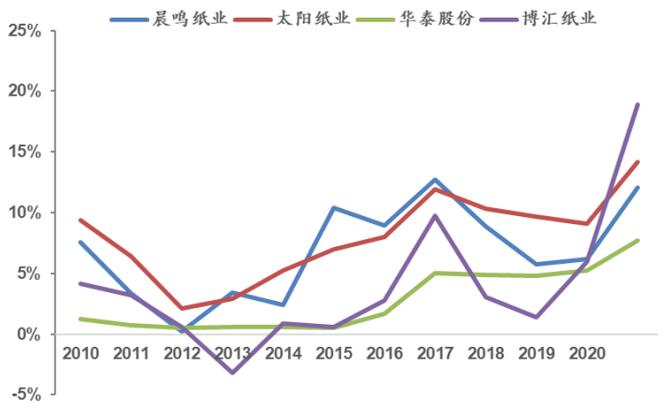
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 59 2010-2020 年纸企应收账款周转率对比



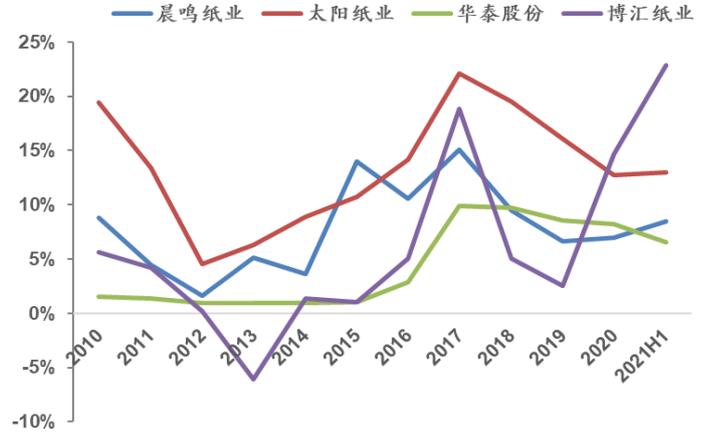
资料来源: 公司公告, 卓创资讯, 华安证券研究所

图表 60 公司销售净利率处于行业领先水平



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 61 公司 ROE 水平位于行业前列



资料来源: 公司公告, 卓创资讯, 华安证券研究所

4 盈利预测

盈利预测核心假设: 从公司收入结构来看, 文化纸、箱板纸、溶解浆和化机浆占比较高, 故我们主要针对公司上述四项主要业务进行盈利预测。

(1) **文化纸:** 从产能角度来看, 公司广西北海林浆纸一期计划中包含 55 万吨文化纸, 预计 21H2-22H1 投产。我们预计 21H2 文化纸产能落地约 80%, 22Q1 全部达产, 2023 年文化纸产能不变。从供需角度来看, 2021 年恰逢建党百年, 文化纸需求旺盛, 叠加后疫情时代经济恢复, 纸价上半年冲高至历史高点后逐渐回落。由于文化纸市场集中度较高, 龙头协同效应下淡季纸企或有可能同时发布提价函挺价, 预计 2021 年吨纸收入同比增长 22%, 2022/2023 年吨纸收入同比增长 1%/6%。在新增产能投产和市场需求旺盛的前提下, 我们预计 2021 年产量同比增长 20%。受文化纸涨价影响预计全年产销率下滑至 97%, 2022/2023 年产销率回归正常水平, 分别为 103%/102%。

(2) 箱板纸: 从产能角度来看, 公司后续暂无新增产能规划, 故 2021-2023 年箱板纸产能保持 200 万吨不变。从供需角度来看, 后疫情时代中国经济率先复苏, 下游消费需求和出口量迅速增长, 叠加外废出口禁令、限塑令等政策利好, 2021 年箱板纸价格持续上行, 我们预计 2021 年公司箱板纸吨纸收入同比增长 24%, 产量同比增长 35%, 销量同比增长 36%; 目前箱板纸市场集中度仍有较大提升空间, 2022-2023 年随着大量新增产能投放, 或有可能开启新一轮价格战加速行业出清, 我们预计 2022-2023 年吨纸收入同比增长-2%/7%, 产量同比增长 5%/5%。

(3) 溶解浆: 从产能角度来看, 公司后续暂无新增产能规划, 故 2021-2023 年溶解浆产能保持 80 万吨不变。从供需角度来看, 2021 年上半年溶解浆价格底部逆势反弹增长至历史高位, 从公司 2021 年一季报即可看出溶解浆贡献的利润弹性。我们预计 2021 年公司溶解浆吨收入同比增长 36%, 产能同比增长 52%。2022-2023 年我们预计溶解浆市场价格或小幅回调, 吨纸收入同比增长-3%/6%, 产量同比增长-2%/10%, 产销率分别为 103%/97%。

(4) 化机浆: 从产能角度来看, 公司广西北海林浆纸一期计划中包含 60 万吨化机浆, 预计 21H2-22H1 投产。我们预计 21H2 化机浆产能落地约 80%, 22Q1 全部达产, 2023 年化机浆产能不变。从供需角度来看, 公司化机浆每年约 50% 会出售给关联公司, 剩余部分为公司自用。2021 年 H1 木浆价格大涨, 全年来看我们预计化机浆吨收入同比增长 5%, 新增产能投产后预计全年产量同比增长 20%, 产销率为 45%; 预计 2022-2023 年化机浆吨收入同比增长 1.4%/1.5%, 产量同比增长 20%/7%, 产销率分别为 47%/48%。

图表 62 公司主要产品盈利预测

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
文化纸								
营收 (亿元)	82.09	103.50	112.02	108.48	107.18	148.08	177.87	189.55
yoy (%)	19.54%	26.08%	8.23%	-3.16%	-1.20%	38.16%	20.12%	6.57%
成本 (亿元)	63.54	72.41	80.98	78.83	82.04	109.44	132.38	139.08
yoy (%)	17.78%	13.96%	11.84%	-2.65%	4.07%	33.40%	20.96%	5.06%
毛利率 (%)	22.60%	30.04%	27.71%	27.33%	23.46%	26.09%	25.58%	26.63%
牛皮箱板纸								
营收 (亿元)	5.06	23.92	26.40	33.63	41.72	70.36	77.91	83.37
yoy (%)		372.73%	10.37%	27.39%	24.06%	68.64%	10.74%	7.00%
成本 (亿元)	3.96	19.16	23.43	27.29	34.89	58.41	66.23	70.93
yoy (%)		383.84%	22.29%	16.47%	27.85%	67.40%	13.40%	7.10%
毛利率 (%)	21.74%	19.90%	11.25%	18.85%	16.37%	16.99%	14.99%	14.91%
溶解浆								
营收 (亿元)	26.14	26.96	31.66	35.87	21.78	44.57	44.08	48.41
yoy (%)	191.74%	3.14%	17.43%	13.30%	-39.28%	104.65%	-1.10%	9.81%
成本 (亿元)	21.37	21.30	25.24	31.56	22.55	38.39	38.75	43.90
yoy (%)	165.80%	-0.33%	18.50%	25.04%	-28.55%	70.24%	0.94%	13.30%
毛利率 (%)	18.25%	20.99%	20.28%	12.02%	-3.54%	13.87%	12.10%	9.30%
化学机械浆								
营收 (亿元)	9.51	11.87	15.68	15.83	17.87	22.14	28.14	31.21
yoy (%)	17.41%	24.82%	32.10%	0.96%	12.89%	23.89%	27.09%	10.92%
成本 (亿元)	7.39	9.37	11.61	12.30	14.22	17.58	21.72	24.41
yoy (%)	30.11%	26.79%	23.91%	5.94%	15.61%	23.60%	23.60%	12.35%
毛利率 (%)	22.29%	21.06%	25.96%	22.30%	20.43%	20.61%	22.79%	21.79%

资料来源: Wind, 华安证券研究所

盈利预测结果：我们预计公司 2021/2022/2023 年营业收入分别为 315.51/359.21/385.71 亿元，同比增长 46.1%/13.9%/7.4%。公司 2021/2022/2023 年归母净利润分别为 39.05/43.59/48.12 亿元，同比增长 99.9%/11.6%/10.4%。公司发展战略清晰，横向积极拓品类平抑周期波动，纵向前瞻布局林浆纸一体化项目提升原料自给率降低生产成本。公司实行精细化管理，全要素降本增效成果显著，营运能力与成本优势领先行业。短期来看，伴随公司新增产能释放，规模效应和成本优势有望进一步提升；同时经济复苏带动行业需求回暖，公司经营景气度持续上行。长期来看，行业集中度提升是大势所趋，供需格局将持续改善，公司作为综合性造纸龙头有望长期受益。2021 年 9 月 7 日收盘价 13.42 元对应未来三年 PE 分别为 9.24X/8.27X/7.49X。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

原材料价格大幅波动、市场竞争加剧风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	10001	23640	38358	49123	营业收入	21589	31551	35921	38571
现金	2970	15805	29502	39701	营业成本	17392	24626	28214	30182
应收账款	1610	2178	2382	2568	营业税金及附加	106	158	180	193
其他应收款	76	104	118	127	销售费用	103	145	144	154
预付账款	346	566	649	694	管理费用	653	1041	1257	1350
存货	2897	3238	3788	4010	财务费用	533	273	167	48
其他流动资产	2104	1748	1919	2023	资产减值损失	-59	0	0	0
非流动资产	25866	19711	11627	7225	公允价值变动收益	-18	0	0	0
长期投资	204	222	237	252	投资净收益	17	0	0	0
固定资产	20954	13684	5193	436	营业利润	2322	4727	5291	5850
无形资产	1023	1129	1298	1362	营业外收入	66	48	39	30
其他非流动资产	3684	4677	4899	5176	营业外支出	9	3	3	2
资产总计	35866	43351	49985	56348	利润总额	2378	4772	5327	5878
流动负债	14402	16708	17703	18123	所得税	410	840	937	1035
短期借款	7764	7909	7909	7909	净利润	1968	3932	4389	4843
应付账款	2441	3373	3865	4134	少数股东损益	15	28	30	31
其他流动负债	4197	5425	5928	6079	归属母公司净利润	1953	3905	4359	4812
非流动负债	5226	6410	7660	8760	EBITDA	4331	15308	16342	17212
长期借款	3209	4368	5568	6768	EPS (元)	0.00	1.45	1.62	1.79
其他非流动负债	2017	2042	2092	1992					
负债合计	19628	23118	25363	26883					
少数股东权益	127	154	184	216					
股本	2625	2687	2687	2687					
资本公积	1851	1851	1851	1851					
留存收益	11636	15540	19899	24711					
归属母公司股东权益	16112	20079	24438	29250					
负债和股东权益	35866	43351	49985	56348					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	6616	15841	15528	16325	成长能力				
净利润	1953	3905	4359	4812	营业收入	-5.2%	46.1%	13.9%	7.4%
折旧摊销	1435	10290	10879	11318	营业利润	-7.2%	103.6%	11.9%	10.6%
财务费用	504	305	325	343	归属于母公司净利	-10.3%	99.9%	11.6%	10.4%
投资损失	-17	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	2659	1363	-26	-147	毛利率 (%)	19.4%	21.9%	21.5%	21.8%
其他经营现金流	-624	2521	4375	4958	净利率 (%)	9.0%	12.4%	12.1%	12.5%
投资活动现金流	-6261	-4087	-2755	-6884	ROE (%)	12.1%	19.4%	17.8%	16.5%
资本支出	-6291	-3957	-2735	-6865	ROIC (%)	8.1%	11.9%	11.1%	10.5%
长期投资	-18	-21	-15	-15	偿债能力				
其他投资现金流	47	-110	-5	-4	资产负债率 (%)	54.7%	53.3%	50.7%	47.7%
筹资活动现金流	-387	1081	925	757	净负债比率 (%)	120.9%	114.3%	103.0%	91.2%
短期借款	-1172	145	0	0	流动比率	0.69	1.41	2.17	2.71
长期借款	1556	1159	1200	1200	速动比率	0.47	1.19	1.92	2.45
普通股增加	33	62	0	0	营运能力				
资本公积增加	282	0	0	0	总资产周转率	0.60	0.73	0.72	0.68
其他筹资现金流	-1086	-285	-275	-443	应收账款周转率	13.41	14.48	15.08	15.02
现金净增加额	-31	12835	13698	10198	应付账款周转率	7.13	7.30	7.30	7.30

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：马远方，新加坡管理大学量化金融硕士，曾任职国盛证券研究所，2020年新财富轻工纺服第4名团队。2021年加入华安证券研究所，以龙头白马确立研究框架，擅长挖掘成长型企业。

分析师：虞晓文，约翰霍普金斯大学金融学硕士，浙江大学经济学学士。2018年以来从事轻工行业研究，重点覆盖家居、文具、电子烟和个护板块。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。