

证券研究报告：公司深度报告

2022.6.23

仙鹤股份

把握盈利拐点，长期成长突出



分析师 姜春波

执业证书编号：S0680521070003

邮箱：jiangchunbo@gszq.com

研究助理 姜文镗

执业证书编号：S0680122040027

邮箱：jiangwenqiang1@gszq.com

产品矩阵拓宽打开成长空间。同行竞争对手最多布局3-4个赛道，仙鹤全赛道布局，拥有9大产品方向，超60种大类产品。特种纸赛道单赛道规模较小，公司多品类布局、突破成长瓶颈，而这背后考验的是产品研发、柔性化生产和销售能力。

成本压力仍存，回落预期显现。仙鹤股份/五洲特纸/华旺科技原材料成本占比分别为51.5%/79.4%/80.3%，能源动力成本占比分别为15.0%/13.6%/10.3%。截止目前，煤价已高位回落，纸浆仍高位震荡，中期产能增量较多、供需失衡，预计2022H2浆价向下概率较大。根据我们测算，浆价格下降10%可提升净利润约25%。

量价双升，盈利能力环比上行。成本压力仍存，但特种纸赛道下游高度分散、直接对接消费，需求韧性强，龙头依托产品附加值提升、拓展产品品类和客户边界，产能规划显著大于同行，产业集中趋势明确。截止目前，龙头企业普遍完成2-3轮提价，提价效应预计Q2开始显现，吨盈利环比上行。下半年伴随需求复苏，期待销量上行，盈利弹性有望释放。

产能陆续释放，下游需求无虞。2022H2 30万吨食品卡纸产能预计投产，广西和北海项目逐步建设，预计2022-2025年公司产量分别为105、134、174、224万吨（夏王折算1/2），4年CAGR 25%以上。公司未来新增产能主要布局食品医疗、热转印、装饰原纸等消费景气赛道，下游2000多客户充分消化产能，量&利齐升逻辑通畅。

核心能力稀缺，龙头地位稳固。特种纸行业近800万吨市场空间，仙鹤市占率约15%，行业进入国产替代和出口替代阶段，龙头甜蜜享受行业成长。公司核心竞争力突出，具备产品研发及柔性化&精细化生产能力，目前形成九大系列、60余种产品的多元布局，高附加值产品如电解电容器纸、食品医疗纸、热转印纸、装饰原纸等占比已经提高至60%以上，且未来持续提升；此外，公司致力于产业链纵深延展，C端产品占比逐步提高。

布局消费，成长路径清晰，特种纸赛道龙头地位持续加强。预计公司2022-2024年收入分别为81.40、98.36、127.49亿元，同比增长35.3%、20.8%、29.6%，归母净利润分别为9.0、14.5、18.2亿元，对应PE为19.4X、12.0X、9.6X。考虑到公司生产技术&客户粘性优异，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格大幅波动、产能不达预期、行业竞争加剧

- 多维成长、市场地位领先

纸基功能材料龙头，产品矩阵丰富。仙鹤股份具备产品研发及柔性化&精细化生产能力，目前已形成六大系列60余种产品的多元布局（2020年前为九大纸种），产品结构逐步向消费转移，产品附加值持续提升。

- 日用消费系列：2021年实现营收24.99亿元，同比增长41.63%，高增主要系热敏应用类、热转印用纸、格拉辛纸等产品下游应用广泛、需求强劲。
- 食品与医疗包装系列：2016-2021年收入由1.73亿元增长至9.93亿元（CAGR为41.82%），占比从7.89%提升至16.51%，主要系疫情及禁塑令带来增量需求。目前公司计划2022投产30万吨食品把卡纸产能，预期成为公司未来主要深耕领域。
- 商务交流及出版社印刷材料系列：2021年实现营业收入8.35亿元，同比增长7.11%，占总收入比例达到13.88%。
- 烟草行业配套系列：2016-2021年收入由5.37亿元增长至7.86亿元（CAGR为7.91%），占比由24.46%下滑至13.06%。
- 电气及工业用纸系列：2016-2021年收入由1.87亿元增长至5.10亿元（CAGR为22.23%），占比从8.52%下滑至8.48%。
- 特种纸及其他系列：2016-2021年收入由0.20亿元增长1.28亿元（CAGR为45.33%）。

图表1：营收拆分

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
营业收入（亿元）	21.96	30.47	40.98	45.67	48.43	60.17
YOY	15.02%	38.76%	34.48%	11.45%	6.04%	24.24%
毛利率		19.19%	17.23%	18.70%	20.47%	19.98%
日用消费用纸					17.64	24.99
YOY					-5.09%	41.65%
占比					36.43%	41.53%
毛利率					15.93%	17.19%
商务交流及出版社印刷材料用纸					7.80	8.35
YOY					9.90%	7.11%
占比					16.10%	13.88%
毛利率					18.83%	14.51%
商务交流及防伪用纸	5.95	9.00	10.33	12.89		
YOY	42.62%	51.26%	14.82%	24.77%		
占比	27.08%	29.53%	25.21%	28.22%		
毛利率	10.84%	18.83%	22.56%	17.28%		
烟草行业用纸	5.37	6.03	7.24	7.04	7.26	7.86
YOY	-0.76%	12.30%	20.04%	-2.73%	3.12%	8.23%
占比	24.46%	19.79%	17.67%	15.42%	15.00%	13.06%
毛利率	29.31%	25.00%	18.09%	25.58%	32.38%	29.15%
标签高型用纸	2.01	2.36	6.57	5.81		
YOY	-13.00%	17.74%	178.40%	-11.68%		
占比	9.13%	7.75%	16.04%	12.71%		
毛利率	21.12%	18.96%	13.17%	24.06%		
热转印用纸	1.08	2.83	3.92	5.21		
YOY	83.15%	161.58%	38.69%	32.89%		
占比	4.92%	9.28%	9.57%	11.41%		
毛利率	10.72%	11.16%	14.73%	9.51%		
食品与医疗包装用纸	1.73	2.59	3.34	5.13	8.50	9.93
YOY	23.70%	49.33%	29.33%	53.46%	38.97%	16.78%
占比	7.89%	8.49%	8.16%	11.24%	17.56%	16.50%
毛利率	24.50%	21.37%	12.91%	19.78%	24.10%	23.59%
电气及工业用纸	1.87	2.25	3.07	3.12	3.85	5.10
YOY	31.69%	20.44%	36.29%	1.65%	23.28%	32.54%
占比	8.52%	7.39%	7.49%	6.83%	7.95%	8.48%
毛利率	20.95%	23.91%	17.71%	23.85%	25.59%	25.26%
低定量出版印刷用纸	2.31	2.12	2.78	2.76		
YOY	12.15%	-8.25%	31.31%	-0.69%		
占比	10.52%	6.95%	6.79%	6.05%		
毛利率	23.65%	20.87%	17.89%	24.33%		
家庭装饰用纸	0.89	1.58	1.63	1.88		
YOY	-14.45%	76.89%	3.31%	-0.69%		
占比	4.07%	5.18%	3.98%	4.11%		
毛利率	14.17%	9.09%	7.61%	4.44%		
特种纸及其他	0.20	0.17	0.17	0.16		
YOY	1.36%	-15.24%	3.36%	-9.10%		
占比	0.90%	0.55%	0.42%	0.34%		
毛利率	-22.73%	7.81%	27.52%	38.62%		
其他业务	0.55	1.55	1.91	1.67	1.79	2.65
YOY	11.41%	180.74%	23.33%	-12.52%	7.03%	48.26%
占比	2.51%	5.08%	4.66%	3.66%	3.69%	4.40%
毛利率	22.84%	9.98%	14.76%	12.68%	11.34%	15.49%

产品矩阵拓宽打开成长空间。同行竞争对手普遍布局3-4个赛道，仙鹤全赛道布局，拥有9大产品方向，超60种大类产品。特种纸赛道单赛道规模较小，多品类布局，做加法有望突破成长瓶颈，而这背后考验的是产品研发、柔性化生产和销售能力。

图表2：产品结构

产品品类	产品简介	示意图
烟草行业用纸	包括：烟用接装纸原纸、滤嘴棒成型纸、烟用内衬原纸等，其中：烟用接装纸原纸包括单面光型、自透型和高光泽型具有印刷清晰和卷接效果好等特点；滤嘴棒成型纸包括普通成型纸和高透成型纸，具有强度高、透气度稳定等特点；烟用内衬纸包括铝箔复合衬纸、铝转移衬纸和真空镀铝原纸，具有遮光性、保香性和气密性好等特点。	
家居装饰用纸	包括：装饰原纸、壁纸原纸、家具保护纸、强化纸等，主要用于人造板基材的贴面及建筑内墙的装饰。主要由中德合资公司夏王纸业生产，仙鹤产品在耐磨、耐刮和印刷性能方面具有极高的表现性能，现已成长为国内高端市场的第一品牌。	
商务交流及防伪用纸	商务交流及防伪用纸包括：热敏原纸、无碳复写纸、彩色双胶纸和水印防伪纸等，用于超市 POS机，银行等消费票据。	
薄型印刷用纸	低定量印刷用纸主要用于字典、词典、圣经等工具书的印刷，为商务印书馆及多家国际知名圣经出版社指定用纸，对产品印刷适应性要求高，近年呈低定量发展趋势。《字典纸》的国家标准由我公司主导起草，目前仙鹤提供了全球市场大约30%圣经纸。	
标签离型用纸	标签离型用纸包括：格拉辛纸、离型纸、真空镀铝原纸、湿强标签纸等。随着物流行业和互联网行业的快速发展，国内标签离型用纸行业也一直保持着高速增长。	
热转印用纸	转印原纸包括：转移印花原纸、热转印原纸、数码喷绘热升华转印原纸，分别对纺织品、铝合金建材等材料的转印。公司开发的快干型数码喷绘热转印原纸大大缩短了产品从印刷到转印过程所需的时间，随着年轻一代对服饰、家具、生活用品等个性化需求的提升，各种转印技术也不断被开发，促使市场转印原纸消费量的快速增长。	
食品包装用纸	食品包装用纸包括：普通包装原纸、防油原纸、液体包装原纸。食品包装用纸是我国造纸行业所关注的重点，在成本、安全、环保等方面纸包装优于塑料、金属、玻璃等其他材料的包装，是公司未来重点开发方向。	
医疗包装用纸	医疗包装用纸包括：透折纸、皱纹纸，具有防水、防油、耐高温和强度高特点，医疗包装用纸与食品包装用纸一样，是造纸行业所关注的重点，有更环保、更安全成本等优势。	
电解电容器纸	电解电容器纸被应用于电容器内阴极与阳极箔之间，决定着电解电容器的使用性能，不仅需要具有苛刻的物理要求和极高的化学纯度，还要具有优良的电气性能，为技术密集型产品，代表中国特种纸行业最高制造水平。	

图表3：可比公司产品结构对比

应用领域	主要纸种	仙鹤股份	凯恩股份	齐峰新材	民丰特纸	恒丰纸业	冠豪高新	五洲特纸	华旺科技
商业交流	无碳纸	✓					✓		
	热敏纸	✓					✓		
家居装饰	壁纸原纸	✓							
	装饰原纸	✓		✓					✓
烟草	烟草行业用纸	✓	✓		✓	✓			
标签离型纸	镀铝原纸	✓			✓	✓			
	格拉辛纸	✓			✓				✓
特种包装	食品包装用纸	✓	✓				✓		✓
	医疗包装用纸	✓	✓						
工业用纸	不锈钢衬纸	✓	✓						
	电解电容器纸	✓	✓						
印刷用纸	热转印纸	✓			✓		✓		✓
	低定量印刷用纸	✓					✓		

图表4：特种纸上市公司地图



资料来源：公司公告，各特种纸行业公司公告，国盛证券研究所

市场地位领先：九大主要纸种中，烟草用纸、家居装饰用纸、商务交流及防伪等纸种排名第一。

图表5：仙鹤股份市占率

系列	产品类别	市场规模	仙鹤产量	市占率	排名	重要竞争对手
烟草用纸	滤嘴棒成型纸	20+	10.1	45%	1	民丰、恒丰
	烟用接装纸原纸					
	烟用内衬原纸					
家居装饰用纸	装饰原纸	110	31	20%+	1	华旺、齐峰
	壁纸原纸	20	0			
商务交流及防伪用纸	无碳纸	<50	13.8	25%	1	冠豪
	热敏纸	50				
食品与医疗包装	食品包装用纸（薄纸）	50+	11.8	15%-20%	1	五洲、凯恩
	医疗用纸	20-25				
标签离型用纸	格拉辛纸	40	15.0	25%	2	五洲、UPM
	镀铝原纸	8	0-2			
电气及工业用纸	电解电容器纸	1.5-2	5.1	30%-40%	2	凯恩、太阳
	不锈钢衬纸	8-9				
热转印用纸	转印印花纸	20+	8-10	30%	1	冠豪、五洲、民丰
	热转移纸					
	数码喷绘纸					
低定量出版印刷用纸	圣经纸等	3-4	2.5-3	90%	1	

资料来源：各公司公告，国盛证券研究所估算

- 浆价下行预期增强，盈利弹性有望显现

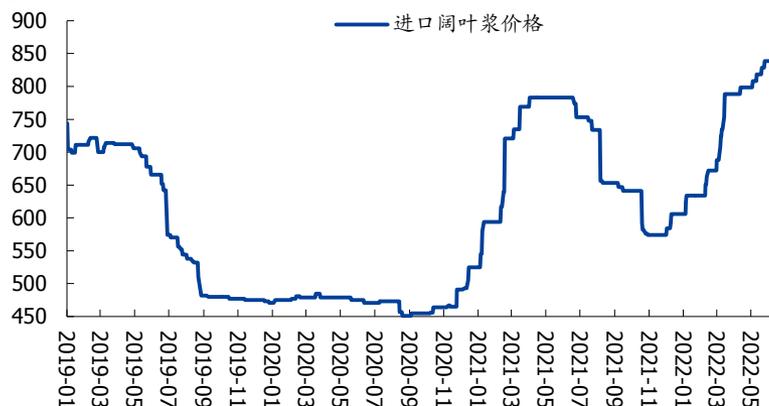
浆价走势判断：短期高位盘整，中期看跌

短期纸浆跟踪：高位震荡。6月13日-16日，进口针叶浆/阔叶浆周均价995/838美元/吨，较上周持平，均处于历史100%分位，国内青岛港、常熟港、高栏港及保定地区纸浆库存环比+0.3%。当前全球纸浆市场受俄乌冲突、局部地区物流扰动、停产减产等影响，供应形势依旧严峻。6月纸浆供应商报价走高（Suzano宣布亚洲市场+30美元/吨），供应形势依旧严峻，6月Arauco仅供长协客户基本协议量，芬宝、月亮、Ilim等针叶浆供应商均减少对中国供应量；4月世界20产浆国出货量环比-11.8%、同比-0.6%，对中国发货量环比-16.9%、同比-7.0%，全球出货依然维持低位。预计伴随UPM复工推进、Arauco三季度末156万吨阔叶浆投产，全球商品浆供应紧张局势有望边际缓解。

图表6：进口针叶浆价格走势



图表7：进口阔叶浆价格走势



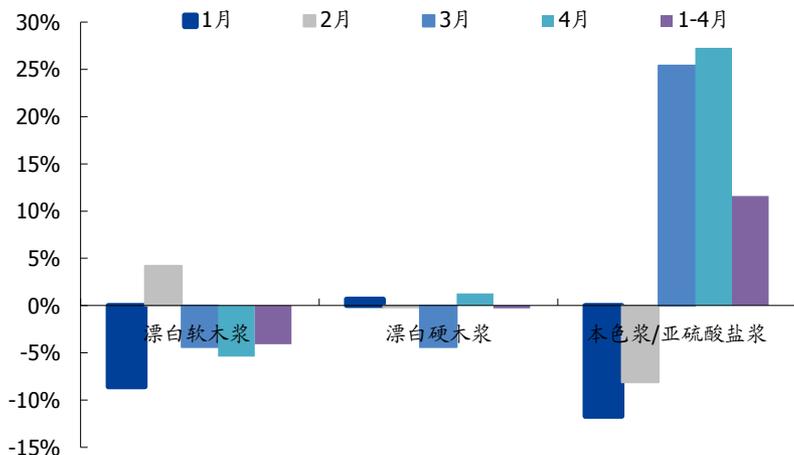
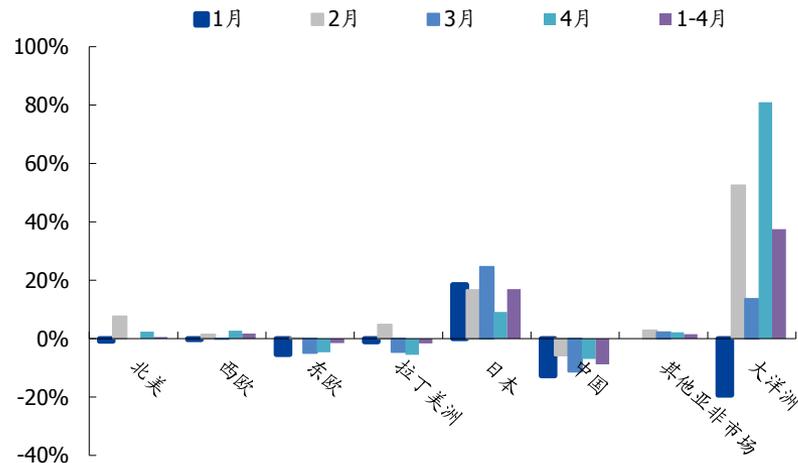
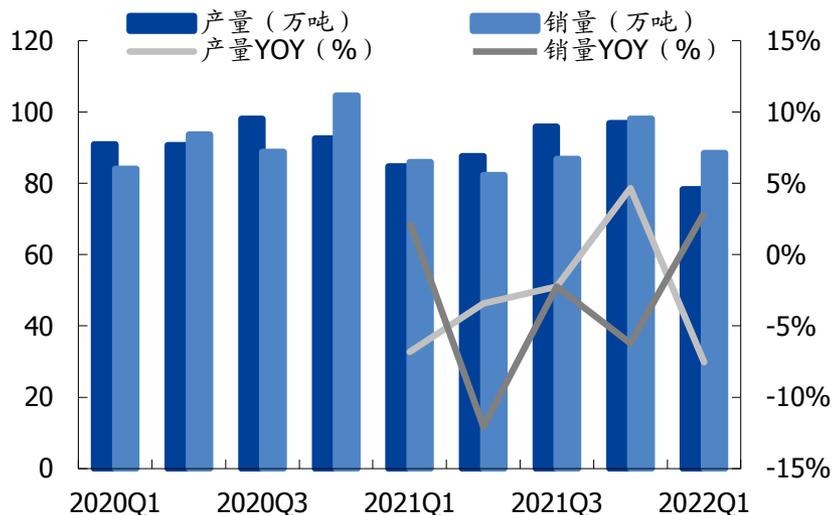
图表8：近期纸浆外盘报价梳理

纸浆供应商	品种	执行日期	调价幅度
巴西Suzano	阔叶浆	6月	亚洲市场+30美元/吨； 欧洲市场+50美元/吨（至1350美元/吨）； 北美市场+60美元/吨（至1580美元/吨）
俄罗斯Ilim	针叶浆/阔叶浆	6月	针叶浆海运面价+20美元/吨（至1000美元/吨）； 阔叶浆海运面价+30美元/吨（830美元/吨）
巴西Klabin	BHK	5月	+30美元/吨（至810美元/吨）
智利Arauco	木浆	5月	针叶浆银星+20美元/吨至1010美元/吨； 阔叶浆明星+30美元/吨至835美元/吨； 本色浆金星+30美元/吨至910美元/吨
美国RAM（瑞安）	绒毛浆	5月	+90-140美元/吨
美国国际纸业	绒毛浆	5月	中国市场+50美元/吨； 北美欧洲市场+80美元/吨

图表9：5月以来全球供应事件梳理

时间	事件	产销规模及影响
6月8日	俄罗斯Ilim宣布7月对中国无针叶浆供应	
6月8日	加拿大Mercer Celgar浆厂宣布，本月月亮对中国市场供应量减半，本月订单已顺利成交完毕	
6月7日	Arauco智利Validivia浆厂在5月26日发生火灾后，已停机13天	年产50万吨漂桉浆/溶解浆
6月2日	Arauco6月报价顺利成交，因工厂生产受阻，故本次仅供应长协客户基本协议量，数量少于正常协议量	
6月2日	芬宝旗下AKI浆厂因碱炉故障问题被迫停产，叠加浆厂库存较低，预计6月对中国供应量减半。	2020年芬宝出口至中国针叶浆150万吨，中国从芬宝公司进口针叶浆数量约占全年总量的16%-17%，此次停产可能影响6-7万吨。
5月30日	美国木兰（woodland）浆厂于5月份停机检修，停机时间约3-4周	该厂年产能40万吨阔叶浆
5月30日	加拿大和平河（Peace River）浆厂于5月底停机检修，持续时间大约3周	减产影响生产2.9万吨漂针浆/漂阔浆
5月25日	Arauco浆厂再次推迟漂白桉木硫酸盐浆生产线（BEK）投产时间至2022Q3末	该产线产能为156万吨/年
5月20日	2022Q1Arauco浆厂的1号纸浆线按计划关闭、乌拉圭MDP浆厂检修停产，产销规模受到影响。Q2智利的两家浆厂Nueva Aldea 和 Valdivia将分别检修15天。	22Q1纸浆产量78.3万吨（环比-19.1%，同比-7.6%），销量为88.4万吨（环比-9.9%，同比+2.9%）
5月7日	全球最大纸浆厂Suzano公开讲话称，由于俄乌战争持续，全球纸浆库存紧张，未来可能会断供。	
5月6日	由于卡车司机抗议活动导致道路堵塞，影响原材料运输，智利纸浆生产商CMPC和Arauco宣布将暂停位于智利南部的锯木厂的运营	

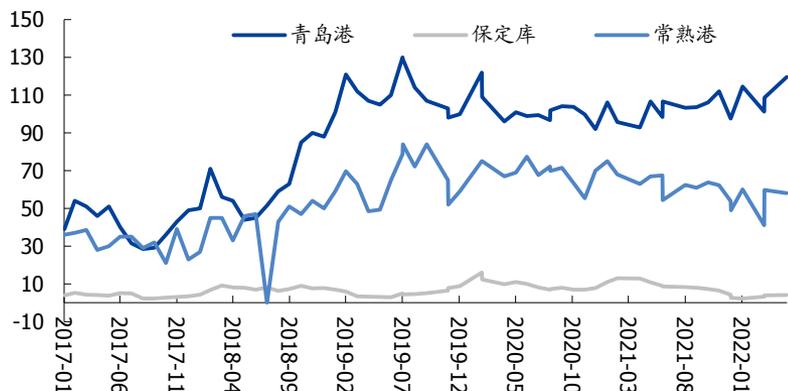
浆价走势判断：短期高位盘整，中期看跌

图表10：世界20主要产浆国商品化学浆出货量同比下降

图表11：世界20主要产浆国对我国出口量同比减少

图表12：2022Q1 Arauco产量同比下滑

图表13：Arauco浆线停产情况表 (天)

工厂	2022			
	1Q	2Q	3Q	4Q
Arauco.Line2			15	
Constitucion	16			
Licancel				14
Nueva Aldea		15		
Valdivia		15		
Esperanza			28	
Montes delPlata	14			

纸浆库存情况：国际方面，据 UTIPULP 显示，3 月欧洲化学浆库存 63.13 万吨（同比-18.8%），库存天数 19 天（同比-7 天），其中针叶浆/阔叶浆库存分别为 23.76/38.25万吨（-11.8%/-23.4%），库存仍处低位，供给侧因素扰动导致木浆供不应求，库存量处历史低位。**国内方面，**2022年5月我国青岛港、常熟港库存分别为119.60/58.00万吨，分别处于历史89.8%分位和58.7%分位；2022年4月我国针叶浆/阔叶浆进口量分别为71.94万吨/98.80万吨，分别处于历史70.9%/62.6%分位；国内需求未见显著好转，港口库存维持高位。

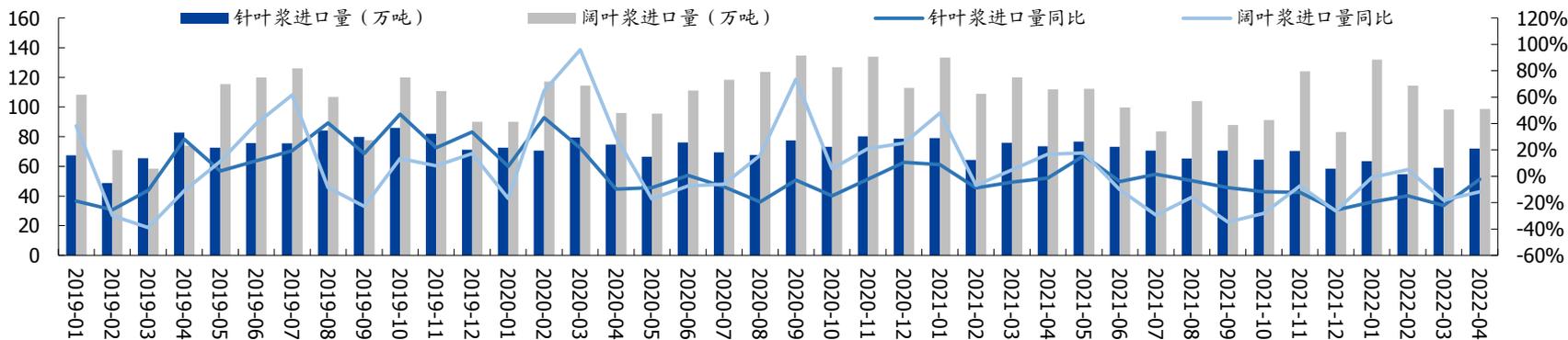
图表14：我国各港口纸浆库存（万吨）



图表15：欧洲针叶浆库存量及库存天数（万吨，天）

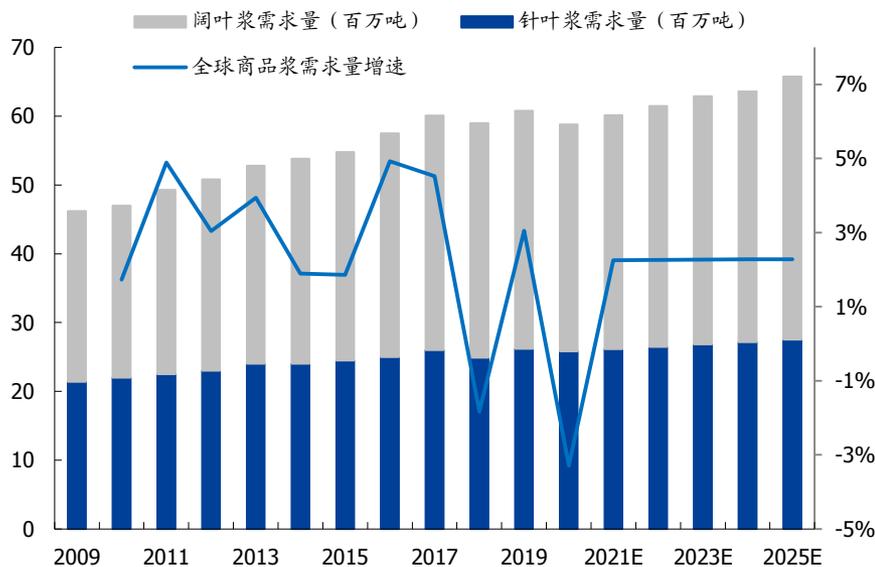


图表16：我国针叶浆/阔叶浆进口量（万吨）



中期供需失衡，价格向下概率较大。需求方面，2020年全球商品浆需求量为5880万吨，其中针叶浆/阔叶浆需求量分别为2580/3300万吨。根据芬林集团，随着生活用纸和下游包装需求不断增长，阔叶浆需求量年度增长率约3%，针叶浆需求量年度增长率约为1.3%，预计2025年全球商品浆需求量达到6580万吨（5年CAGR为2.3%），需求增长稳健。供给方面，2022年Arauco、Paracel合计306万吨阔叶浆产能投产，2023年全球纸浆产能增量较多，预计2022-2024年全球新增商品浆产能1626万吨，显著大于需求增长，预计22H2浆价向下概率较大。

图表17：全球商品浆需求



图表18：全球商品浆产能投产计划表

时间	国家	公司	产能 (万吨)	种类	预计投产时间	木浆年新增 (万吨)
2021年	巴西	Bracell	260-280万吨	漂白硫酸盐浆	2021年9月	260
			或150万吨	或溶解浆		
2022年	智利	Arauco	156	阔叶浆	2022年9月	306 (不含溶解浆)
	巴西	LD Celulose	50	溶解浆	22Q1	
	巴拉圭	Paracel	150	阔叶浆	22Q4	
2023年	乌拉圭	UPM	210	漂桉浆	23Q1末	680
	巴西	Suzano	220	阔叶浆	23Q1	
	巴西	Euca Energy	210	漂桉浆	23Q4	
	瑞典	Stora Enso	40	针叶浆	23Q4	
2024年	芬兰	Metsä Group	150	针叶浆&阔叶浆	2024	150
其他	巴西	Eldorado	230	漂桉浆	尚未披露	230

图表19：2022 年特种纸企业提价梳理

- 成本压力仍存，提价有望修复盈利。
- 2022Q1仙鹤、五洲、华旺毛利率分别为11.5%/16.4%/21.4%，同比-10.9/-12.6/-3.9pct，环比-0.01/+5.3/+6.6pct，若剔除运输费用影响，毛销差分别同比-10.9/-8.7/-2.4pct，环比+0.1/+5.5/+2.3pct，提价落地、盈利环比修复。
- 从企业动销情况来看，2022Q1 仙鹤、五洲、华旺分别实现收入16.78、13.31、7.56亿元（+10.0%、+74.8%、+19.4%），均保持较快增长，需求韧性较强。。
- 尽管目前能源&纸浆价格仍处高位，但伴随疫情拐点显现，各龙头公司逐步提价落地且销量预计上行，盈利有望进入环比上行通道。

企业	纸种	公告日期	执行日期	调价幅度
仙鹤股份	格拉辛纸	2022.05.27	2022.06.15	+500元/吨
五洲特纸	格拉辛纸	2022.05.27	2022.06.15	+500元/吨
江河纸业	格拉辛纸		2022.06.15	+500元/吨
仙鹤股份	不锈钢、CTP版衬纸、彩色双胶纸	2022.03.28	2022.04.10	+500元/吨
晨鸣纸业	热敏纸、热敏原纸、无碳原纸	2022.03.28	2022.04.01	+500元/吨
江河纸业	热敏纸、硅油纸、格拉辛类全部产品	2022.03.25	2022.04.01	+500元/吨
仙鹤股份	格拉辛纸	2022.03.07	2022.04.01	+500元/吨
五洲特纸	格拉辛纸	2022.03.07	2022.04.01	+500元/吨
冠豪高新	热升华转印纸	2022.03.07	2022.03.20	+1000元/吨
仙鹤股份	喷绘热转印原纸	2022.03.07	2022.03.20	+1000元/吨
恒联特纸	所有产品	2022.03.19	2022.03.20	+300元/吨
江河纸业	所有产品	2022.03.07	2022.03.20	+1000元/吨
华旺科技	装饰原纸	2022.03.09	2022.03.10	+1500元/吨
齐峰新材	装饰纸、无纺壁纸、耐磨纸	2022.03.07	2022.03.10	+1500元/吨
鲁南新材	装饰原纸		2022.03.07	+1500元/吨
江河纸业	格拉辛原纸、格拉辛机外超压纸	2022.02.14	2022.03.01	+500元/吨
仙鹤股份	格拉辛纸	2022.02.14	2022.03.01	+500元/吨
仙鹤股份	喷绘热转印原纸	2022.02.26	2022.03.01	+1000元/吨
五洲特纸	格拉辛纸	2022.02.14	2022.03.01	+500元/吨
冠豪高新	热升华转印纸	2022.02.25	2022.03.01	+1000元/吨
浙江华川	格拉辛纸	2022.02.14	2022.03.01	+500元/吨
星城纸业	所有产品	2022.02.14	2022.02.18	+300元/吨
仙鹤股份	格拉辛纸	2022.02.14	2022.02.16	+500元/吨
浙江华川	格拉辛纸	2022.02.14	2022.02.16	+500元/吨
五洲特纸	格拉辛纸	2022.02.14	2022.02.16	+500元/吨
江河纸业	格拉辛原纸、格拉辛机外超压纸	2022.02.14	2022.02.16	+500元/吨
星城纸业	所有产品	2022.02.14	2022.02.14	+200元/吨

资料来源：各公司公告，国盛证券研究所

毛利率：板块毛利处于绝对底部，龙头纸企盈利承压：2022Q1特种纸板块整体毛利率水平为14.9%（处于历史0.24%分位），其中仙鹤股份/五洲特纸/华旺科技毛利率分别为11.5%/16.4%/21.4%（处于历史3.2%/5.4%/59.1%分位），2022Q1吨毛利分别为1075.75/961.33/2942.36元/吨，相较去年全年-38.0%/-25.7%/-4.5%，盈利承压主要系原料&能源成本压力延续。

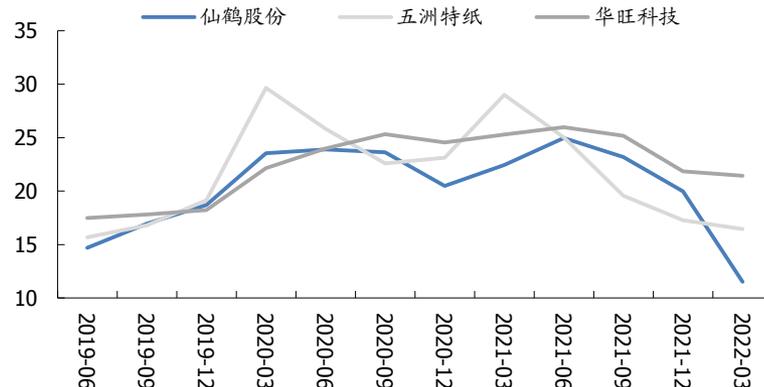
图表20：各公司毛利润变化情况

仙鹤股份	元/吨	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022Q1
整体吨毛利		1632.71	1541.86	1540.77	1374.00	1659.24	1671.05	1733.62	1075.75
日用消费系列							1240.69	1443.22	
热转印用纸		1586.00	1589.55	1489.56	1131.71	1862.45			
标签离型用纸		1026.88	791.47	874.75	1285.95	848.65			
食品与医疗包装材料系列		2247.53	2086.18	1832.77	1170.15	1819.99	2145.20	2176.77	
商务交流及出版印刷材料系列		507.77	670.63	1430.00	2225.23	1419.55	1106.81	961.36	
低定量出版印刷用纸		2101.82	1910.09	1795.73	1645.20	2289.06			
烟草行业配套系列		2219.01	2290.43	1937.70	1466.08	2145.20	2691.20	2468.58	
电气及工业用纸系列		2358.23	1868.09	2241.14	1813.57	2501.28	2633.05	2735.98	
家居装饰材料系列		1014.49	1128.48	724.48	254.14	387.72			
特种浆及其他系列							209.35	615.83	
整体吨毛利		1632.71	1541.86	1540.77	1374.00	1659.24	1671.05	1733.62	1075.75
五洲特纸	元/吨	2017A	2018A	2019A	2020H1	2020H2	2020A	2021A	2022Q1
整体吨毛利		1576.55	1835.57	2362.69	2168.52	2109.28	2144.34	1279.51	951.33
食品包装纸		1105.23	1090.91	1232.31	1737.56	1334.85	1506.96	1625.12	
格拉辛纸		1673.77	1179.41	868.40	1397.98	916.14	1128.39	1225.49	
转移印花纸					810.31	865.98	853.12	184.17	
描图纸		1950.63	3236.38	4987.36	4728.23	5320.13	5088.88	3458.51	
特种文化纸								-95.73	
整体吨毛利		1576.55	1835.57	2362.69	2168.52	2109.28	2144.34	1279.51	951.33
华旺科技	元/吨	2017A	2018A	2019A	2020H1	2020H2	2020A	2021A	2022Q1
整体吨毛利		1932.91	1853.33	2785.97	2833.86	3130.06	3029.13	3079.38	2942.36
可印刷装饰原纸		1872.74	1821.48	2055.58	2604.93	2699.18	2658.86	2660.56	
素色装饰原纸		1993.08	1885.19	3516.36	3062.78	3560.95	3399.41	3498.20	

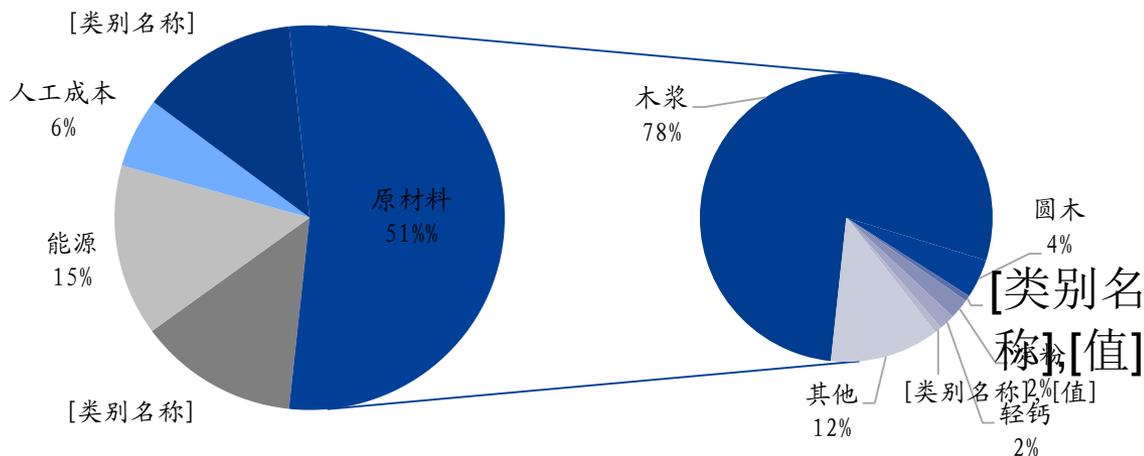
图表21：特种纸板块毛利率



图表22：仙鹤股份、五洲特纸、华旺科技毛利率走势 (%)



图表23：公司成本构成（2017年）



木浆系公司制造成本核心影响因素，占主营业务成本比重超过40%。从公司成本结构看，原材料/辅料/能源/人工成本的占比分别为51%/14%/15%/6%。木浆作为主要原材料，占原材料成本比重超过78%，其他原材料主要包括圆木/淀粉/钛白粉/轻钙/乳胶等，占原材料比重分别为4%/2%/2%/0.8%/0.6%。

基于敏感性分析，木浆单价下降5%/10%/15%/20%/25%：公司净利润可增厚12.3%/24.7%/37%/49.3%/61.7%；公司净利率可上升2.09/4.18/6.27/8.35/10.44pct。

图表24：浆价敏感性分析

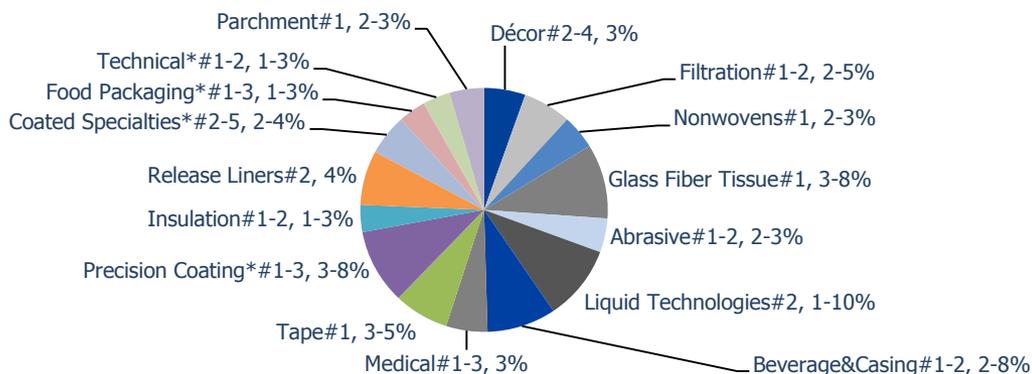
木浆单价变化	-5%	-10%	-15%	-20%	-25%
原材料成本同比	-4.26%	-8.52%	-12.78%	-17.04%	-21.30%
营业成本同比	-2.61%	-5.22%	-7.83%	-10.44%	-13.05%
毛利率变化	+2.08pct	+4.17pct	+6.26pct	+8.35pct	+10.44pct
净利润增厚	+12.33%	+24.67%	+37.00%	+49.34%	+61.67%
净利率变化	+2.09pct	+4.18pct	+6.27pct	+8.35pct	+10.44pct

- 内生实力优异，多维成长清晰

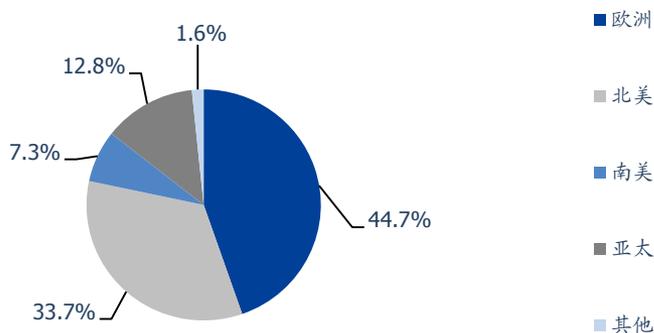
Ahlstrom-Munksjö: 品类扩张铸就龙头

多品类扩张，龙头必经之路。特种纸单品种行业空间有限，聚焦单一特种纸难以成长为大型企业，因此品类扩张成为必经之路。2021年全球最大的特种纸公司Ahlstrom-Munksjö（奥斯龙-明士克）收入规模为28.1亿欧元（合198.1亿人民币），销量103万吨，拥有5大类16个品种，核心品类工业滤纸/装饰纸/离型纸/食品包装纸/隔离纸贡献较大。

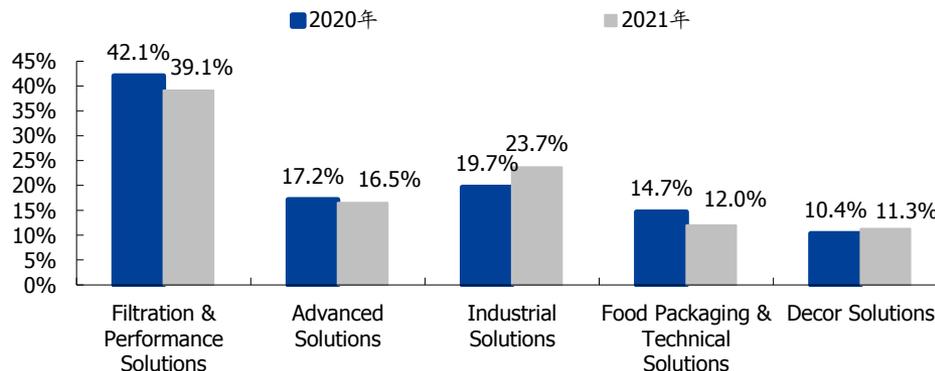
图表25：2021年奥斯龙各品类市占率排名及细分市场同比增长



图表26：2021年Ahlstrom-Munksjö收入分地区拆分情况



图表27：2020-2021年Ahlstrom-Munksjö各大类产品EBITDA Margin



研发优势形成九大系列产品：烟用接装原纸起家，2004年与德国夏特合资，引进国外先进设备和技术，主营家居装饰用纸，利用国产替代机会快速积累专业技术，迅速拓宽圣经纸、工业用纸等其它类产品。2011年开始公司逐步发展食品医疗包装材料、热转印材料和标签离型材料等业务，形成九大系列产品矩阵，成为业内产品矩阵最丰富和市占率最高的特种纸公司；此外，近年来，持续推出烘培纸、无碳纸→热敏纸升级、纸吸管、纸胶带等迎合市场需求的新产品。

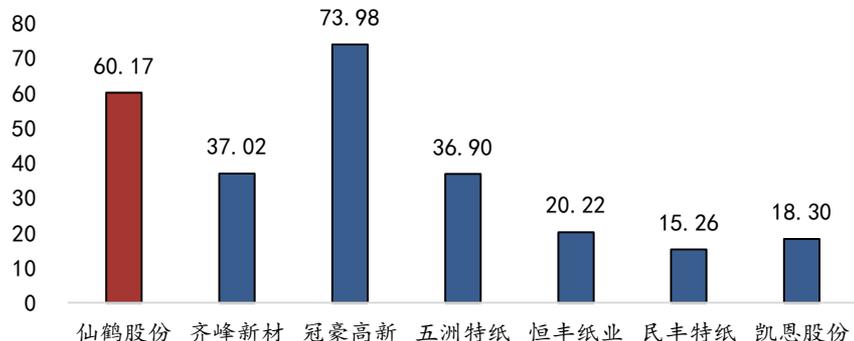
体量领先，增长势能强劲。2021年公司营业收入60.2元，2016-2021年CAGR为22.3%，在可比公司中位列第二。冠豪/齐峰营收分别为74.0/37.0亿元，2016-2021年CAGR分别为33.6%/6.5%，冠豪高增主要系在2021年完成换股吸收合并佛山华新包装实现财务并表。

图表28：国企民企品类对比

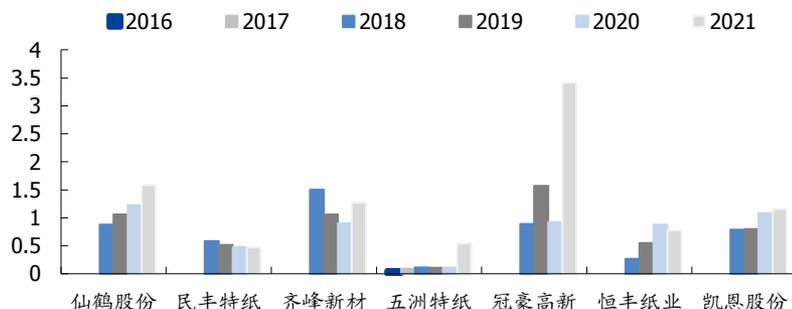
国企：冠豪高新、民丰特纸、恒丰纸业

民企多品类：仙鹤股份（9）；五洲特纸（4）
民企单品类：齐峰新材、华旺科技

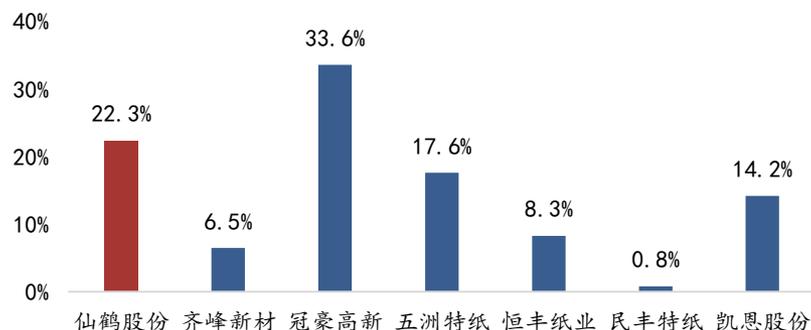
图表30：2021年特种纸公司营收体量（亿元）



图表29：研发费用投入比较（亿元）



图表31：2016-2021年特种纸公司营收复合增速



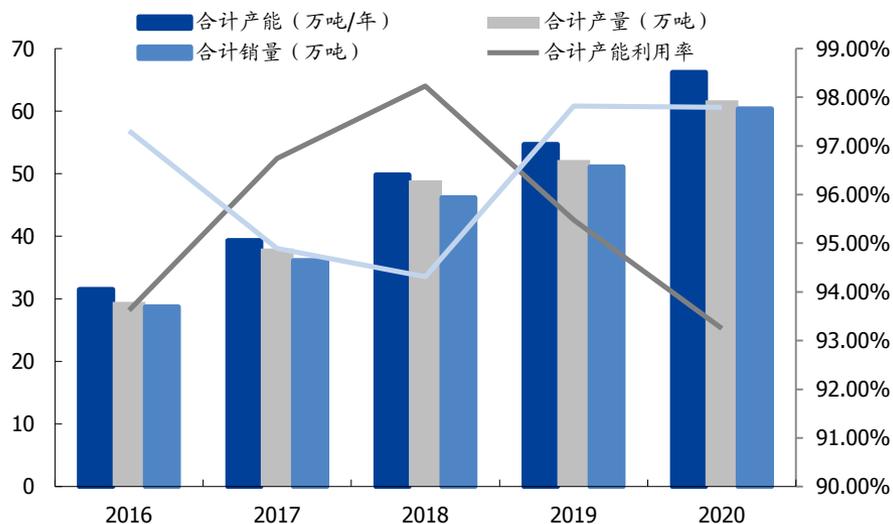
资料来源：Wind，国盛证券研究所

仙鹤股份：强制造+强销售，多维度领先同行

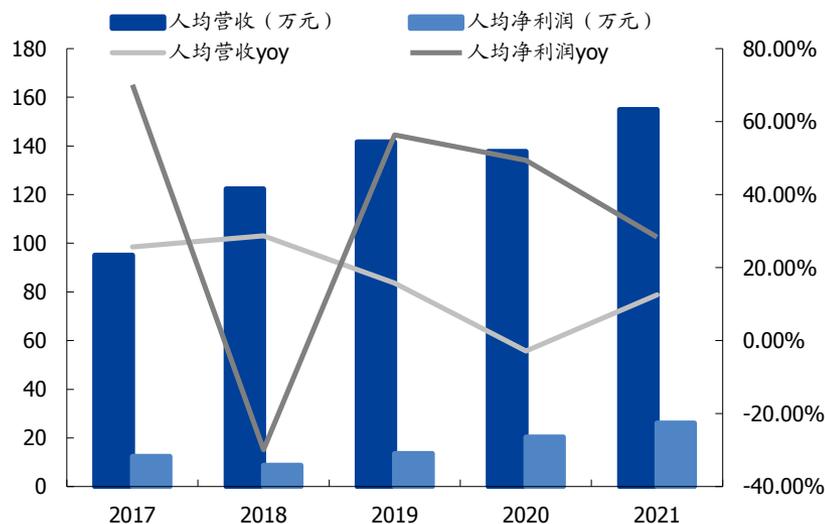
产线灵活转产、优质客户绑定保障高产销率：仙鹤作为业内龙头通过自研产线，掌握灵活转产能力（单产线可快速切换3-4种产品、2-3h完成切换），迅速响应下游需求变化。此外，仙鹤销售部门按照不同产品系列设有七个分部，根据不同客户分配指定销售人员直营，满足客户个性化需求，下游客户数量超2000个。16-20年公司产能利用率、产销率均维持93%以上。

数字化赋能&技改带动人效提升：目前，公司共有32项发明专利，78项实用新型专利。2021年公司继续推进“数字化仙鹤”工业4.0管理创新战略，提升公司智能制造水平，公司已全面实现了ERP大数据应用的信息化管理和集团OA网络协同办公系统；公司可转债募投项目“22万吨高档纸基新材料项目”顺利实施，该项目4条生产线的哲丰PM5、PM6、PM7、PM8分别在2020年8月至2021年5月期间陆续投产，公司常山工业园区哲丰PM9项目已于2021年11月投产，公司河南基地PM7和PM8项目已分别于2021年1月和3月顺利投产。2017-21年公司人均创收由95.1万增长到154.96万（CAGR为12.98%），人均创利由12.45万增长到26.18万（CAGR为20.42%）。

图表32：产能利用率&产销率（含夏干）



图表33：人均创收&人均创利



- **ROE:** 特种纸ROE波动更小，整体相对较高，商业模式更佳；但15年之后太阳纸业表现略好于仙鹤股份。
- **ROA:** 抛开权益乘数，太阳纸业总资产净利率略低于仙鹤股份。
- **净利率:** 特种纸>大宗纸，特种纸波动更小；产品差异化和技术壁垒更高。

图表34：同行ROE/ROA/净利率对比

净资产收益率ROE	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
仙鹤股份	19.4	17.7	10.3	12.7	18.6	10.5	12.5	15.6	17.3
华旺科技	18.6	34.5	27.7	26	24.5	14.8	17.2	15.8	18.8
五洲特纸				34.3	45	26	21.9	25.1	20.5
太阳纸业	6.3	8.9	10.7	14.1	22.1	19.5	16	12.7	17
博汇纸业	-6.1	1.3	1	5	18.8	5.1	2.6	14.7	25.5
晨鸣纸业	5.1	3.6	14	10.6	15.1	9.5	6.6	6.9	9.5

总资产净利率ROA	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
仙鹤股份	5.9	5.9	4.2	6	9.4	5.6	6.8	9.4	10.7
华旺科技	4.6	9.5	10.3	11	11.7	7.8	9.3	9.6	12
五洲特纸				7.2	11.7	9.6	8.9	11.4	9.8
太阳纸业	2	3.4	4.2	5.8	9.7	8.1	7.1	5.8	7.5
博汇纸业	-1.4	0.4	0.3	1.8	6.9	1.6	0.7	4.3	8.7
晨鸣纸业	1.4	0.9	3.1	2.5	4	2.4	1.7	2	2.4

净利率	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
仙鹤股份	9.1	9.2	6.9	9.5	13.1	7.1	9.6	14.8	16.9
华旺科技	4	7.7	10.3	7.5	8.6	6.5	10.3	16.1	15.2
五洲特纸				6.3	9.2	7.7	8.4	12.9	10.6
太阳纸业	2.9	5.2	7	8	11.9	10.3	9.7	9.1	9.3
博汇纸业	-3.2	0.9	0.6	2.7	9.8	3.1	1.4	6	10.5
晨鸣纸业	3.4	2.4	10.4	9	12.8	8.9	5.8	6.2	6.3

- ▶ **期间费用率：**特种纸公司近年来产能高速扩张，规模效应释放进入更显著阶段。
- ▶ **总资产周转率：**1) 近几年特种纸总资产周转率呈下降趋势，主要由于扩产较多；2) 龙头仙鹤周转率低于华旺、五洲，主要由于纸机产线较多，涉及细分赛道更多，牺牲部分效率换取更大市场。

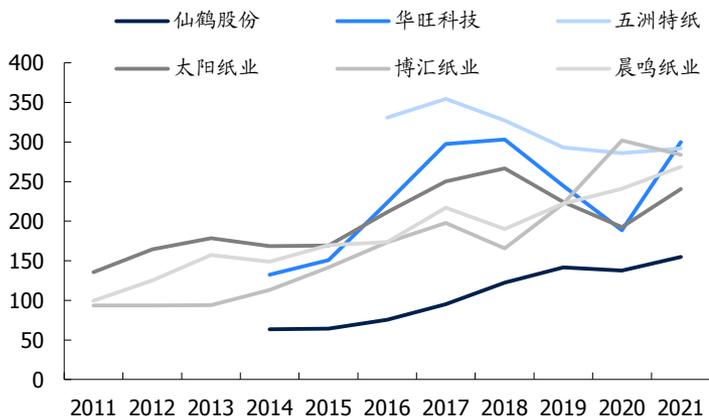
图表35：同行期间费用率/总资产周转率对比

销售期间费用率	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
仙鹤股份	13.5	16.4	15.7	13.8	10.6	10.5	9.2	6.3	5.2
华旺科技	9.8	9.4	10.6	8.3	8.9	7.5	7.7	7.7	5
五洲特纸				8.3	7.1	7.7	8.1	7	4.3
太阳纸业	12.1	12.7	13.5	10.9	9.6	10.5	10.9	7.9	6.4
博汇纸业	16.1	14.6	13.2	11	10.5	11.6	12.3	9	8.2
晨鸣纸业	16	18.5	20.8	18.1	18.1	20.2	20.9	16.8	15.4

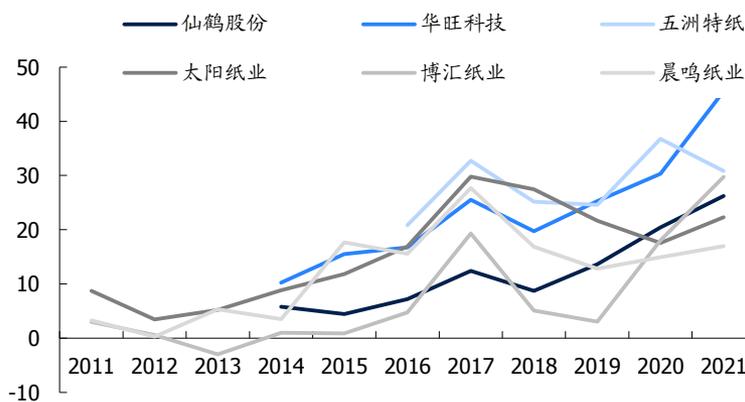
总资产周转率	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
仙鹤股份	0.65	0.65	0.61	0.63	0.72	0.79	0.71	0.63	0.63
华旺科技	1.13	1.23	1.01	1.47	1.37	1.2	0.9	0.6	0.79
五洲特纸				1.14	1.27	1.24	1.06	0.89	0.93
太阳纸业	0.7	0.65	0.6	0.72	0.82	0.78	0.74	0.63	0.81
博汇纸业	0.44	0.5	0.57	0.64	0.71	0.52	0.51	0.72	0.83
晨鸣纸业	0.43	0.37	0.3	0.28	0.31	0.27	0.3	0.32	0.38

- **人均创收**：特种纸公司人均创收表现差距大，仙鹤股份人均创收较低，主要系纸机规模较小。
- **人均创利**：特种纸优于大宗纸，近4年优势明显。
- **单位人工成本**：特种纸单位人工成本较高，但近年有平稳下降趋势。
- **单位制造费用**：特种纸单位制造费用较高。

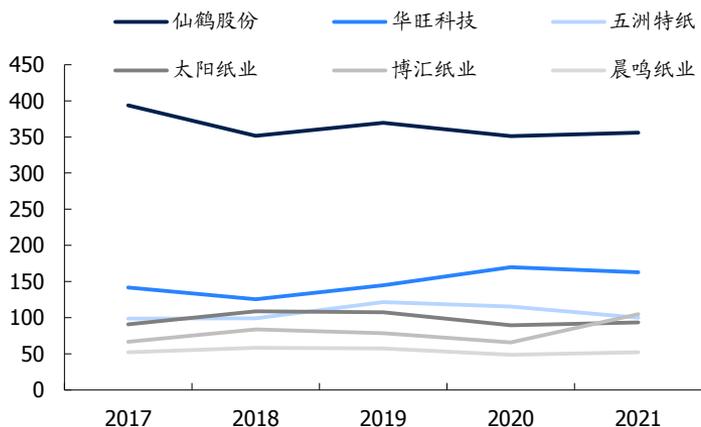
图表36：同行人均创收（万元/人/年）



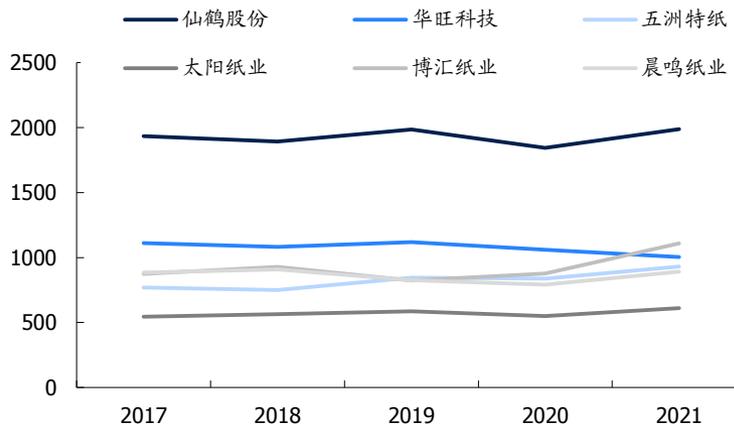
图表37：同行人均创利（万元/人/年）



图表38：同行单位人工成本（元/吨/年）



图表39：同行单位制造费用（元/吨/年）



备注：仅仙鹤制造费用包括运输费用

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

仙鹤股份：产能持续扩张，成长路径清晰

产能持续扩张，成长路径清晰。公司目前共有衢州衢江、衢州常山、河南内乡三大生产基地，合营公司夏王另有约32万吨装饰原纸产能，此外广西来宾，湖北荆州两大将纸一体化基地正在加紧建设。截至21年底公司总产能约有117万吨左右，伴随未来产能落地，2022-24年预计公司产能分别可达140、169、232万吨，成长路径清晰。

图40：仙鹤股份产能预测投放情况

生产基地	主要产品	产能规模/万吨	新增产线	投产项目、产能	投产时间
衢州	水松纸、圣经纸、热转移原纸、棉纸、离型纸、电解电容器纸、食品包装纸、透析纸、装饰原纸、工业衬纸	31.84	荆州250万吨林浆纸一体化项目(三期共90万吨纸浆、140万吨特种纸、20万吨涂布加工纸)	化学浆10万吨、化机浆40万吨、	2023年底
常山	水松纸、铝箔衬纸、格拉辛原纸、烟包纸、食品包装、彩胶纸、热转印、离型纸、透析纸、热电	32.52			
内乡	热敏原纸、字典纸、无碳原纸、双胶纸、热电	20.75	荆州250万吨林浆纸一体化项目(三期共90万吨纸浆、140万吨特种纸、20万吨涂布加工纸)	特种纸70万吨(第一期)	2023年底
夏王	装饰原纸	31.53			
在建：广西来宾	全产品线，甘蔗浆，桉木浆、热电	150+100	广西来宾250万吨林浆纸一体化项目(三期共150万吨纸浆、100万吨高性能纸基新材料纸)	纸浆50万吨	2023年底
在建：湖北荆州	全产品线、化机浆、芦苇浆、竹浆、杨木浆、热电	90+140+20			
新增产线	投产项目	投产时间			
常山哲丰22万吨高档特种纸项目一期	8万吨PM7、PM8项目	21.3/21.5	广西来宾250万吨林浆纸一体化项目(三期共150万吨纸浆、100万吨高性能纸基新材料纸)	特种纸20万吨	2023年底
	10万吨PM5项目	2020.8			
	4万吨PM6项目	2020.3			
东港仙鹤PM25年产3.5万吨高档食品包装原纸、数码喷绘热转印纸	年产3.5万吨PM25项目	20年初	广西来宾250万吨林浆纸一体化项目(三期共150万吨纸浆、100万吨高性能纸基新材料纸)	特种纸20万吨	2023年底
东港仙鹤年产10万吨高档纸基材料技改项目(艾科赛仓企业技术改造)	PM27项目	2020.3			
	PM28项目	2020.8			
常山哲丰3万吨高档特种纸项目	常山PM9项目	2021.9			
夏王Kingdecor PM5	8万吨装饰原纸项目	2021.11	2024年特种纸产能/万吨		278.1
河南PM7/PM8项目	7万吨涂布原纸项目	2021.1/2021.3	2024年特种纸实际产能/万吨		231.5
	2021年特种纸产能/万吨	131.1	2024年特种纸实际产量/万吨		219.9
	2021年特种纸实际产能/万吨	116.64			
	2021年特种纸实际产量/万吨	107.56			
新增产线	投产项目、产能	投产时间			
夏王Kingdecor PM5	装饰原纸8万吨	2021年年底	荆州250万吨林浆纸一体化项目(三期共90万吨纸浆、140万吨特种纸、20万吨涂布加工纸)	化学浆10万吨、化机浆40万吨、	2023年底
常山哲丰30万吨食品纸项目	食品纸30万吨	2022年7、8月			
常山哲丰22万吨高档特种纸项目一期	8万吨PM7、PM8项目	2021.3/2021.5	荆州250万吨林浆纸一体化项目(三期共90万吨纸浆、140万吨特种纸、20万吨涂布加工纸)	特种纸70万吨(第一期)	2023年底
河南仙鹤PM7/PM8项目	7万吨涂布原纸项目	2021.1/2021.3			
常山哲丰3万吨高档特种纸项目	常山PM9项目	2021.9			
常山哲丰4万吨高档特种纸技改项目	常山PM4项目	2022.1	广西来宾250万吨林浆纸一体化项目(三期共150万吨纸浆、100万吨高性能纸基新材料纸)	纸浆50万吨	2023年底
	2022年特种纸产能/万吨	165.1			
	2022年特种纸实际产能/万吨	139.5			
	2022年特种纸实际产量/万吨	125.55			
新增产线	投产项目、产能	投产时间			
常山哲丰30万吨食品纸项目	食品纸30万吨	2022年7、8月	荆州250万吨林浆纸一体化项目(三期共90万吨纸浆、140万吨特种纸、20万吨涂布加工纸)	化学浆10万吨、化机浆40万吨	2023年底
常山辉埠工业园区4万吨高档特种纸技改项目	常山PM4项目	2022.2			
荆州250万吨林浆纸一体化项目(三期共90万吨纸浆、140万吨特种纸、20万吨涂布加工纸)	特种纸70万吨(第一期)	2023年底			
荆州250万吨林浆纸一体化项目(三期共90万吨纸浆、140万吨特种纸、20万吨涂布加工纸)	特种纸70万吨(第一期)	2023年底			
广西来宾250万吨林浆纸一体化项目(三期共150万吨纸浆、100万吨高性能纸基新材料纸)	纸浆50万吨	2023年底	2021E理论产能/万吨		131.1
广西来宾250万吨林浆纸一体化项目(三期共150万吨纸浆、100万吨高性能纸基新材料纸)	特种纸20万吨	2023年底	2022E理论产能/万吨		165.1
	2023年特种纸产能/万吨	260.1	2023E理论产能/万吨		260.1
	2023年特种纸实际产能/万吨	168.5	2024E理论产能/万吨		278.1
	2023年特种纸实际产量/万吨	151.65	2025E理论产能/万吨		278.1

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

积极自建浆线，提升木浆自给率。目前仙鹤的自制浆产能为5万吨，倘若广西来宾化学浆及化机浆项目顺利投产，预计2025年木浆自供比率约40%。

图表41：浆纸产能预测产量增速

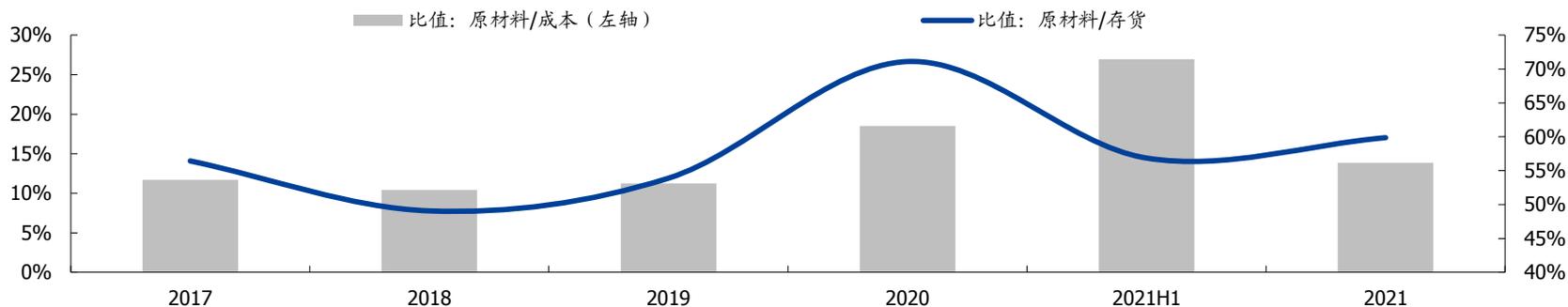
造纸		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	最终
仙鹤	产能	54.7	66.2	85.1	129.5	224.5	242.5	242.5	395.1
	产量	52.2	61.7	77.7	90.6	116.7	184.9	223.9	395.1
夏王	产能	27.6	27.7	31.5	35.7	35.7	35.7	35.7	35.7
	产量	24.8	24.2	27.3	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0
总计	产能	82.3	93.8	116.6	165.1	260.1	278.1	278.1	430.8
	yoy		14.1%	24.3%	41.5%	57.5%	6.9%	6.9%	
	产量	64.6	73.8	91.3	108.1	134.2	202.4	241.4	412.6
	yoy		14.2%	23.8%	18.3%	24.2%	50.9%	19.2%	
浆		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	最终
河南	产能	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1
	产量	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1
荆州	产能					20.0	40.0	40.0	90.0
	产量					0.0	30.0	40.0	90.0
广西	产能					60.0	60.0	60.0	150.0
	产量					5.0	30.0	50.0	150.0
总计	产能	5.1	5.1	5.1	5.1	85.1	105.1	105.1	245.1
	yoy		0.0%	0.0%	0.0%	1568.6%	23.5%	0.0%	188.0%
	产量	5.1	5.1	5.1	5.1	10.1	65.1	95.1	245.1
	yoy		0.0%	0.0%	0.0%	98.0%	544.6%	46.1%	157.7%
纸浆自给率		7.9%	6.9%	5.6%	4.7%	7.5%	32.2%	39.4%	59.4%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

产品端：1) 公司通卡位大消费赛道，通过产品结构调整，主要聚焦食品和医疗包装用纸和日用消费系列用纸（主要包括热转印纸、标签离型纸）等高成长性赛道。2016-2021年，食品与医疗包装用纸占比由7.9%上升至16.5%；2021年日用消费系列用纸同比增长41.6%。2) 直接为终端客户提供定制化特种纸方案，当前已开拓利乐、安姆科、艾利、当纳利等大客户，并向C端产品切换，如纸吸管、纸胶带、纸杯等。

成本端：原材料成本管理能力提升（公司结合订单情况20Q4低价囤浆7个月，且产业链上游延伸自建浆线）。

图表42：21H1起规模特种纸上市企业开始进行原材料木浆储存



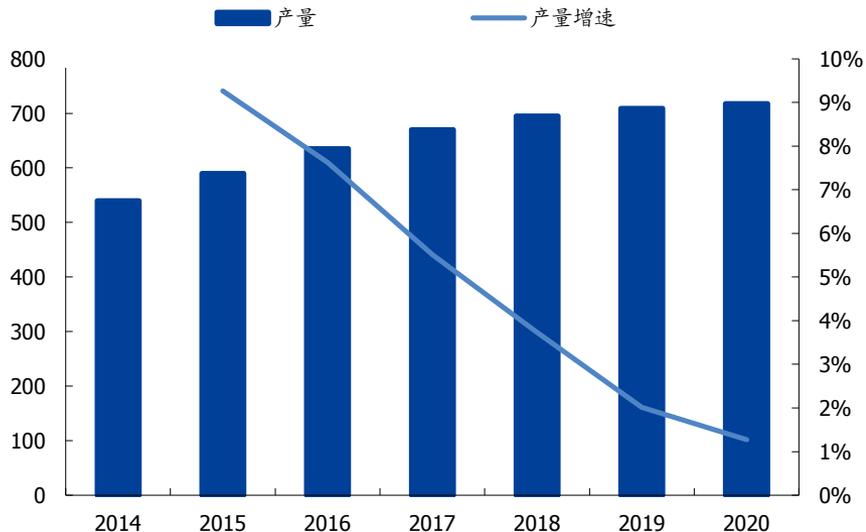
图表43：仙鹤分品类各纸种吨毛利拆分

吨毛利	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2016收入占比	2021收入占比
日用消费系列								1241	1443		41.50%
标签离型用纸	1263	1529	1027	791	875	1286	849			9.10%	
热转印用纸	2834	2017	1586	1590	1490	1132	1863			4.90%	
商务交流及出版印刷								1107	961		13.90%
商务交流及防伪用纸	364	-96	508	671	1435	2225	1420			27.10%	
低定量出版印刷用纸			2102	1910	1796	1645	2289			10.50%	
烟草行业用纸	1563	1026	2219	2291	1940	1466	2145	2691	2469	24.50%	13.10%
食品与医疗包装用纸	2774	2756	2247	2086	1833	1170	1820	2145	2177	7.90%	16.50%
电气及工业用纸	3630	2939	2358	1868	2241	1814	2501	2633	2736	6.60%	7.90%
家庭装饰用纸			1015	1128	724	254	388			4.10%	

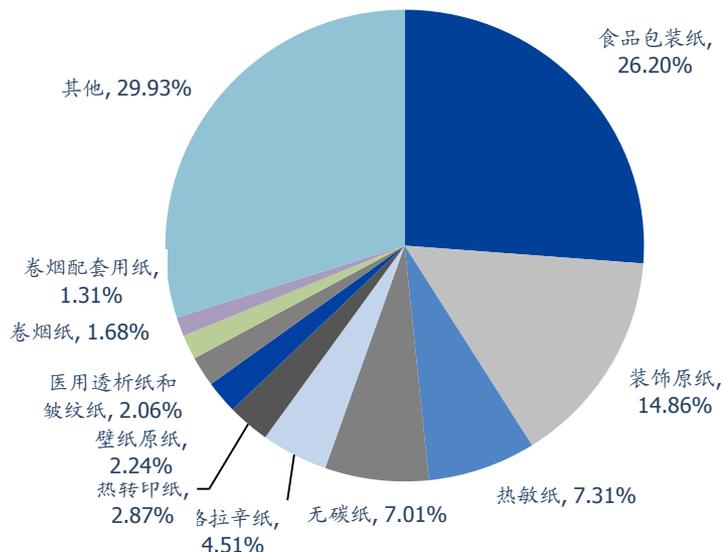
- 行业结构性增长，集中度提升明确

下游高度分散、直接对接消费，需求韧性强。特种纸种类极为丰富，广泛应用于包括医疗、食品、商业、建材家居、电气、信息、航空、航天、军工等在内的国民经济生活的众多领域，消费属性强。2014-2020年受益于我国经济发展，特种纸需求日益旺盛，产量CAGR实现4.9%。

图表44：中国特种纸产量及增速（万吨）



图表45：特种纸品类拆分



龙头甜蜜享受行业成长，产业集中趋势明确。特种纸技术壁垒高于大宗纸，部分产品强调差异化和定制化，下游以直销方式对接客户，因此进入壁垒较大宗纸更高，且行业竞争逐步由无序进入有序周期，龙头依托产品附加值提升、拓展产品品类和客户边界，产能规划显著大于同行，产业集中趋势明确。

图表46：中国特种纸企业产量及市占率

万吨	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
特种纸行业规模	120.0	140.0	180.0	230.0	298.0	400.0	470.0	540.0	590.0	635.0	670.0	695.0	709.0	718.0	753.9
仙鹤(含夏王)							31.5	33.1	41.5	48.1	56.5	68.3	76.0	86.4	107.7
冠豪高新							7.7	7.8	10.9	16.2	21.0	22.3	23.9	25.1	75.4
五洲											30.5	31.1	37.4	43.4	60.6
齐峰					15.6	18.2	21.9	27.0	28.0	34.3	38.0	37.4	34.8	33.1	38.1
华旺											14.5	15.1	14.5	13.8	20.7
恒丰	7.2	8.9	8.8	9.5	10.7	11.4	12.0	11.9	11.3	11.7	12.4	13.8	15.9	15.8	17.7
民丰									11.0	10.9	12.5	13.9	14.5	14.0	13.9
凯恩					4.6	4.4	6.0	6.1	6.3	6.4	7.5	8.0	8.9	9.1	9.8
恒达												6.0	6.3	7.4	7.9
市占率															
仙鹤(含夏王)							6.70%	6.13%	7.03%	7.57%	8.43%	9.83%	10.72%	12.03%	14.28%
冠豪高新							1.64%	1.44%	1.85%	2.55%	3.13%	3.21%	3.37%	3.50%	10.00%
五洲											4.55%	4.47%	5.28%	6.04%	8.04%
齐峰					5.23%	4.55%	4.66%	5.00%	4.75%	5.40%	5.67%	5.38%	4.91%	4.61%	5.05%
华旺											2.16%	2.17%	2.05%	1.92%	2.75%
恒丰	6.00%	6.36%	4.89%	4.13%	3.59%	2.85%	2.55%	2.20%	1.92%	1.84%	1.85%	1.99%	2.24%	2.20%	2.35%
民丰									2.04%	1.85%	1.97%	2.07%	2.09%	1.97%	1.98%
凯恩					1.54%	1.10%	1.28%	1.13%	1.07%	1.01%	1.12%	1.15%	1.26%	1.27%	1.30%
恒达												0.86%	0.89%	1.03%	1.04%

资料来源：各公司年报，恒达新材招股书，国盛证券研究所

未来行业龙头新增产能以食品卡纸为主（厚型），薄纸类新增产能较少，竞争格局优异。

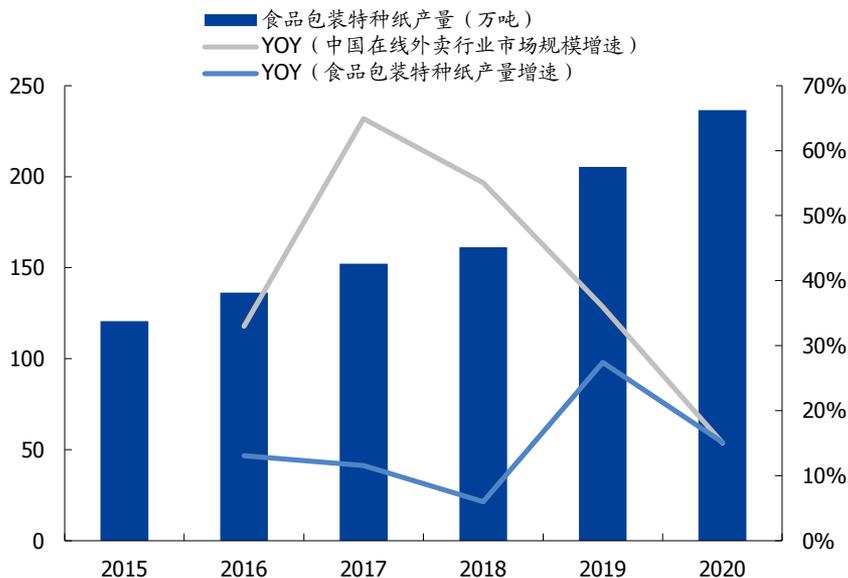
- 产能投放节奏：厚型食品卡纸为主，其中五洲特纸和仙鹤股份2022年投产合计80万吨。
- 投放企业比较：国企体制激励不足，产品创新储备差；反应力不足，无法及时抓住成长赛道先发时机。

图表47：供给端角度未来2-3年新增产能投放有限

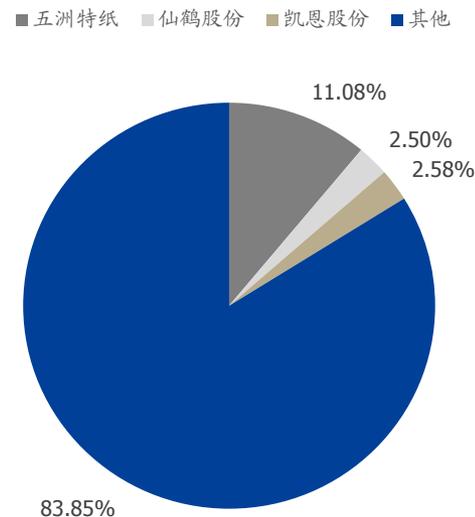
公司名称	纸种	产能（年）	（预计）投产时间
仙鹤纸业	食品卡纸	30万吨	2022H2
	其他特种纸	8-10万吨	2022E-2023E
	纸浆纤维制备项目	150万吨	2024E-2027E
	高性能纸基新材料纸项目	100万吨	2024E-2027E
	木浆	40万吨	
	字典/无碳复写纸	11万吨	
	静电复印纸/双胶纸	10万吨	
	热敏原纸	22.5万吨	2023E-2026E
	涂布加工纸	20万吨	
	格拉辛原纸	4万吨	
五洲特纸	轻型纸	10万吨	
	离型原纸	2.5万吨	
	食品包装卡纸	50万吨	2022H1
冠豪高新	液体包装纸	20万吨	2023E-2024E
	浆纸一体化项目 (410万吨特种纸、150万吨化学浆、100万吨机制浆)	660万吨	2028E-2029E
	多功能精密涂布生产线	4350万平方米	2022E-2023E
民丰特纸	纸塑基多层复合新型包装材料	2.15亿平方米	2022E-2023E
	其他特种纸	20万吨	
	涂布纸	10万吨	未投产
	涂布白卡纸	50万吨	
齐峰新材	高档铝箔衬纸和离型原纸、烟用接装原纸、高档医用包装纸、仿瓷贴花纸等特种纸	2.5万吨	2022E-2023E
	防油原纸和食品包装纸、离型原纸、热转印纸（非原纸）、透析纸和果袋纸等	2.5万吨	2022E-2023E
凯恩股份	非织造新材料：植物纤维，合成纤维；合成水刺	1.8万吨	2021H1已投产
华旺科技	工业用纸	0.8万吨	
	烟用包装纸	0.8万吨	未投产
	食品包装纸	4万吨	
华旺科技	医用包装纸	2.5万吨	
	装饰原纸	12万吨	一期项目预计2021H1已投产 二期项目2022H1投产

- **需求方面**，食品纸包主要包含液体包装纸、容器类&非容器类三大类细分品种，下游涉及休闲食品、快餐服务、饮料及冷饮服务等行业。2015-2020年我国外卖行业产业规模CAGR高达39.7%，受益于下游规模高速增长，食品纸包市场持续扩张，2015-2020产量从120.6万吨增长至236.5万吨（CAGR为14.4%），未来伴随限塑令彻底落地，食品包装需求有望持续高增。
- **供给方面**，2020年行业CR3为16.2%，竞争较为激烈，五洲特纸、仙鹤股份、凯恩股份为主要参与者，市占率分别为 11.1%/2.5%/2.6%。**龙头企业加速布局**，预计未来3年超300万吨新增产能落地，龙头公司依托产品差异化有望保持需求稳健。

图表48：食品包装纸供需对比



图表49：2020年食品包装纸竞争格局



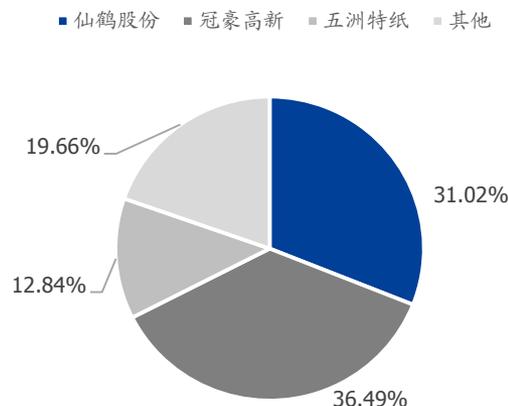
- 需求方面，食品纸包主要包含液体包装纸、容器类&非容器类三大类细分品种，下游涉及休闲食品、快餐服务、饮料及冷饮服务等行业。2015-2020年我国外卖行业产业规模CAGR高达39.7%，受益于下游规模高速增长，食品纸包市场持续扩张，2015-2020产量从120.6万吨增长至236.5万吨（CAGR为14.4%），未来伴随限塑令彻底落地，食品包装需求有望持续高增。
- 供给方面，2020年行业CR3为16.2%，竞争较为激烈，五洲特纸、仙鹤股份、凯恩股份为主要参与者，市占率分别为 11.1%/2.5%/2.6%。龙头企业加速布局，预计未来3年超300万吨新增产能落地，龙头公司依托产品差异化有望保持需求稳健。

图表50：食品包装纸新增产能梳理

公司	品类	产能（万吨）	投产时间
仙鹤股份	食品包装纸	1.5	2022
仙鹤股份	食品卡纸	30	2022
五洲特纸	食品包装纸	50	2022（满产）
恒达新材	食品包装纸	1.5	2022
玖龙纸业	食品级白卡纸	120	2023
冠豪高新	涂布白卡纸	50	2023
冠豪高新	高级涂布白卡纸	30	2023
民丰特纸	防油原纸和食品包装纸、离型原纸、热转印纸（非原纸）、透析纸和果袋纸等	2.5	2023
仙鹤股份	广西林浆纸一体化项目（包含食品卡纸）	250	规划
五洲特纸	浆纸一体化项目（包含食品包装纸）	660	规划
仙鹤股份	湖北林浆纸一体化项目（包含食品卡纸）	250	规划

- **需求方面**，转移印纸作为纸基用于实现图案转移，在织物着色方面应用广泛。2015-2019年服装市场规模从15988亿元增至25812亿元（CAGR为12.7%），带动热转印纸规模稳定增长，产量从15.5万吨增长至20.42万吨（CAGR为7.1%）。未来伴随高速打印机的普及和成本下降，转移印纸应用领域拓宽，向铝合金建材、陶瓷等延伸，市场需求有望维持较高增长。
- **供给方面**，2020年行业CR3高达80.3%，主要参与者为冠豪高新/仙鹤股份/五洲特纸，市占率分别为36.5%/31.0%/12.8%，未来3年龙头企业新增产能合计超4万吨，预计行业供需将维持平衡。

图表52：2019年热转印纸竞争格局



图表51：热转印纸新增产能梳理

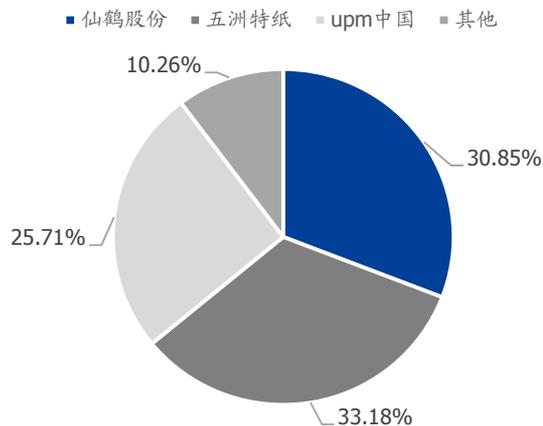
公司	品类	产能（万吨）	投产时间
民丰特纸	防油原纸和食品包装纸、离型原纸、热转印纸（非原纸）、透析纸和果袋纸等	2.5万吨	2023
仙鹤股份	广西林浆纸一体化项目（包含热转印纸）	250	规划
五洲特纸	浆纸一体化项目（包含热转印纸）	660	规划
仙鹤股份	湖北林浆纸一体化项目（包含热转印纸）	250	规划

图表53：热转印纸供需对比



- **需求方面**，格拉辛纸主要用于日化不干胶、物流不干胶等标签领域，在高端零售行业、电商和相关物流行业中被广泛应用。2015-2020年我国快递业务量从206.7亿件增至833.6亿件（CAGR为32.2%），推动格拉辛纸规模高速增长，产量从15.6万吨增长至38.9万吨（CAGR为20.1%）。
- **供给方面**，行业供给呈现高度集中化，2020年CR3高达89.7%，主要参与者为五洲特纸/仙鹤股份/UPM中国，市占率分别高达33.2%/30.9%/25.7%。
- **未来新增产能有限**，市场景气有望延续。

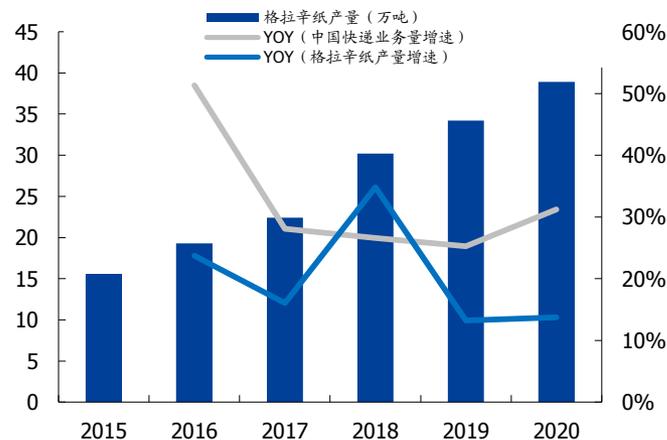
图表55：2020年格拉辛纸竞争格局



图表54：格拉辛纸新增产能梳理

公司	品类	产能 (万吨)	投产时间
仙鹤股份	广西林浆纸一体化项目 (包含格拉辛纸)	250	规划
五洲特纸	浆纸一体化项目 (包含格拉辛纸)	660	规划
仙鹤股份	湖北林浆纸一体化项目 (包含格拉辛纸)	250	规划

图表56：格拉辛纸供需对比

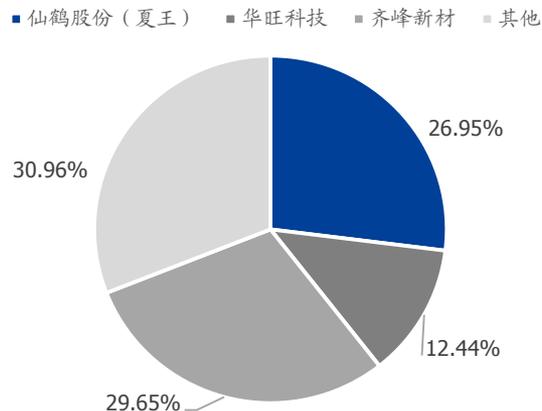


- **需求方面**，装饰纸作为新兴的装饰材料用纸，广泛应用于家居产品中，2016-2020年销量从84.9万吨增至111.3万吨（CAGR为7.00%），实现稳定增长，但受制于地产景气下滑，销量增速略下降，但中高端市场受益于龙头企业调色工艺&设备进步，市场占比稳步提升，增长相对稳健。
- **供给方面**，由于下游工序复杂，行业存在较高技术壁垒，2020年CR3高达69.04%，仙鹤股份（夏王）、华旺科技、齐峰新材市占率分别为27.0%/12.4%/30.0%。未来两年需求疲软，行业合计新增产能仍有13万吨（均来自于华旺科技），主要系龙头企业加速抢占市场份额。中期来看，伴随下游家具厂商份额逐步集中，强强联合，成长性仍值得期待。

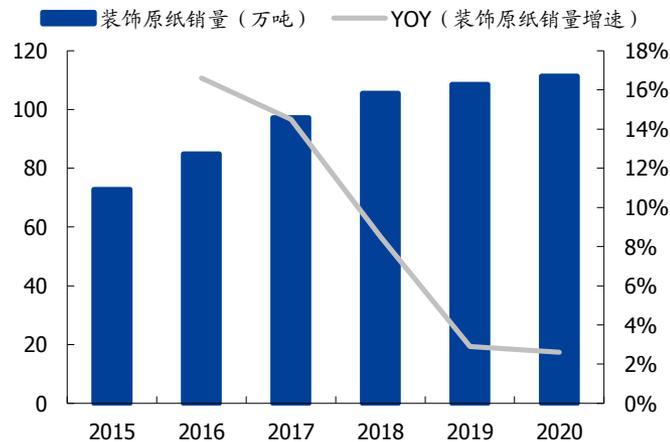
图表57：装饰原纸新增产能梳理

公司	品类	产能（万吨）	投产时间
华旺科技	装饰原纸	5	2022
华旺科技	装饰原纸	8	2023

图表58：2020年装饰原纸竞争格局

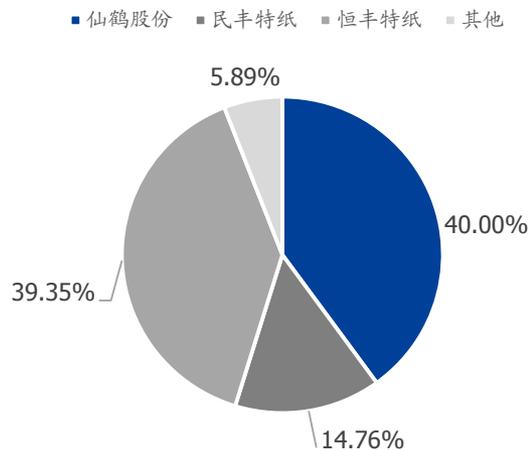


图表59：装饰原纸供需对比



- **需求方面**，由于我国控烟态势趋严，2015-2019年全国卷烟销量从2.61万亿支下降为2.37万亿支（CAGR为-2.38%）；但仙鹤等龙头公司切入国际烟草巨头如菲莫，英美等的供应链体系，打开海外业务成长空间，预期整体需求稳健。
- **供给方面**，我国烟草行业实行专卖专营，供应商合作稳定，行业呈现高度集中，2019年CR3达94.11%，仙鹤股份/民丰特纸/恒丰特纸市占率分别为40.0%/14.8%/39.4%，未来新增投产较少，预计行业整体供需延续平衡。

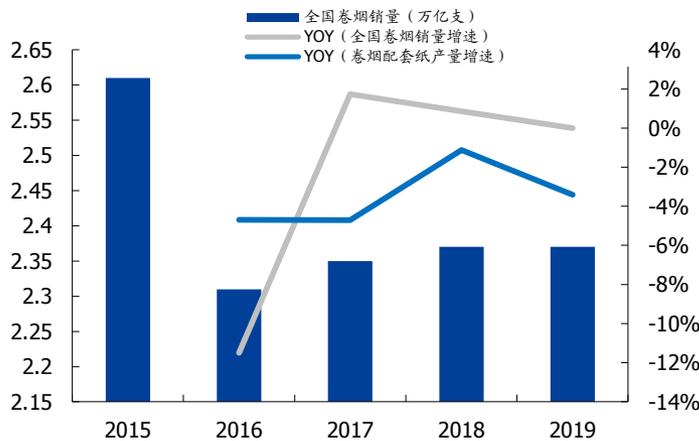
图表61：2019年烟草配套纸竞争格局



图表60：烟草配套纸新增产能梳理

公司	品类	产能（万吨）	投产时间
民丰特纸	高档铝箔衬纸和高型原纸、烟用接装原纸、	2.5	2023
仙鹤股份	一体化项目（包含烟草i	250	规划
仙鹤股份	一体化项目（包含烟草i	250	规划

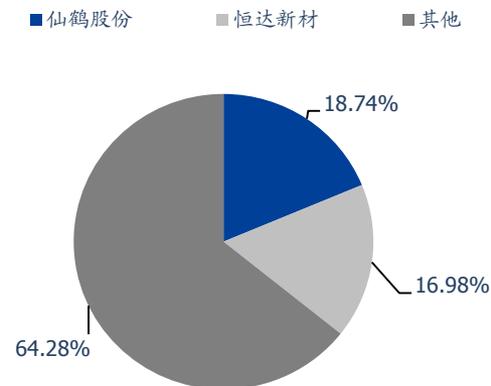
图表62：烟草配套纸供需对比



医疗包装主要涉及口罩、防护服等医疗用品&医疗器械的包装。

- 需求方面，随人口老龄化、慢性病发病率提升和居民医疗健康意识增强，2015-2019年我国医疗器械市场规模从3080亿元增长至6341亿元（CAGR为19.8%），且禁塑令催化，纸质包装将100%替代BOPP膜，医疗包装用纸市场空间进一步增大。2015-2019年医疗包装用纸产量从11.18万吨增长至16.18万吨（CAGR为9.7%），2020年新冠疫情催化，产量同比增长30.0%。
- 供给方面，2020年医疗包装用纸CR2高达35.7%，仙鹤股份和恒达新材市占率分别为18.7%/17.0%，格局优异。未来预计供给偏紧、景气延续。

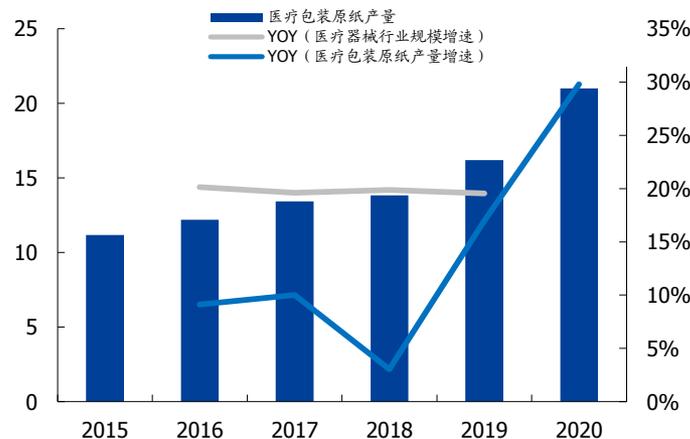
图表64：2020年医疗包装用纸竞争格局



图表63：医疗包装用纸新增产能梳理

公司	品类	产能（万吨）	投产时间
民丰特纸	高档铝箔衬纸和高型原纸、烟用接装原纸、高档医用包装纸、仿瓷贴花纸等特种纸	2.5	2023
恒达新材	医疗包装纸	1.5	2022
仙鹤股份	广西林浆纸一体化项目（包含医疗包装纸）	250	规划
五洲特纸	浆纸一体化项目（包含医疗包装纸）	660	规划
仙鹤股份	湖北林浆纸一体化项目（包含医疗包装纸）	250	规划

图表65：医疗包装用纸供需对比



► 下游应用领域广泛，市场空间广阔：商务交流及防伪用纸细分种类有无碳纸、热敏纸、彩色双胶纸、水印防伪纸信纸等，其中无碳纸和热敏纸产量最高；近年来，由于热敏纸打印速度更快、且无需油墨，逐渐取代无碳纸。2018年无碳纸产量为47万吨，13-18年CAGR为-1.62%；热敏纸产量为49万吨，13-18年CAGR为14.4%。从下游需求来看，热敏纸多应用于消费单据，如邮政、银行POS单、电影票、彩票、高铁票等，与社零直接挂钩（15-19年CAGR为5.43%）。根据下游需求增长分析，预计2025年热敏纸市场规模增至76万吨，19-25年CAGR约6.0%。

图表66：无碳纸产量及增速



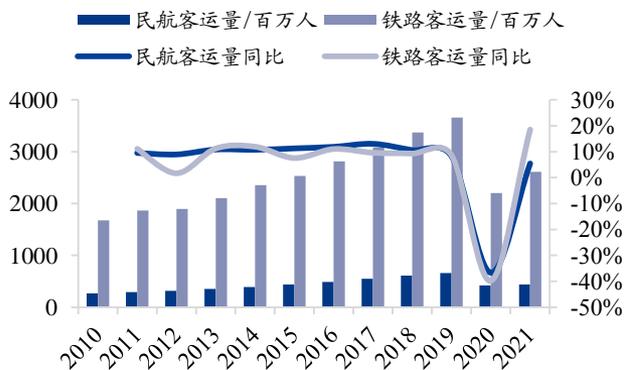
资料来源：中华纸业网，招股说明书，国盛证券研究所

图表67：热敏纸产量及增速



资料来源：中华纸业网，招股说明书，国盛证券研究所

图表68：民航&铁路客运量



资料来源：Wind，国盛证券研究所

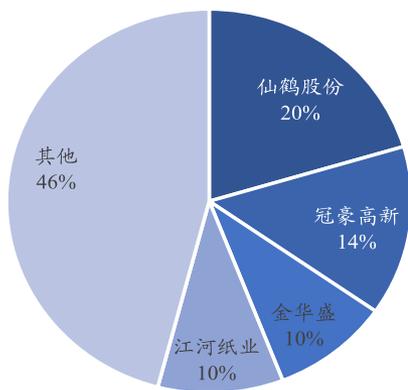
图表69：热敏纸市场规模



资料来源：中研普华研究院，国盛证券研究所

- 市场竞争格局较优，仙鹤市占率领先：**根据招股说明书，热敏纸和无碳纸CR5均超50%，市场竞争格局较优。其中，根据2020年年报披露，仙鹤在国内热敏纸市场的占有率近25%；下游客户包括百胜中国、星巴克、麦当劳等餐饮连锁龙头，直接面对终端客户销售，具有良好的市场口碑，15-19年营收CAGR达32.6%。根据测算，主要竞争对手冠豪高新2020年市占率约15-20%，其主要客户为福利彩票、增值税发票等相关企业，15-19年营收CAGR为19.0%。未来产能主要系龙头企业扩张。

图表70：2018年热敏纸竞争格局



资料来源：智研咨询，国盛证券研究所

图表71：商务交流及防伪用纸新增产能梳理

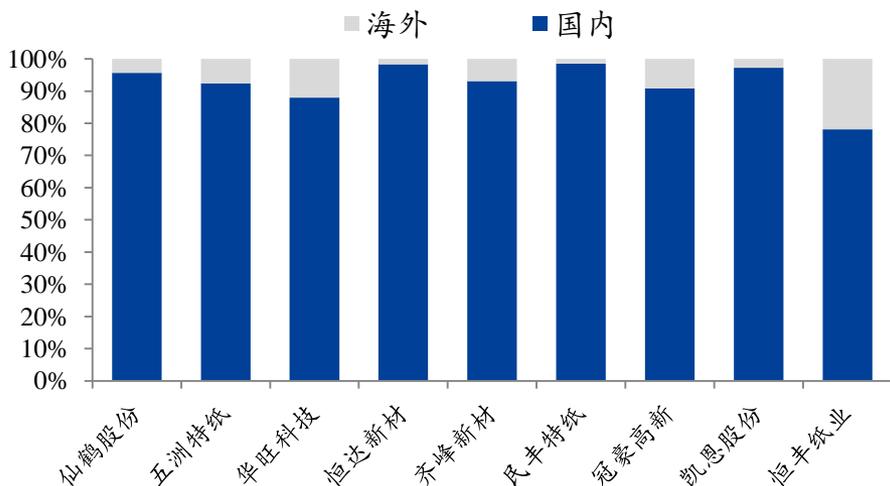
公司	品类	产能(万吨)	投产时间
仙鹤股份	字典/无碳复写纸	11万吨	规划
仙鹤股份	热敏原纸	22.5万吨	规划

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

海外市场空间广阔，国内龙头蓄势待发

- **海外市场空间广阔。**根据Smithers数据，2014-2021年全球特种纸产量从2245万吨增长至2509万吨（CAGR为1.6%），整体增长稳定，且未来仍有进一步提升空间，2026年将达到2826万吨（CAGR为2.4%）。
- **国内特种纸企业蓄势待发。**受制于全球大宗商品价格高涨，海外纸企罢工/停产频发，中国企业纷纷布局出海业务，凭借供应链优势输出高性价比产品，截至2021年底，各龙头海外业务占比平均已至10%，预计未来出海趋势有望延续。

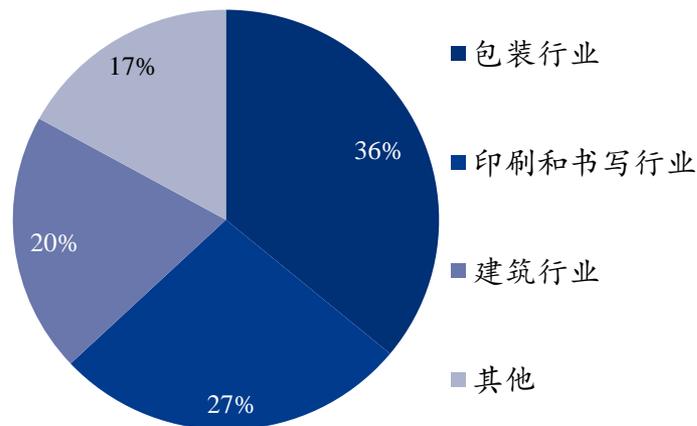
图表72：2021年特种纸各公司出口业务占比



图表73：全球特种纸行业规模



图表74：2021特种纸下游市场占比



- 盈利预测和估值

估值：历史底部，向上弹性较大

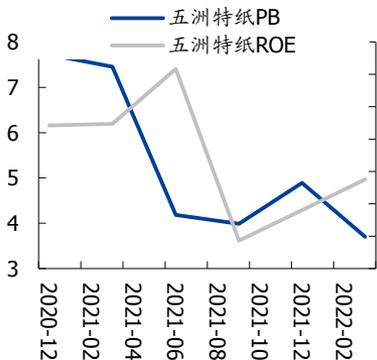
- PB/ROE背离显著。**截止5月20日，特种纸板块2022Q1ROE为2.2%（处于历史40.4%分位），但PB仅为1.62（处于历史4.9%分位）。按个股来看，仙鹤股份、五洲特纸、华旺科技2022Q1ROE分别为2.2%/4.8%/3.7%（处于历史24.0%/28.1%/12.8%分位），PB为2.36/3.11/1.44（处于历史4.8%/9.9%/11.4%分位）。
- 吨纸市值修复可期。**截至6月19日，按销量口径计算，仙鹤/五洲/华旺/齐峰/冠豪/恒丰吨纸市值分别为1.50/0.77/2.25/0.67/0.75/1.09亿元/万吨，均已达历史低点。受制于能源成本与原材料价格提升，特种纸企业2021Q4&2022Q1盈利普遍承压。但目前能源价格已有回落趋势，预计木浆价格高位震荡、中期回落，并且疫情拐点已现，下半年需求复苏，各龙头纸企提价相继落地，量价齐升之下盈利有望加速回暖。此时板块估值已至绝对低位，均值回归之下特种纸板块估值有望提升。

图表75：特种纸各企业吨纸市值变化（亿元/万吨）

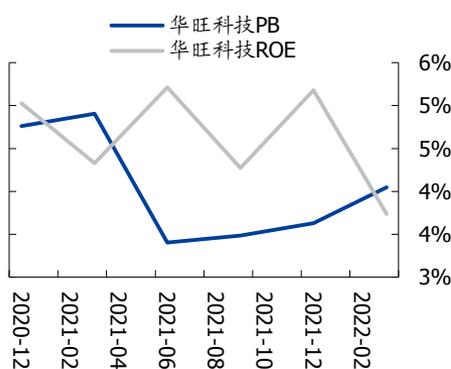
	按销量计吨纸市值					
	仙鹤股份	五洲特纸	华旺科技	齐峰新材	冠豪高新	恒丰纸业
2018	2.04			0.92	2.93	1.45
2019	1.22			0.81	1.94	1.44
2020	1.42	2.35	2.94	0.84	1.73	1.44
2021	2.39	1.36	2.27	0.86	0.88	1.29
2022E	1.50	0.77	2.25	0.67	0.75	1.09

	按产能计吨纸市值					
	仙鹤股份	五洲特纸	华旺科技	齐峰新材	冠豪高新	恒丰纸业
2018	1.87			0.81	1.18	1.33
2019	1.13			0.66	1.08	1.14
2020	1.21	1.86	2.00	0.63	1.01	0.99
2021	2.08	0.72	2.09	0.69	0.72	0.99
2022E	1.20	0.52	2.00	0.56	0.65	0.90

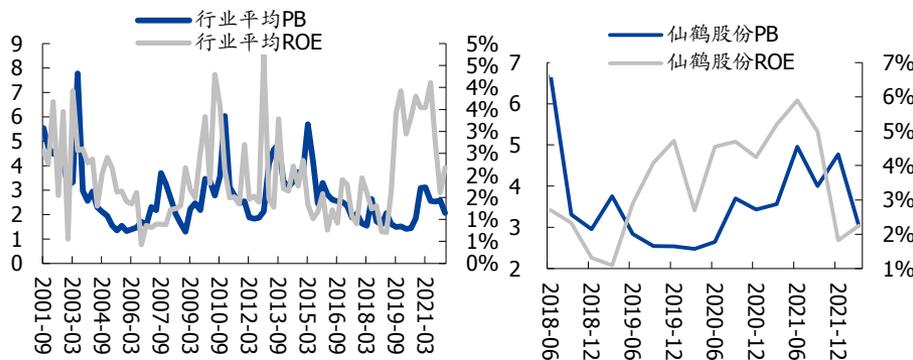
图表76：五洲特纸PB&ROE变化



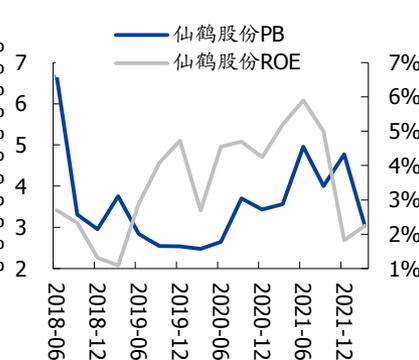
图表77：华旺科技PB&ROE变化



图表78：特种纸行业PB&ROE变化



图表79：仙鹤股份PB&ROE变化



诚信|担当|包容|共赢

资料来源：Wind，公司年报，国盛证券研究所

图表80：收入拆分

百万元	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入	4,097.77	4,567.03	4843.10	6016.97	8139.52	9835.89	12749.14
yoy	34.5%	11.5%	6.0%	24.2%	35.3%	20.8%	29.6%
毛利率	17.2%	18.7%	20.5%	20.0%	16.1%	20.7%	20.9%
商务交流及防伪用纸							
收入	1032.96	1288.78	779.57	835.18	854.96	955.45	1910.90
yoy	14.8%	24.8%	-39.5%	7.1%	2.4%	11.8%	100.0%
毛利率	22.6%	17.3%	18.8%	14.5%	8.0%	20.0%	19.5%
烟草行业用纸							
收入	724.03	704.26	726.24	786.04	876.86	931.54	1016.23
yoy	20.0%	-2.7%	3.1%	8.2%	11.6%	6.2%	9.1%
毛利率	18%	26%	32.4%	29.2%	23.0%	29.0%	29.0%
食品与医疗包装用纸							
收入	334.43	513.2	850.34	993.46	1804.86	2905.76	4105.20
yoy	29.3%	53.5%	65.7%	16.8%	81.7%	61.0%	41.3%
毛利率	13%	20%	24.1%	23.6%	18.5%	23.5%	23.5%
电气及工业用纸							
收入	307	312.08	384.78	510.22	606.76	684.59	787.11
yoy	36.3%	1.7%	23.3%	32.6%	18.9%	12.8%	15.0%
毛利率	18%	24%	25.7%	25.3%	21.0%	27.0%	27.0%
日用消费系列							
收入	1490.98	1565.83	1764.25	2498.75	3524.61	3863.31	4398.21
yoy	67.8%	5.0%	12.7%	41.6%	41.1%	9.6%	13.8%
毛利率	14.2%	15.8%	15.9%	17.2%	15.0%	17.0%	17.3%
家居装饰用纸							
收入	163.18	187.76	177.16	187.91	192.21	185.76	185.76
yoy	3.3%	15.1%	-5.6%	6.1%	2.3%	-3.4%	0.0%
毛利率	8%	4%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
特种浆纸及其他							
收入	17.33	15.75	159.00	151.05	151.05	181.26	217.51
yoy	3.4%	-9.1%	909.5%	-5.0%	0.0%	20.0%	20.0%
毛利率	27.5%	38.6%	3.1%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%

日用消费品业务：主要包括热转印用纸、标签离型用纸等与日常民生消费紧密相联的材料系列，其中热转印用纸受益于日益严苛的环保需求和消费者个性化、高端化的需求，行业增速较快。预计公司22-24年日用消费品业务增速分别为41%、10%、14%。

食品与医疗包装用纸业务：禁塑令下市场空间打开，2020-21年公司22万吨可转债项目逐步落地，且2022年常山30万吨食品卡纸项目预计落地，公司切入利乐等下游客户供应链。预计公司22-24年食品与医疗包装用纸业务收入增速分别为82%、61%、41%。

商务交流及出版社印刷材料用纸：主要包括热敏纸、无碳纸等产品，考虑热敏纸应用领域的扩大，预计公司22-24年收入增速分别为2%、12%、100%。

烟草行业用纸：传统烟草行业用纸预期受益于切入全球客户产业链，业绩稳定；新型烟草业务收入快速增长，预计公司22-24年收入增速分别为12%、6%、9%。

电气及工业用纸：公司产品被更广泛地应用于5G配套设施中，预计公司22-24年收入增速分别为19%、13%、15%。

毛利率：由于公司下游产品提价顺畅，且食品与医疗包装用纸等高毛利产品提高，预计22-24年公司毛利率为16.1%、20.7%、20.9%。

预期公司2022-2024年收入分别为81.4、98.4、127.5亿元，同比增长35.3%、20.8%、29.6%，归母净利润分别为9.0、14.5、18.2亿元，对应PE为19.4X、12.0X、9.6X。

- **原材料价格大幅波动：**若木浆、钛白粉价格大幅增长，则会导致产品毛利率的下滑。
- **产能不达预期：**公司新增产能较多，若新建产能不能如期释放，则可能进而导致业绩不达预期。
- **行业竞争加剧：**禁塑令下食品与医疗包装用纸赛道成长空间打开，如五洲特纸、博汇纸业等进入该赛道，行业竞争加剧将影响产品价格。

图表81：财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3971	6451	9450	9833	13501	营业收入	4843	6017	8140	9836	12749
现金	521	794	2351	2841	3682	营业成本	3852	4815	6830	7798	10088
应收票据及应收账款	1001	1220	1785	1847	2860	营业税金及附加	47	37	49	57	71
其他应收款	17	15	28	24	44	营业费用	15	22	28	32	40
预付账款	96	63	151	108	228	管理费用	99	114	147	172	217
存货	1337	1925	2702	2581	4254	研发费用	123	158	203	236	293
其他流动资产	1000	2433	2433	2433	2433	财务费用	68	20	103	178	203
非流动资产	3993	4598	5909	6883	8310	资产减值损失	-21	-17	0	0	0
长期投资	664	831	1249	1716	2127	其他收益	42	56	0	0	0
固定资产	2334	2532	3311	3765	4662	公允价值变动收益	-15	-7	-6	-7	-9
无形资产	499	516	570	601	641	投资净收益	202	287	264	316	267
其他非流动资产	495	718	779	801	881	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	7964	11049	15359	16716	21811	营业利润	834	1157	1038	1671	2095
流动负债	2250	2462	6346	6757	10474	营业外收入	6	3	7	5	5
短期借款	797	690	3374	4059	6204	营业外支出	5	12	6	6	7
应付票据及应付账款	1150	1408	2221	1922	3437	利润总额	835	1148	1039	1670	2093
其他流动负债	303	364	751	776	832	所得税	116	129	137	215	268
非流动负债	334	2140	1911	1608	1399	净利润	719	1019	902	1454	1825
长期借款	0	1775	1547	1243	1034	少数股东损益	2	2	1	2	3
其他非流动负债	334	364	364	364	364	归属母公司净利润	717	1017	901	1453	1822
负债合计	2585	4602	8257	8365	11872	EBITDA	1143	1614	1491	2282	2875
少数股东权益	25	28	29	30	34	EPS (元)	1.02	1.44	1.28	2.06	2.58
股本	706	706	706	706	706						
资本公积	3064	3064	3064	3064	3064						
留存收益	1588	2386	2992	3925	5187						
归属母公司股东权益	5354	6419	7073	8321	9905						
负债和股东权益	7964	11049	15359	16716	21811						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	302	447	438	1555	997
净利润	719	1019	902	1454	1825
折旧摊销	276	331	321	420	531
财务费用	68	20	103	178	203
投资损失	-202	-287	-264	-316	-267
营运资金变动	-585	-663	-629	-188	-1304
其他经营现金流	27	27	6	7	9
投资活动现金流	-605	-1938	-1374	-1085	-1699
资本支出	562	662	894	507	1016
长期投资	0	0	-417	-467	-411
其他投资现金流	-43	-1277	-897	-1045	-1093
筹资活动现金流	-476	1699	-192	-665	-601
短期借款	-207	-107	0	0	0
长期借款	-1024	1775	-229	-303	-209
普通股增加	94	0	0	0	0
资本公积增加	1179	0	0	0	0
其他筹资现金流	-518	31	37	-362	-392
现金净增加额	-781	206	-1128	-195	-1304

主要财务比率					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	6	24.2	35.3	20.8	29.6
营业利润(%)	65.3	38.7	-10.2	60.9	25.4
归属于母公司净利润(%)	63	41.8	-11.4	61.2	25.4
获利能力					
毛利率(%)	20.5	20	16.1	20.7	20.9
净利率(%)	14.8	16.9	11.1	14.8	14.3
ROE(%)	13.4	15.8	12.7	17.4	18.4
ROIC(%)	11.5	12.3	8	11.3	11.4
偿债能力					
资产负债率(%)	32.5	41.6	53.8	50	54.4
净负债比率(%)	11.4	31.6	46.8	38.7	44
流动比率	1.8	2.6	1.5	1.5	1.3
速动比率	0.8	1.5	0.9	0.9	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	5.2	5.4	5.4	5.4	5.4
应付账款周转率	3.7	3.8	3.8	3.8	3.8
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.02	1.44	1.28	2.06	2.58
每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.63	0.62	2.2	1.41
每股净资产(最新摊薄)	7.58	8.71	9.63	11.4	13.64
估值比率					
P/E	24.4	17.2	19.4	12	9.6
P/B	3.3	2.8	2.6	2.2	1.8
EV/EBITDA	15.7	11.1	12.9	8.4	7.1

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”

告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
增持		相对同期基准指数涨幅在10%以上	
中性		相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间	
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com