

605377.SH

买入

原评级：未有评级

市场价格：人民币 21.56

板块评级：强于大市

股价表现



| (%)    | 今年至今   | 1个月 | 3个月  | 12个月 |
|--------|--------|-----|------|------|
| 绝对     | (11.5) | 2.2 | 12.7 | 25.9 |
| 相对上证综指 | (11.2) | 3.1 | 15.5 | 23.2 |

|                    |          |
|--------------------|----------|
| 发行股数 (百万)          | 332.21   |
| 流通股 (百万)           | 180.04   |
| 总市值 (人民币 百万)       | 7,162.41 |
| 3 个月日均交易额 (人民币 百万) | 45.93    |
| 主要股东               |          |
| 杭州华旺实业集团有限公司       | 25.31    |

资料来源：公司公告，Wind，中银证券  
以 2023 年 10 月 12 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

轻工制造：造纸

证券分析师：陈浩武

(8621)20328592

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520090006

证券分析师：林祁桢

qizhen.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300523080001

联系人：杨逸菲

yifei.yang@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122030023

联系人：郝子禹

ziyu.hao@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122060027

## 华旺科技

虎踞龙盘今胜昔，中流击水奋者先

华旺科技是国内装饰原纸行业龙头，上市以来产能稳步扩张，市占率持续提升，带动业绩稳健增长。公司工艺领先，吨成本具备比较优势。考虑公司持续推进产能建设，转型综合性特种纸企业，首次覆盖给予买入评级。

## 支撑评级的要点

- **经营稳步向好的装饰原纸龙头。**华旺科技是国内中高端装饰原纸行业龙头企业，2022 年市占率约 21.5%。上市以来公司产能持续扩张，盈利能力稳步提高，毛利率维持在行业较高水平的同时，不断改善费用率，促使净利率、ROE 稳步提升。
- **原材料约占成本 80%，且对外依存度较高，但下游板材企业对直接影响产品外观的纸张价格不敏感，中高端产品竞争力强，产业链成本转嫁能力强。**
- **市占率随产能释放稳步提升。**2020 年以来，华旺科技、夏王纸业产销增速高于行业增速，市占率稳步提升，双龙头格局强化。
- **工艺领先，吨成本具备比较优势。**工艺方面，装饰原纸生产流程长、环节多，生产细节的参数调控对产品品质有直接影响，公司坚持技术创新，实用新型专利数量行业领先。**吨成本方面**，龙头企业采购优势显著，2020 年以来公司产品吨成本比较优势持续扩大。
- **横向拓展品类，转型综合性特种纸企业。**装饰原纸产能扩张之外，公司积极拓展产品品类，布局医疗包装纸、食品包装纸、电力电缆纸、三防热敏纸等产品线，规划新产线的环境影响评价已于 2023 年 7 月 25 日通过马鞍山市生态环境局批复。横向拓展品类一方面有望**强化规模效应**，增强公司对上游原料的议价力；另一方面有助于**拓宽需求来源**，使公司可以更好的应对需求端行业周期下行带来的风险。

## 估值

- 考虑 23H1 浆价下行，利润有望逐步修复，产能扩张下公司订单承接能力增强，预计公司 2023-2025 年收入分别为 38.9、48.1、56.6 亿元，归母净利润分别为 5.6、6.5、7.8 亿元；EPS 分别为 1.69、1.95、2.34 元；对应 PE 分别为 12.9、11.2、9.3 倍。首次覆盖，给予**买入**评级。

## 评级面临的主要风险

- 原材料价格短期大幅波动、国际贸易环境变化、业务开拓风险、产能建设不及预期。

## 投资摘要

| 年结日：12 月 31 日   | 2021  | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入(人民币 百万)    | 2,940 | 3,436 | 3,891 | 4,807 | 5,658 |
| 增长率(%)          | 82.4  | 16.9  | 13.2  | 23.5  | 17.7  |
| EBITDA(人民币 百万)  | 547   | 533   | 657   | 779   | 921   |
| 归母净利润(人民币 百万)   | 449   | 467   | 562   | 649   | 778   |
| 增长率(%)          | 72.5  | 4.2   | 20.3  | 15.5  | 19.8  |
| 最新股本摊薄每股收益(人民币) | 1.35  | 1.41  | 1.69  | 1.95  | 2.34  |
| 市盈率(倍)          | 16.2  | 15.5  | 12.9  | 11.2  | 9.3   |
| 市净率(倍)          | 2.9   | 2.0   | 1.8   | 1.7   | 1.5   |
| EV/EBITDA(倍)    | 7.2   | 11.5  | 7.5   | 6.5   | 4.7   |
| 每股股息 (人民币)      | 0.5   | 0.5   | 0.6   | 0.7   | 0.9   |
| 股息率(%)          | 2.9   | 2.1   | 2.9   | 3.3   | 4.0   |

资料来源：公司公告，中银证券预测

## 目录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 华旺科技：中高端装饰原纸龙头 .....                | 6  |
| 装饰原纸行业：原料占成本比重 80%，产业链成本转嫁能力强 ..... | 9  |
| 现代造纸：以水循环为基础的脱水过程 .....             | 9  |
| 产业链：原材料占成本比重达 80% 以上 .....          | 10 |
| 供需情况：供给侧头部集中，需求侧价格容忍度高 .....        | 15 |
| 公司优势：工艺领先，成本优势，横向拓品类 .....          | 17 |
| 注重研发，工艺领先 .....                     | 17 |
| 毛利率稳步上升，吨成本具备比较优势 .....             | 17 |
| 横向扩品类，发展再加速 .....                   | 19 |
| 盈利预测 .....                          | 23 |
| 财务分析 .....                          | 23 |
| 盈利预测 .....                          | 25 |
| 估值分析 .....                          | 25 |
| 风险提示 .....                          | 27 |

## 图表目录

|                                                      |    |
|------------------------------------------------------|----|
| 股价表现.....                                            | 1  |
| 投资摘要.....                                            | 1  |
| 图表 1. 华旺科技发展历史.....                                  | 6  |
| 图表 2. 公司股权结构.....                                    | 6  |
| 图表 3. 营收稳步增长，盈利能力稳定.....                             | 7  |
| 图表 4. 2018 年以来经营现金净额稳步向好.....                        | 7  |
| 图表 5. 装饰原纸长期占营收的 65% 以上.....                         | 7  |
| 图表 6. 装饰原纸长期占利润的 70% 以上.....                         | 7  |
| 图表 7. 公司业务以内销为主.....                                 | 7  |
| 图表 8. 内销业务毛利率较为平稳，海外业务毛利率波动大.....                    | 7  |
| 图表 9. 公司产能一览表.....                                   | 8  |
| 图表 10. 造纸核心工艺围绕“打浆”及“抄造”两个阶段.....                    | 9  |
| 图表 11. 华旺科技造纸产线.....                                 | 9  |
| 图表 12. 装饰原纸种类.....                                   | 10 |
| 图表 13. 素色装饰原纸（左）及可印刷装饰原纸（右）.....                     | 10 |
| 图表 14. 特种纸占纸张产量比重小，近年来产量增速高于行业.....                  | 10 |
| 图表 15. 2012 年以来，面层装饰纸销量占特种纸消费量比重稳步上升.....            | 10 |
| 图表 16. 装饰原纸产业链.....                                  | 11 |
| 图表 17. 2022 年，原材料占华旺科技装饰原纸成本 80%.....                | 11 |
| 图表 18. 纸张仅占兔宝宝装饰板材成本 13%.....                        | 11 |
| 图表 19. 我国用材林面积及蓄积量稳步下降.....                          | 12 |
| 图表 20. 我国用材林面积及蓄积量占比稳步下降.....                        | 12 |
| 图表 21. 1961-2021 年，中国木浆产量占全球产量比重由 1.2% 提升至 6.8%..... | 12 |
| 图表 22. 国内木浆消耗量中进口占比仍超过 50%.....                      | 12 |
| 图表 23. 部分进口木浆品牌.....                                 | 12 |
| 图表 24. 国内漂阔浆进口主要来源于巴西、印尼.....                        | 13 |
| 图表 25. 国内漂针浆进口主要来源于加拿大、芬兰、智利、美国、俄罗斯五国.....           | 13 |
| 图表 26. 巴西、印尼阔叶木浆品牌纤维及物理强度对比.....                     | 13 |
| 图表 27. 2022Q4 以来，随着港口库存回升到较高水平，木浆现货价格大幅回落.....       | 13 |
| 图表 28. 造纸需求约占全球钛白粉需求的 7%.....                        | 14 |
| 图表 29. 国内金红石型钛矿资源储量少（单位：万吨）.....                     | 14 |
| 图表 30. 近年来国内钛矿主要进口自莫桑比克.....                         | 14 |
| 图表 31. 产能增长，库存积累，22 年国内钛白粉开工率下行.....                 | 15 |
| 图表 32. 21 年以来钛白粉表观消费量下行，现货价格稳步下降.....                | 15 |
| 图表 33. 2022 年 CR3 销量占比达 77.3%.....                   | 15 |
| 图表 34. 2020 年以来华旺科技、夏王纸业持续扩张产能，产销增长的同时市占率            |    |

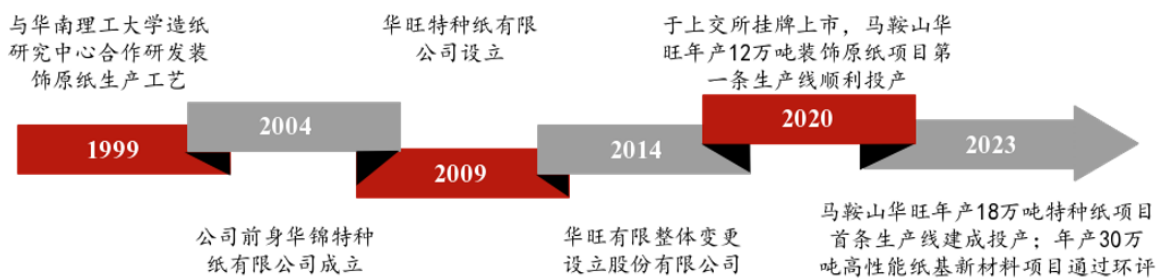
|                                             |    |
|---------------------------------------------|----|
| 水平稳步上升 .....                                | 15 |
| 图表 35.目前国内人造板以胶合板为主，纤维板、刨花板占比仍少 .....       | 16 |
| 图表 36. 2000 年以来，随着人造板产量快速增长，原木、锯材进口量快速提升 .. | 16 |
| 图表 37. 部分装饰纸新产品对原纸要求 .....                  | 16 |
| 图表 38. 装饰原纸理化性能要求 .....                     | 17 |
| 图表 39. 华旺科技实用新型专利数量高于同业企业 .....             | 17 |
| 图表 40. 2013 年以来公司毛利率稳步上升 .....              | 18 |
| 图表 41.华旺科技与齐峰新材装饰原纸吨成本对比 .....              | 18 |
| 图表 42.同业企业木浆采购均价对比 .....                    | 18 |
| 图表 43.同业企业钛白粉采购均价对比 .....                   | 18 |
| 图表 44. 华旺科技 30 万吨新产线规划 .....                | 19 |
| 图表 45. 非容器类食品包装纸产品 .....                    | 19 |
| 图表 46. 容器类食品包装纸产品 .....                     | 19 |
| 图表 47.部分上市公司扩产计划 .....                      | 20 |
| 图表 48.国内餐饮业营业额稳步上涨 .....                    | 20 |
| 图表 49.2023 年以来餐饮业社零总额有所修复 .....             | 20 |
| 图表 50.部分医疗透析纸产品 .....                       | 20 |
| 图表 51.部分非透析性医疗包装原纸 .....                    | 20 |
| 图表 52. 各国医疗器械包装分类 .....                     | 21 |
| 图表 53. 2022 年为改革开放后首次人口负增长 .....            | 21 |
| 图表 54.65 岁以上老龄人口占比稳步提升 .....                | 21 |
| 图表 55. 国内医疗器械市场规模持续扩大 .....                 | 21 |
| 图表 56.国内低值医疗耗材市场规模稳步提升 .....                | 21 |
| 图表 57. 2017 年以来电网工程投资完成额有所回落 .....          | 22 |
| 图表 58.国内跨区送电量稳步增长 .....                     | 22 |
| 图表 59. 2018 年以来规上快递业务量稳步增长 .....            | 22 |
| 图表 60.2023 年以来当月彩票销售额保持较高增速 .....           | 22 |
| 图表 61. 与同业企业相比，公司多项指标处于领先水平 .....           | 23 |
| 图表 62. 2018 年以来公司 ROE 稳步改善 .....            | 23 |
| 图表 63.2015 年以来公司综合毛利率维持行业较高水平 .....         | 23 |
| 图表 64. 2018 年以来公司净利率稳步提升 .....              | 23 |
| 图表 65.公司费用率稳步改善 .....                       | 23 |
| 图表 66. 2014 年以来公司应收账款周转率稳步提升 .....          | 23 |
| 图表 67. 2014 年以来公司应付账款周转率稳步下降 .....          | 24 |
| 图表 68. 2015 年以来公司应付账款占负债比重稳步上升 .....        | 24 |
| 图表 69. 2016 年以来公司存货周转率有所下降 .....            | 24 |
| 图表 70. 原材料在存货中占比稳步提升 .....                  | 24 |
| 图表 71. 随着固定资产快速提升，公司总资产周转率有所下降 .....        | 24 |
| 图表 72. 2014 年以来公司资产负债率稳步下降 .....            | 24 |

|                                             |    |
|---------------------------------------------|----|
| 图表 73. 公司盈利预测拆分 .....                       | 25 |
| 图表 74. 横向对比, 公司市盈率处于行业较低水平 .....            | 26 |
| 图表 75. 与上证指数市盈率对比, 公司比值低于 21.6% 的历史水平 ..... | 26 |
| 利润表(人民币 百万) .....                           | 28 |
| 现金流量表(人民币 百万) .....                         | 28 |
| 财务指标 .....                                  | 28 |
| 资产负债表(人民币 百万) .....                         | 28 |

## 华旺科技：中高端装饰原纸龙头

深耕行业二十余年，中高端装饰原纸领跑者。公司自 1999 年与华南理工大学造纸研究中心合作研发装饰原纸生产工艺，2004 年成立公司前身华锦特种纸有限公司，2009 年设立华旺特种纸有限公司，2014 年整体变更为股份有限公司，并于 2020 年 12 月在上交所主板上市。二十余年来公司发展稳健，深耕装饰原纸行业，成为中高端装饰原纸领跑者，上市以来借力资本市场稳步扩张产能，迈向发展新阶段。

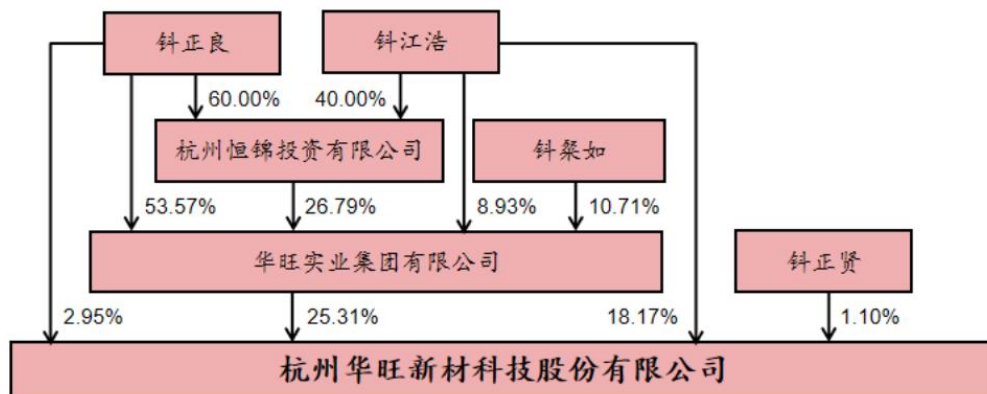
图表 1. 华旺科技发展历史



资料来源：公司官网，同花顺 iFinD，公司公告，马鞍山政府网，中银证券

**股权结构集中，管理层经验丰富。**华旺科技由公司董事长钭江浩及家族一致行动人长期控股，截止至 2023 年 3 月 31 日，四人合计控股占比 47.5%。管理团队中多位高管在行业深耕多年，从业经验丰富，公司核心管理层长年保持稳定，为公司长期发展提供重要支撑。

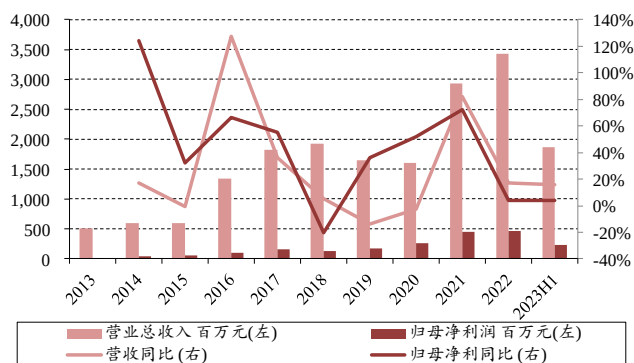
图表 2. 公司股权结构



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

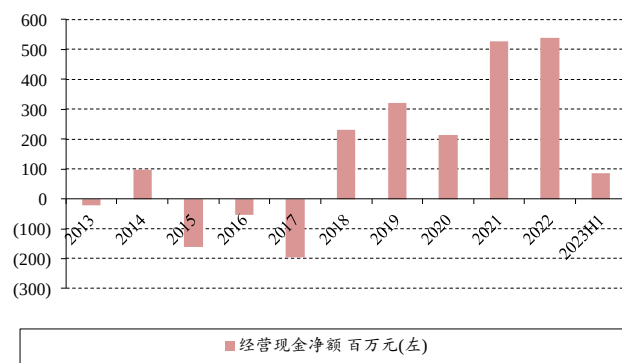
**2014 年以来公司营收、利润稳增。**2013-2022 年，公司营业收入、归母净利润增长稳健，年复合增长率分别达 23.7%、41.6%。2023H1，公司实现营收 18.6 亿元，同增 15.8%，归母净利润 2.4 亿元，同增 3.9%，毛利率 16.5%，同减 4.1pct，费用率 2.8%，同减 1.8pct，净利率 12.6%，同减 1.4pct，经营现金净额为 0.9 亿元，同减 78.4%。受原材料价格波动影响，2023H1 公司利润及现金流有所承压。

图表 3. 营收稳步增长，盈利能力稳定



资料来源：万得，中银证券

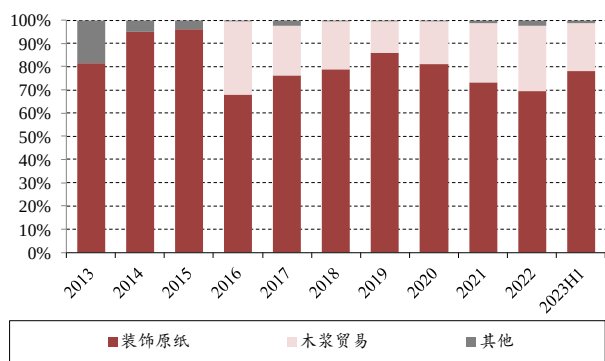
图表 4. 2018 年以来经营现金净额稳步向好



资料来源：万得，中银证券

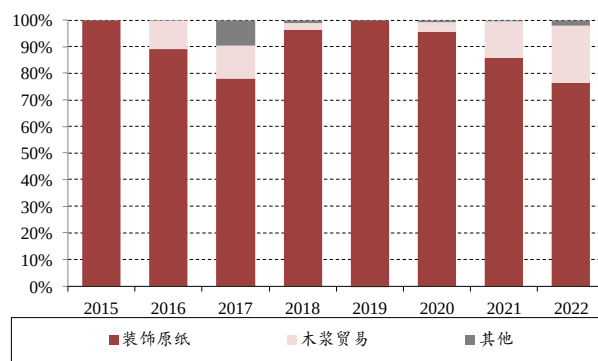
**装饰原纸是公司主要营收利润来源。**公司主要从事装饰原纸研发、生产、销售，以及木浆贸易业务。主要产品包括可印刷装饰原纸和素色装饰原纸，广泛用于人造板的饰面层。装饰原纸作为公司的核心业务，长期占营收的 65% 以上，占利润的 70% 以上。随着公司产能扩张，未来装饰原纸和木浆营收有望实现稳健增长。

图表 5. 装饰原纸长期占营收的 65% 以上



资料来源：公司公告，中银证券

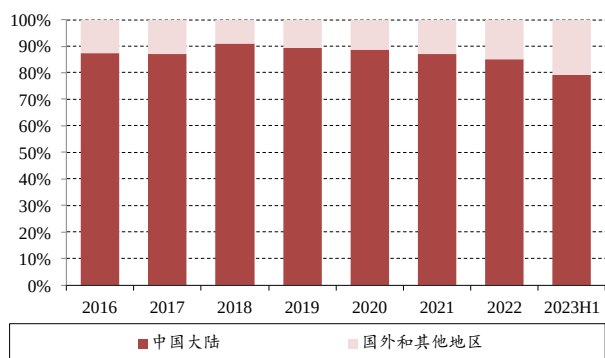
图表 6. 装饰原纸长期占利润的 70% 以上



资料来源：公司公告，中银证券

**公司产品以内销为主，2018 年以来海外市场持续扩张。**公司业务以内销为主，2020 年以来，受疫情带来的全球供应链冲击，公司快速占据海外市场，外销营收占比稳步提高。2023H1，公司海外营收占比达 20.8%，同增 6.8pct。相比于国内业务，海外业务毛利率波动较大，有更高的上下限，2020-2022 年间，境外及其他地区业务毛利率在 8.0%-30.9% 之间波动。

图表 7. 公司业务以内销为主



资料来源：公司公告，中银证券

图表 8. 内销业务毛利率较为平稳，海外业务毛利率波动大



资料来源：公司公告，中银证券

募投产能逐步投放，产销增长支撑业绩提升。截至 2023 年 6 月底，公司拥有 8 条全球领先的装饰原纸生产线，产能合计约 35 万吨。马鞍山“年产 18 万吨特种纸生产线扩建项目”未来仍计划有 10 万吨产能落地。此外，2023 年 8 月，公司马鞍山“年产 30 万吨高性能纸基新材料项目”通过马鞍山市环保局环评审核，未来将投资 25.8 亿元，新建包含高档食品包装纸、医用包装纸、电气绝缘板纸、电力电缆纸、三防热敏纸在内的 6 条纸基材料产线和 4 条加工纸产线，远期产能规划将有力支撑公司未来业绩增长。

图表 9.公司产能一览表

| 地点    | 状态  | 产线类型                             | 年产能 万吨 |
|-------|-----|----------------------------------|--------|
| 杭州临安  | 已建成 | 5 条装饰原纸产线                        | 15     |
|       | 已建成 | 3 条装饰原纸产线                        | 20     |
|       | 在建  | 2 条装饰原纸产线                        | 10     |
|       |     | 4 条高端食品用纸产线                      | 15     |
| 安徽马鞍山 |     | 2 条医用包装用纸产线                      | 6      |
|       | 规划  | 1 条电气绝缘纸板产线                      | 3      |
|       |     | 1 条电力电缆纸产线                       | 1      |
|       |     | 2 条三防热敏纸产线                       | 5      |
| 合计产能  |     | 现有装饰原纸产能 35 万吨，在建、规划中年产能合计 40 万吨 |        |

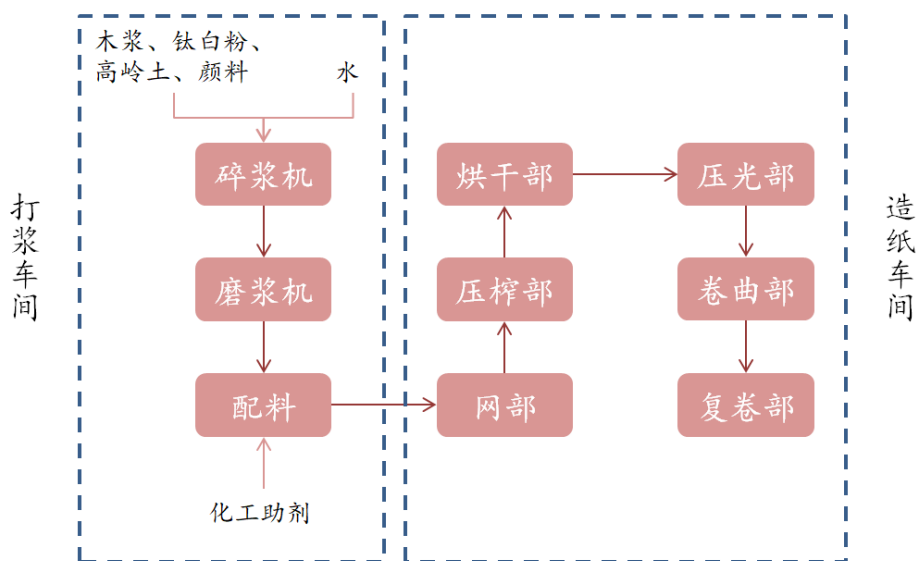
资料来源：公司公告，马鞍山市政府网，《年产 30 万吨高性能纸基新材料项目环境影响报告书》，中银证券

## 装饰原纸行业：原料占成本比重 80%，产业链成本转嫁能力强

### 现代造纸：以水循环为基础的脱水过程

造纸术是我国古代四大发明之一，西汉蔡伦推广造纸术后，其核心工艺沿用至今。现代造纸虽然大幅提升了效率和纸张质量，但核心工艺仍围绕“打浆”及“抄造”两个阶段。纸张是植物纤维构成的薄片，现代造纸的生产过程总体上是一个以水循环为基础的脱水过程。“打浆”阶段，通过碎浆、磨浆，去除木浆原料中的杂质，使木浆中的植物纤维达到要求的切断和粉丝帚化，并与钛白粉和颜料等配料均匀混合，磨浆后的浆料经过稀释、添加化工助剂后进入“抄造”阶段。“抄造”阶段中，浆料经短流程进一步稀释后到纸机网部脱水，并经过压榨、烘干、压光、卷取、复卷得到最终成品。

图表 10. 造纸核心工艺围绕“打浆”及“抄造”两个阶段



资料来源：发明专利权利要求书《低油墨耗用型装饰原纸的生产工艺》CN201110047677.7，《马鞍山华旺新材料科技有限公司 18 万吨/年装饰原纸生产线扩建项目环境影响报告书》，中银证券

造纸行业具备产线长、车速快、连续生产的特点。造纸车间虽然简单分为“打浆”、“造纸”两段工序，但其中还涉及供热、水循环、水处理，产线整体较长，这使得产品质量与生产管理高度关联。现代纸机，除了必要的设备检修和计划外因素导致的停机之外，通常 24 小时连续生产。这些特点要求企业抓好生产管理，以最大化生产效率、实现降本增效，规模化生产带来的能效优势也促使头部企业扩产。

图表 11. 华旺科技造纸产线



资料来源：公司官网，中银证券

## 产业链：原材料占成本比重达 80% 以上

装饰原纸是一种经特殊工艺加工而成的工业特种纸，主要用于人造板贴面材料的制造，按功能不同，可以分为护面表层原纸、面层装饰原纸、底层平衡原纸和其他原纸。护面表层原纸、底层平衡原纸及其他原纸更侧重功能性，分别提供耐磨、防潮和封边的作用，面层装饰原纸包括素色装饰原纸和可印刷装饰原纸，主要用于人造板的饰面装饰，可以印刷木纹或图案。

图表 12. 装饰原纸种类

| 类型     | 主要品种    | 用途              | 特性                                |
|--------|---------|-----------------|-----------------------------------|
| 护面表层原纸 | 表层耐磨原纸  | 用于制作人造板表层护面     | 具备良好的耐磨性，对人造板起保护作用                |
| 面层装饰原纸 | 素色装饰原纸  | 用于人造板的饰面装饰      | 呈现各类单一颜色，经三聚氰胺树脂浸渍后压贴于人造板表面       |
|        | 可印刷装饰原纸 |                 | 可印刷木纹及图案，经三聚氰胺树脂浸渍后压贴于人造板表面       |
| 底层平衡原纸 | 平衡原纸    | 压贴于人造板底层，起到防潮效果 | 增强板材平整性，防止起翘变形，避免水分从底层渗入，提高产品防潮性能 |
| 其他原纸   | 封边带装饰原纸 | 用于人造板横切面的封边制作   | 拥有较高的平滑度与稳定的膨胀系数，对人造板的边缘起到加固作用    |

资料来源：公司公告，中银证券

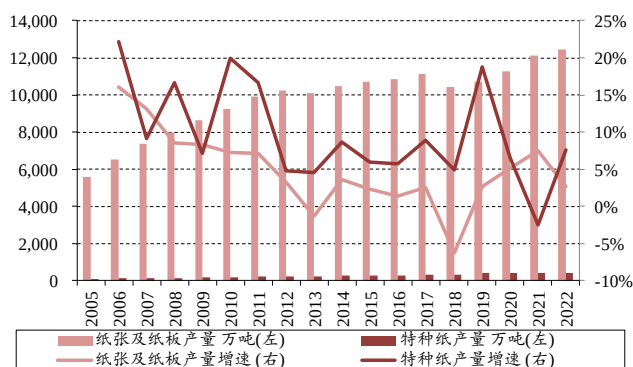
图表 13. 素色装饰原纸（左）及可印刷装饰原纸（右）



资料来源：公司公告，中银证券

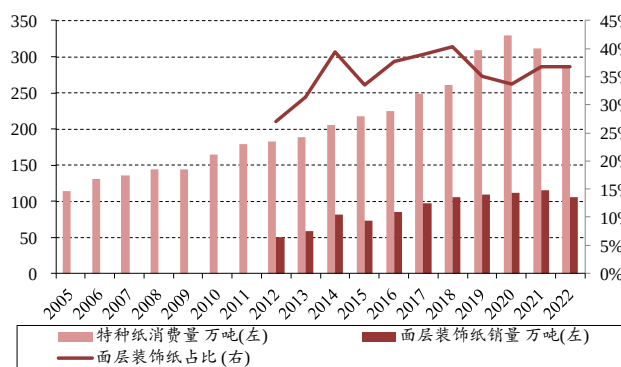
我国是造纸大国，根据 Statista 发布的《Global paper and paperboard production 2021》，2021 年我国纸张及纸板产量占全球产量的 49.5%；根据中国造纸协会发布的《中国造纸工业 2022 年度报告》，2022 年，我国纸张及纸板产量达 1.2 亿吨，其中，工业特种纸产量仅 425 万吨，占比约 3.4%，消费量 287 万吨，占总消费量的 2.3%。根据中国林产工业协会数据，2022 年我国人造板面层装饰原纸销量达 105.7 万吨，占特种纸消费量约 36.8%，按吨售价 1 万元测算，市场规模约 105.7 亿元。2012 年以来，随着人造板基材及贴面材料需求的提升，面层装饰纸销量稳步增长，销量年复合增长率达 7.9%，占特种纸消费量的比重稳步提升。

图表 14. 特种纸占纸张产量比重小，近年来产量增速高于行业



资料来源：《中国造纸工业年度报告》中国造纸协会，中银证券

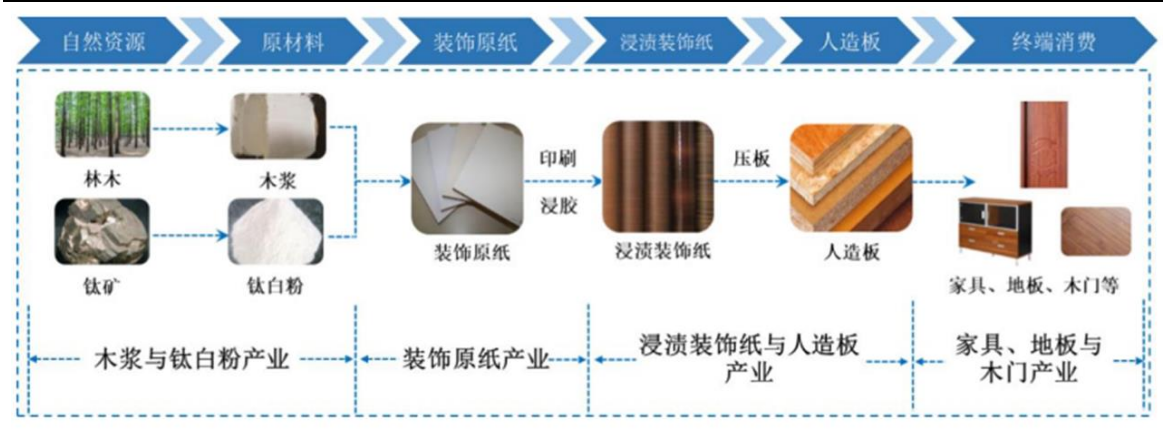
图表 15. 2012 年以来，面层装饰纸销量占特种纸消费量比重稳步上升



资料来源：《中国造纸工业年度报告》中国造纸协会，中国林产工业协会，中银证券

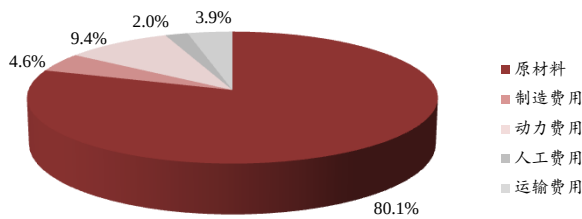
装饰原纸是制造家具过程中的中间产品，其上游为木浆、钛白粉等原料产业，下游为浸渍装饰纸与人造板行业，加工后的成品最终流向家具、地板、木门等终端产品。原材料占装饰原纸成本比重达80%以上，对于浸渍装饰纸行业，根据帝龙新材招股说明书，装饰原纸约占其成本约50%，对于人造板材行业，装饰纸占其生产成本仅13%。

图表 16.装饰原纸产业链



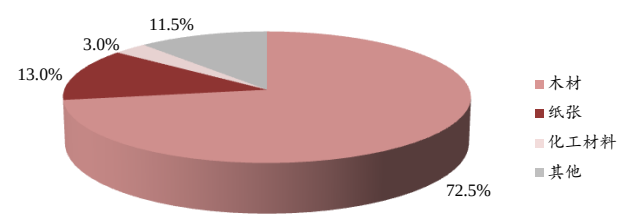
资料来源：公司公告，中银证券

图表 17. 2022 年，原材料占华旺科技装饰原纸成本 80%



资料来源：公司年报，中银证券

图表 18. 纸张仅占兔宝宝装饰板材成本 13%



资料来源：兔宝宝投资者关系活动记录表，中银证券

装饰原纸主要原材料为木浆、钛白粉和高岭土，根据《马鞍山华旺新材料科技有限公司 18 万吨/年装饰原纸生产线扩建项目环境影响报告书》，生产单吨装饰原纸需消耗木浆 0.6 吨、钛白粉 0.275 吨、高岭土 0.125 吨。

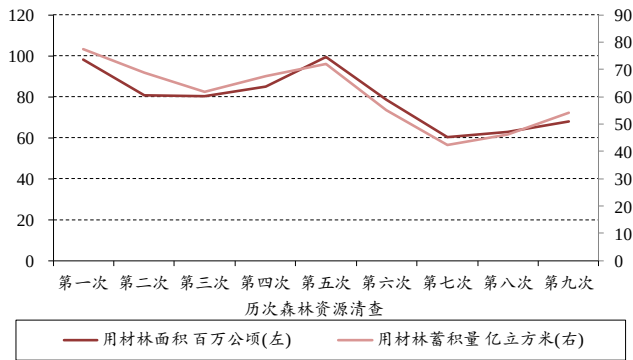
### 木浆：受限于林业资源，进口依存度大

木材按树种分为针叶树和阔叶树，木浆也依此分类。针叶浆产自中高纬度地区的针叶树，如落叶松、云杉等，其树叶呈尖细状，质地较软，也被称为软木（softwood），具有生长周期长、纤维长度长的特点；阔叶浆产自中低纬度地区的阔叶树，如桉木、桉木等，其树叶呈阔宽状，质地较硬，也被称为硬木（hardwood），具有生长周期短，纤维长度短的特点。装饰原纸所需的木浆以漂白阔叶木浆（漂阔浆）为主，漂白针叶浆（漂针浆）为辅。

我国森林资源相对不足。根据联合国粮食和农业组织数据，我国森林面积达 220 万平方公里，占全球森林资源的 5%，但森林覆盖率、人均森林面积、人均森林蓄积均不及世界平均水平。近 20 年来经济快速发展，用材需求不断增加，2019 年 7 月，中共中央办公厅和国务院办公厅联合印发了《天然林保护修复制度方案》，全面停止天然林商业性采伐，用材供需矛盾凸显。

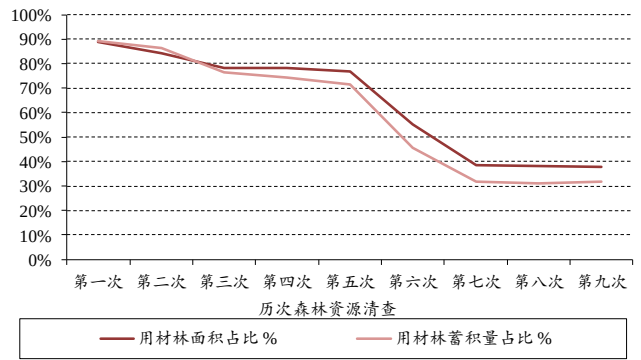
我国用材自给能力不足，大径材、阔叶材、珍贵材少。根据曾伟生发表的《我国用材林资源状况及木材安全分析》，依据 2014-2018 年完成的第九次全国森林资源清查结果，除港澳台以外，我国 31 个省级行政区用材林（不含竹林）面积达 6,803.4 万公顷，占森林面积约 31.2%，蓄积量达 54.2 亿立方米，占森林蓄积量 31.7%，自 20 世纪 70 年代以来，我国用材林面积、蓄积量在乔木林中所占比例总体下降，目前全国成熟林和过熟林蓄积量不足 15 亿立方米，相比每年 5 亿立方米的木材需求，自给能力明显不足。

图表 19.我国用材林面积及蓄积量稳步下降



资料来源：《我国用材林资源状况及木材安全分析》曾伟生，中银证券

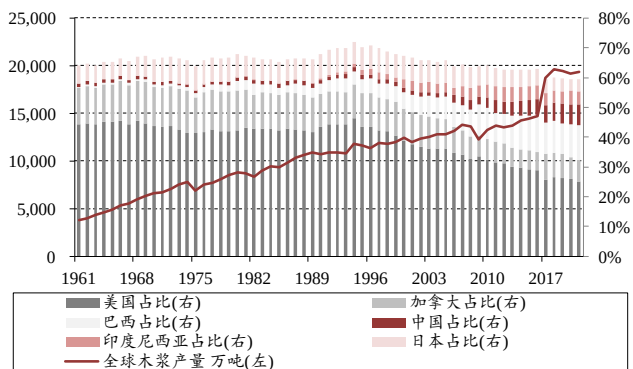
图表 20.我国用材林面积及蓄积量占比稳步下降



资料来源：《我国用材林资源状况及木材安全分析》曾伟生，中银证券

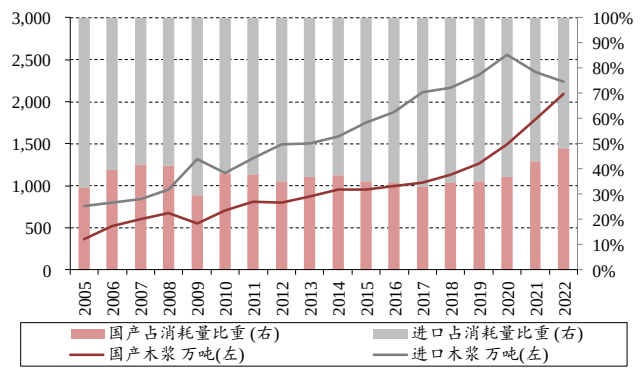
受限于资源禀赋，国内木浆进口依存度高。根据联合国粮食和农业组织估算，中国木浆产量由 1961 年的 45.7 万吨增长至 2021 年的 1,305.0 万吨，占全球产量比重由 1.2% 提升至 6.8%。但相比国内消费量，木浆进口依存度仍高，根据中国造纸协会发布的《中国造纸工业年度报告》，国内木浆消耗量中进口占比由 2005 年的 67.2% 下降至 2022 年 51.7%。

图表 21.1961-2021 年，中国木浆产量占全球产量比重由 1.2% 提升至 6.8%



资料来源：联合国粮食和农业组织，中银证券

图表 22.国内木浆消耗量中进口占比仍超过 50%



资料来源：《造纸工业年度报告》中国造纸协会，中银证券

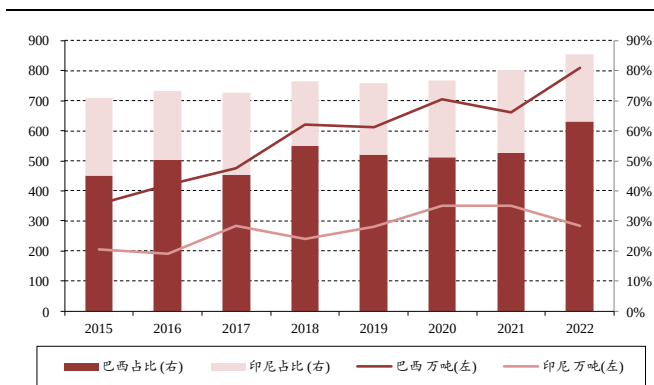
全球木浆资源集中于少数国家，国内阔叶浆进口主要来源于巴西、印尼，针叶浆进口主要来源于加拿大、芬兰、智利、美国、俄罗斯五国。受益于资源集中，各国的大型木浆贸易商具有品牌和定价优势，巴西 Suzano 公司在收购了 Fibria 公司后，整合资源，同时拥有“金鱼”、“鸚鵡”两个阔叶浆品牌，是国际阔叶浆生产、贸易巨头。

图表 23.部分进口木浆品牌

| 木浆类型 | 国家    | 品牌名称                                                                               |
|------|-------|------------------------------------------------------------------------------------|
| 针叶浆  | 加拿大   | Cariboo(凯利普)、Celstar(月亮)、CroftonCKBC(金狮)、CroftonCKHFI(雄狮)、Harmac(马牌)、Northwood(北木) |
|      | 芬兰    | UPM(芬欧)                                                                            |
|      | 俄罗斯   | Bratsk(布针)、Ust-Ilimsk(乌针)                                                          |
|      | 智利    | Arauco(银星)、Pacífico(太平洋)                                                           |
|      | 美国    | Alabama(阿拉巴马)                                                                      |
| 阔叶浆  | 巴西    | Suzano(金鱼)、Fibria(鸚鵡)、Guaiba(小鸟)、Eldorado(公牛)                                      |
|      | 印度尼西亚 | OKI(虎牌)、TPL(鹰牌)、Riau(小叶相思)                                                         |
|      | 智利    | Arauco(明星)、SantaFe(圣达菲)                                                            |

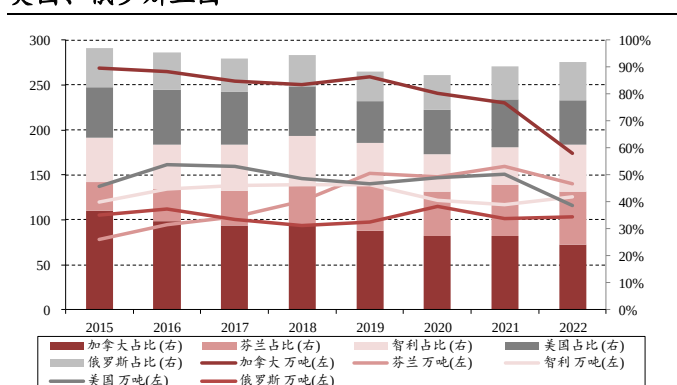
资料来源：《纸浆基础知识介绍》上期所发布，中银证券

图表 24.国内漂阔浆进口主要来源于巴西、印尼



资料来源：海关总署，中银证券

图表 25.国内漂针浆进口主要来源于加拿大、芬兰、智利、美国、俄罗斯五国



资料来源：海关总署，中银证券

木浆的纤维结构由其原料树种决定，并影响纸张成品质量。装饰原纸重视纸张的吸收性和湿强度，主要由原料的纤维形态影响，因此实际生产中以吸收性能较好的阔叶浆为主，以纤维强度较好的针叶浆为辅。阔叶浆中，巴西浆使用经过不断改良的桉木为原料，其纤维粗度低，细胞壁薄，纤维细长，体现出较好的制浆造纸特性，与其他阔叶浆相比，成纸后松厚度、透气度、不透明度、匀度均较好，平滑度高，且具备良好的印刷适应性，综合性能更为优良。

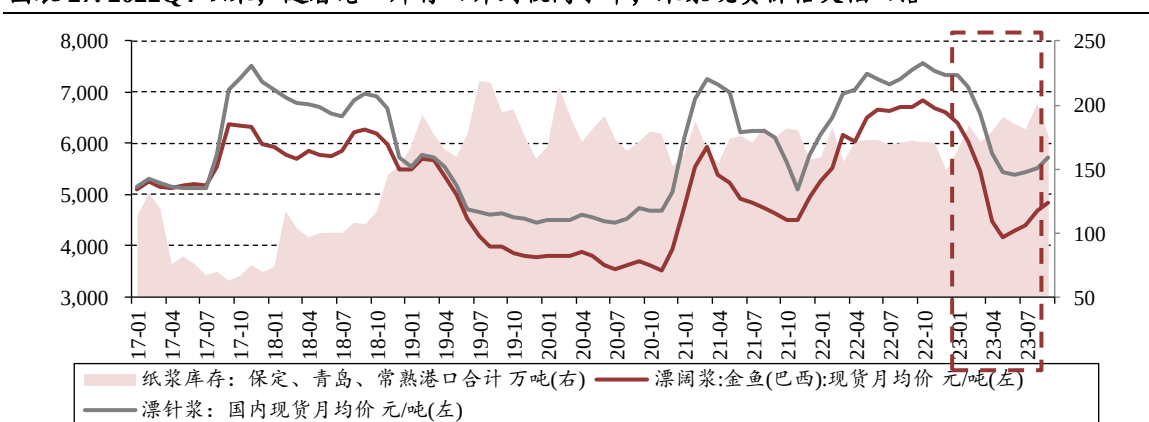
图表 26.巴西、印尼阔叶木浆品牌纤维及物理强度对比

| 木浆品牌 | 原料树种                   | 纤维长度<br>单位 | 纤维长度<br>mm | 纤维粗度<br>mg/100m | 纤维根数<br>N/mg | 打浆度<br>ml 或 ° SR | 裂断长<br>km | 耐破指数<br>kPa · m <sup>2</sup> /g | 撕裂指数<br>mN · m <sup>2</sup> /g |
|------|------------------------|------------|------------|-----------------|--------------|------------------|-----------|---------------------------------|--------------------------------|
| 巴西鸚鵡 | 桉木                     |            | 0.93       | 8.32            | 12,900       | 40° SR           | 9.0       | 6.1                             | 13.0                           |
| 印尼虎牌 | 混合阔叶木                  |            | 1.22       | -               | -            | 35° SR           | 6.1       | 3.0                             | 8.8                            |
| 印尼鷹牌 | 相思树、桉木、枫木、<br>松木、其他硬质木 |            | 1.00       | 14              | 60,00        | 300ml            | 5.6       | 3.0                             | 8.7                            |

资料来源：《进口商品浆的纤维形态与使用(续)》王菊华，中银证券

2022Q4 后，随着供应紧缺缓解，港口库存回升到较高水平，木浆现货价格大幅回落。2023Q2 以来，木浆现货价格虽有回升，但较 22 年高点仍有较大降幅，目前价格整体回到 2021 年同期水平，持续较低的木浆价格将有助于纸企修复利润水平。

图表 27. 2022Q4 以来，随着港口库存回升到较高水平，木浆现货价格大幅回落

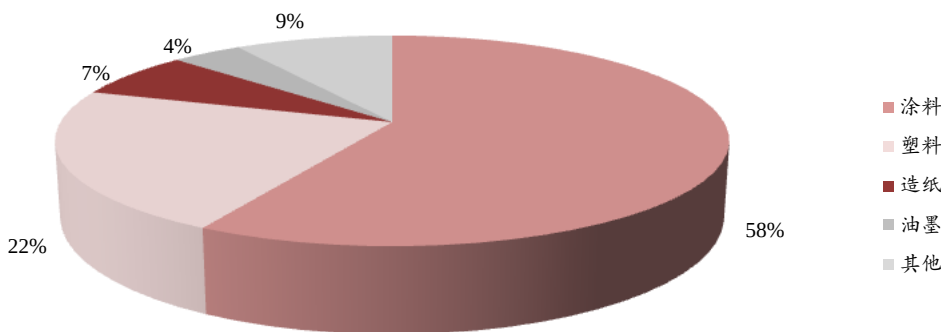


资料来源：同花顺 iFinD，万得，中银证券

### 钛白粉：优质原料依赖进口

钛白粉具有高折射率，理想的粒度分布，良好的遮盖力和着色力，是一种性能优异的白色颜料，广泛应用于涂料、塑料、造纸、印刷油墨、橡胶等行业。其中，造纸需求约占全球钛白粉需求的 7%，钛白粉可以改进纸张的物理力学性能，提高纸张的不透明度、平滑度、光泽度和白度，增加弹性，减少吸湿性和提高印刷性能。装饰原纸生产需使用具有更好耐候性和遮盖力的金红石型钛白粉（R 型）。

图表 28.造纸需求约占全球钛白粉需求的 7%

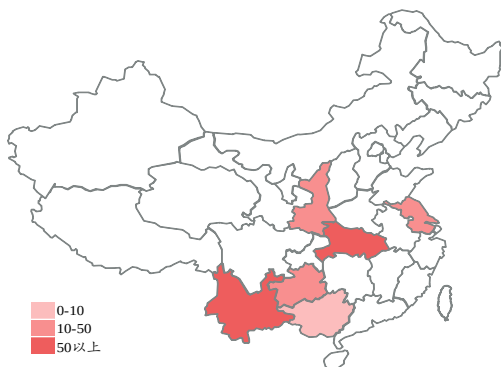


资料来源：龙柏集团 2022 年年报，中银证券

我国是钛白粉生产、出口大国。根据中核钛白 2022 年年报，我国 2022 年钛白粉产能约占全球产能 56.8%，产量达 390 万吨，其中出口约 140 万吨，占产量的 35.9%。国内钛白粉行业呈现“一超多强”的格局，CR11 综合产量占比达 71.2%。

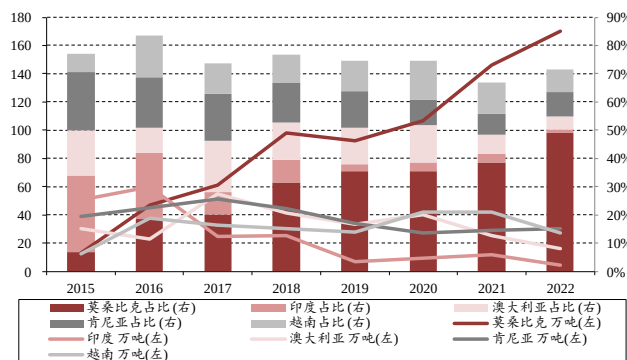
我国钛矿储量丰富，但优质原料依赖进口。根据毕胜发表的《2022 年中国钛白粉行业发展及分析》，国内钛白粉产品以金红石型钛白粉为主，2022 年产量占比达 83.3%。我国虽然钛矿储量丰富，但以含钛量低的原生矿为主，根据自然资源部数据，含钛量较高的金红石型钛矿资源仅占钛矿资源的 1.9%，这使得国内高品位优质钛矿依赖进口。

图表 29.国内金红石型钛矿资源储量少（单位:万吨）



资料来源：自然资源部，中银证券

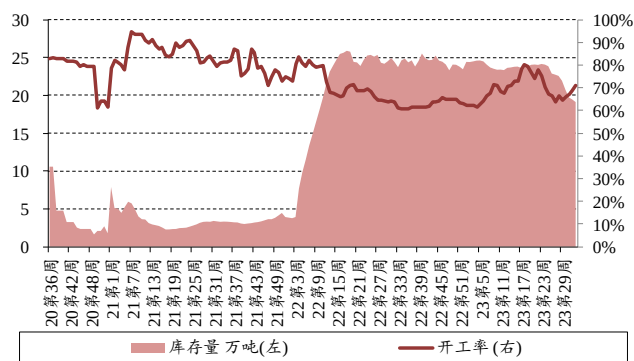
图表 30.近年来国内钛矿主要进口自莫桑比克



资料来源：海关总署，中银证券

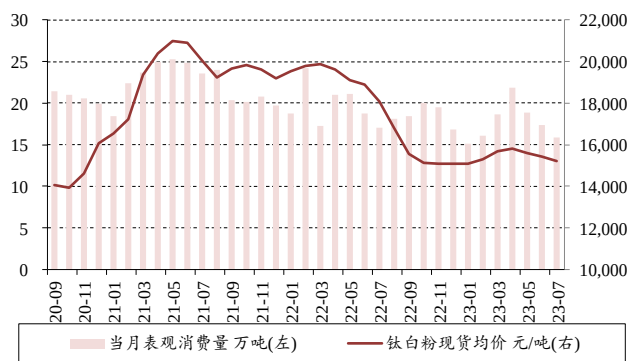
需求端疲弱，库存积累，致使 23 年钛白粉价格承压。根据百川盈孚数据，近年来钛白粉产能持续扩张，2018 年至 2022 年，行业有效产能由 377.5 万吨增长至 530.7 万吨，年复合增长率达 7.0%。22 年以来，随着产能增长，库存积累，国内钛白粉开工率、表观消费量均下行，现货价格亦稳步下降。

图表 31.产能增长，库存积累，22 年国内钛白粉开工率下行



资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 32.21 年以来钛白粉表观消费量下行，现货价格稳步下降

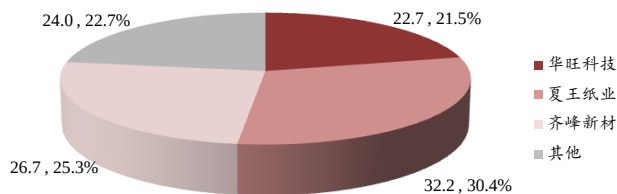


资料来源：海关总署，百川盈孚，中银证券

## 供需情况：供给侧头部集中，需求侧价格容忍度高

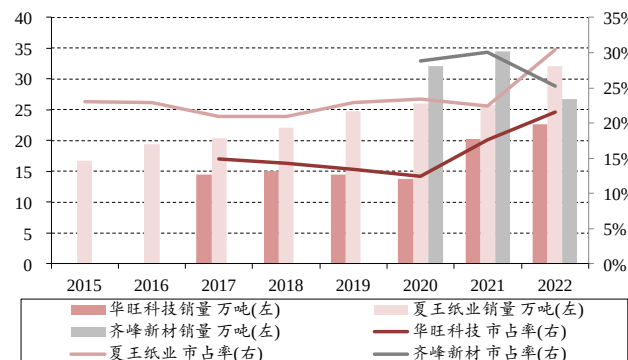
供给侧头部集中，2022 年 CR3 销量占比达 77.3%。装饰原纸行业主要参与者为华旺科技、夏王纸业、齐峰新材、阳光王子四家企业，根据齐峰新材《2023 年度向特定对象发行 A 股股票募集说明书》，2022 年华旺科技、夏王纸业、齐峰新材三家企业销量合计达 81.7 万吨，CR3 销量占比达 77.3%。头部企业积极扩产，2020 年以来华旺科技、夏王纸业持续扩张产能，产销增长的同时市占率水平稳步上升。

图表 33.2022 年 CR3 销量占比达 77.3%



资料来源：齐峰新材《2023 年度向特定对象发行 A 股股票募集说明书》，中银证券

图表 34. 2020 年以来华旺科技、夏王纸业持续扩张产能，产销增长的同时市占率水平稳步上升



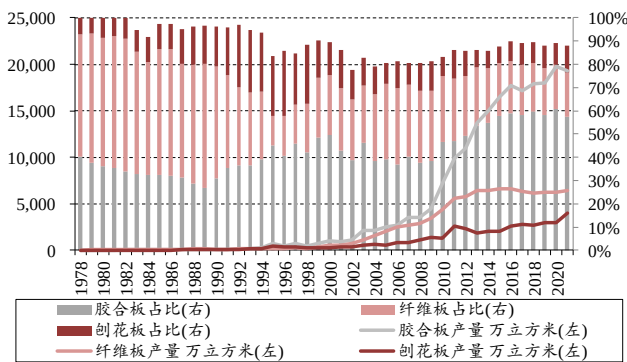
资料来源：公司公告，仙鹤股份债券跟踪评级报告，齐峰新材 2023 年度向特定对象发行 A 股股票募集说明书，中国林产工业协会，中银证券

在森林资源日益紧缺的情况下，人造板可以提升木材综合利用率，1 立方米人造板可以代替 3-4 立方米原木使用，缓解木材供需矛盾。以装饰原纸为原材料生产的浸渍装饰纸具有不易变形、不易脱落、花纹精美、成本低廉、可定制印刷等优势，相比宝丽板纸、塑料薄膜贴面与薄木贴面等其他传统人造板贴面材料更具性能优势。

根据崔晖发表的《装饰纸新产品发展现状及对原纸性能的要求》，在家具、橱柜制造方面的刨花板、纤维板饰面中，装饰纸饰面约占 85%，人造板墙饰面中，装饰纸饰面约占 60%，木门中约 30% 由 PVC 或装饰纸饰面。

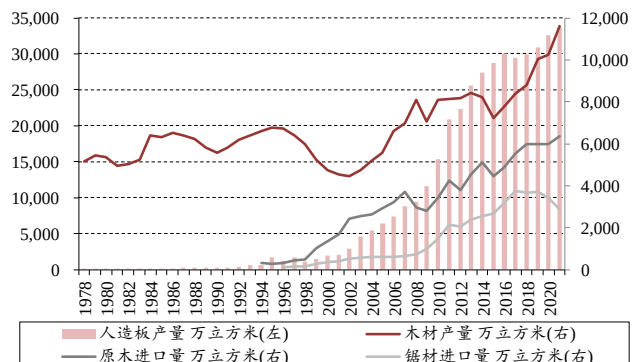
国内人造板产品仍以用材量较大的胶合板为主，由林区三剩物、纤维材料制成的刨花板、纤维板占比较小。根据国家林业和草原局发布的《中国林业和草原统计年鉴 2021》，2021 年胶合板、纤维板、刨花板占人造板产量分别为 57.3%、19.1%、11.8%，2013 年以来胶合板产量占比始终维持 50% 以上。2000 年以来，国内木材供给能力无法满足快速增长的人造板产能需求，使得原木、锯材进口量快速提升。根据国家林业和草原局发布的《中国林业和草原统计年鉴 2021》，2000-2021 年，国内人造板产量由 0.2 亿立方米增长至 3.4 亿立方米，年复合增长率达 14.4%，同期国内木材产量由 0.5 亿立方米增长至 1.2 亿立方米，年复合增长率 4.4%，增速和增量均无法满足快速增长的人造板产能需求，原木、锯材进口量随之快速增长，2000-2021 年原木进口量由 1,361.0 万立方米增长至 6,358.0 万立方米，年复合增长率达 7.6%，2000-2021 年锯材进口量由 357.5 万立方米增长至 2,884.0 万立方米，年复合增长率达 10.5%。

图表 35. 目前国内人造板以胶合板为主，纤维板、刨花板占比仍少



资料来源：《中国林业和草原统计年鉴 2021》，同花顺 iFinD，中银证券

图表 36. 2000 年以来，随着人造板产量快速增长，原木、锯材进口量快速提升



资料来源：《中国林业和草原统计年鉴 2021》，同花顺 iFinD，中银证券

**需求端板材企业价格容忍度高。**首先，根据兔宝宝投资者关系活动记录表，板材生产成本中，木材占比约 70%-75%，纸张仅占 13%，占比较小；其次，板材企业成本传导链条顺畅，可以通过对经销商和渠道调价转嫁成本压力，维持利润率稳定；最后，装饰原纸作为饰面材料，直接影响板材产品外观，直接影响消费者认知，中高端装饰原纸产品凭借更好的色相、更少的瑕疵、更稳定的产品质量，可以提升板材外观质感，更好的帮助板材产品销售。

**下游应用拓宽促使原纸性能提升。**随着下游浸渍装饰纸行业在印刷、油墨、功能性等方面的技术革新，浸渍装饰纸在图案、纹理上有更好的表现，产品在无醛化、抗菌、阻燃等性能上持续优化，带来品类拓展的同时持续拓宽应用场景。下游应用的拓宽同时促使原纸性能的提升，装饰纸功能化的实现大都通过在浸胶工序的胶黏剂中添加功能助剂（抗菌剂、阻燃剂、香料缓释微胶囊等）来实现，这要求装饰原纸有更好的遮盖性和吸收性，在更多的吸收功能助剂的同时，尽可能阻拦助剂渗透至基材中。

图表 37. 部分装饰纸新产品对原纸要求

| 部分装饰纸新产品 | 工艺说明                                                                  | 对原纸要求                  |
|----------|-----------------------------------------------------------------------|------------------------|
| 无醛装饰纸    | 以水性聚氨酯/水性丙烯酸酯类树脂胶黏剂替代传统醛类胶黏剂，从而实现装饰纸的无醛化。                             | 吸液性好，干/湿抗张强度高          |
| 涂料饰面装饰纸  | 在装饰纸表面直接涂饰涂料，代表产品为超亚光装饰纸、高光装饰纸、抗指纹装饰纸、EB 固化装饰纸等。                      | 平滑度、渗透性、遮盖力优异，吸收性和渗透性好 |
| 数码打印装饰纸  | 通过高仿真喷涂数码打印，将珍贵树种木材的天然纹理等图案打印到装饰原纸表面涂层，再在打印纸上下两面均添加浸渍胶液的表层纸，最终冷压加工成品。 | 较高的白度，较好的遮盖性、渗透性和适印性   |
| 抗菌装饰纸    | 在装饰纸中添加抗菌材料（纳米银等），以避免微生物污染引起的安全问题。                                    |                        |
| 释香装饰纸    | 在装饰纸表层涂布缓释微胶囊，实现装饰纸饰面人造板香味长久释放的功能。                                    | 较好的遮盖性和吸收性             |
| 阻燃装饰纸    | 应用水性氨基树脂为主的阻燃剂在阻燃型饰面浸渍胶膜纸背面形成阻燃层。                                     |                        |

资料来源：《装饰纸新产品发展现状及对原纸性能的要求》崔晖，中银证券

## 公司优势：工艺领先，成本优势，横向拓品类

### 注重研发，工艺领先

作为人造板的饰面材料，装饰原纸在要求良好的外观质量的同时，还对定量、吸收性、光学性能、抗张强度、湿强度、透气度、平滑度、匀度等技术指标有严格要求。要获得性能良好的装饰原纸，需要严格控制生产工艺条件，纤维配比，打浆方式，干燥方式等均会影响产品品质。

图表 38. 装饰原纸理化性能要求

| 项目      | 单位               | 印刷用原纸                  | 素色纸               | 印刷装饰纸  |
|---------|------------------|------------------------|-------------------|--------|
| 定量      | g/m <sup>2</sup> |                        | 60~200            |        |
| 定量偏差    | g/m <sup>2</sup> | -2~2                   | -3~3              | -3~3   |
| 绝对横幅定量差 | g/m <sup>2</sup> | ≤3                     | ≤4                | -      |
| 水分      | %                |                        | ≤4                | ≤6     |
| 灰分      | %                |                        | 15~45             |        |
| 灰分偏差    | %                |                        | -3~3              |        |
| pH 值    | -                |                        | 6.5~7.5           |        |
| 纵向干抗张强度 | N/15 mm          |                        | ≥25               |        |
| 纵向湿抗张强度 | N/15 mm          |                        | ≥6                |        |
| 透气度     | s/100mL          |                        | ≤25               | ≤45    |
| 平滑度     | s                | ≥150                   |                   | -      |
| 渗透性     | s                |                        | ≤3                | ≤5     |
| 透热性     | 级                |                        | 5                 |        |
| 耐光色牢度   | 级                |                        | 标准级：≥6<br>高保色级：≥7 |        |
| 纵横向伸缩率  | %                | 纵向：0~1.0<br>横向：1.5~3.5 |                   | -<br>- |

资料来源：GB/T 28995-2022《人造板饰面专用纸》，中银证券

装饰原纸生产流程长、环节多，生产中损纸的配用量，木浆的选用、配比，助留剂等化工助剂的使用，浆网速的配比，脱水速度的控制，压榨和压光部的线压力等等局部工艺的调整控制都对产品质量有直接影响，这要求企业需要在技术创新上持续投入，不断优化工艺流程管控，才可保障产品质量。华旺科技坚持定位于中高端装饰原纸，始终以技术驱动，根据国家知识产权局数据，截至 2023 年 8 月底，华旺科技共有发明专利 15 项，实用新型专利 56 项，实用新型专利数量高于同业企业。

图表 39. 华旺科技实用新型专利数量高于同业企业

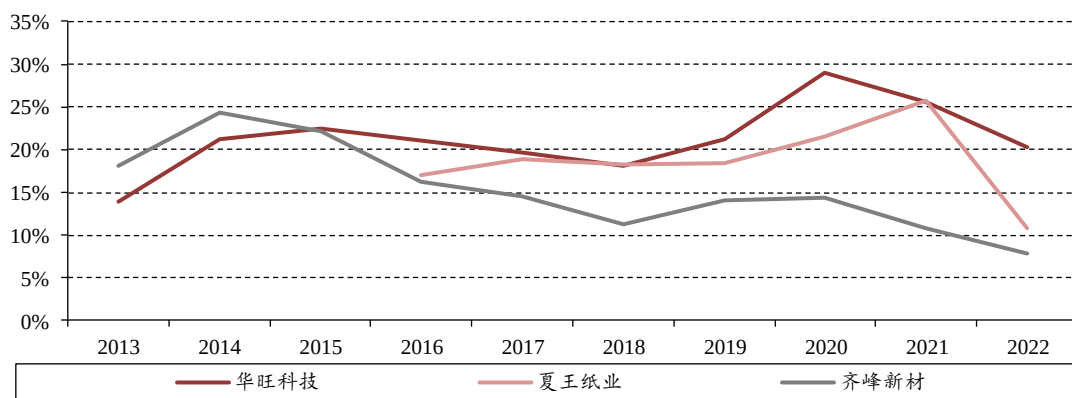
| 公司简称 | 发明专利 | 实用新型 | 合计 |
|------|------|------|----|
| 华旺科技 | 15   | 56   | 71 |
| 齐峰新材 | 35   | 15   | 50 |
| 夏王纸业 | 23   | 27   | 50 |
| 阳光王子 | 6    | -    | 6  |

资料来源：国家知识产权局，中银证券

### 毛利率稳步上升，吨成本具备比较优势

龙头采购优势显著，吨成本具备比较优势。2013 年以来，公司产销增长的同时毛利率稳步上升，相比同业企业，毛利率整体波动较小，2016 年以来，公司毛利率处于行业较高水平。由于原材料占成本比重较高，行业龙头企业普遍与木浆、钛白粉供应商建立长期合作，以降低采购成本，长期以来仙鹤股份原材料采购均价均位于当年价格较低水平，2016-2019 年，公司木浆采购价格均略低于仙鹤股份，钛白粉采购价格均略高于仙鹤股份。2020-2022 年，公司装饰原纸各项成本均低于齐峰新材，且原料成本差额逐年扩大。相比同业龙头企业，华旺科技在吨成本方面具备一定比较优势。

图表 40. 2013 年以来公司毛利率稳步上升



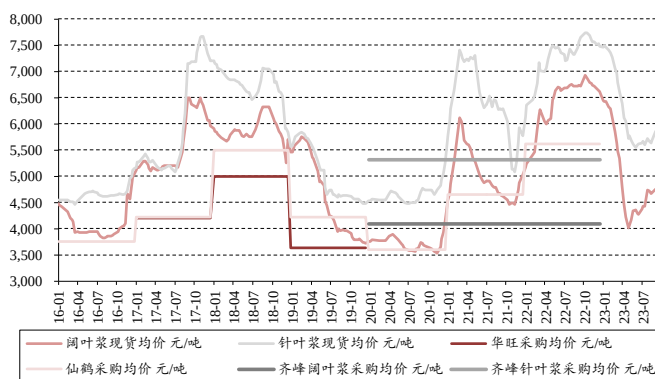
资料来源：万得，仙鹤股份债券跟踪评级报告，中银证券

图表 41. 华旺科技与齐峰新材装饰原纸吨成本对比

| 项目     | 单位  | 2022 年   |          | 2021 年   |         | 2020 年  |         |
|--------|-----|----------|----------|----------|---------|---------|---------|
|        |     | 华旺科技     | 齐峰新材     | 华旺科技     | 齐峰新材    | 华旺科技    | 齐峰新材    |
| 装饰原纸收入 | 百万元 | 2,383.3  | 2,713.8  | 2,157.1  | 3,389.6 | 1,305.6 | 2,683.4 |
| 销量     | 万吨  | 22.7     | 26.7     | 20.2     | 34.5    | 13.8    | 32.1    |
| 吨售价    | 元/吨 | 10,482.5 | 10,150.2 | 10,654.3 | 9,823.7 | 9,429.6 | 8,362.2 |
| 吨成本    | 元/吨 | 8,349.1  | 9,440.0  | 7,934.2  | 8,817.0 | 6,889.7 | 7,226.4 |
| 其中     |     |          |          |          |         |         |         |
| 原材料    | 元/吨 | 6,683.9  | 7,410.1  | 6,465.4  | 6,997.0 | 5,465.6 | 5,609.9 |
| 占比     | %   | 80.1     | 78.5     | 81.5     | 79.4    | 79.3    | 77.6    |
| 制造费用   | 元/吨 | 386.2    | 453.2    | 353.7    | 417.7   | 407.3   | 443.7   |
| 占比     | %   | 4.6      | 4.8      | 4.5      | 4.7     | 5.9     | 6.1     |
| 动力费用   | 元/吨 | 783.7    | 1,157.9  | 650.4    | 962.2   | 653.5   | 757.0   |
| 占比     | %   | 9.4      | 12.3     | 8.2      | 10.9    | 9.5     | 10.5    |
| 人工费用   | 元/吨 | 167.7    | 227.5    | 163.0    | 252.9   | 170.0   | 244.1   |
| 占比     | %   | 2.0      | 2.4      | 2.1      | 2.9     | 2.5     | 3.4     |
| 运输费用   | 元/吨 | 327.6    |          | 301.6    |         | 193.3   |         |
| 占比     | %   | 3.9      |          | 3.8      |         | 2.8     |         |
| 吨毛利    | 元/吨 | 2,133.4  | 710.3    | 2,720.1  | 1,006.7 | 2,539.9 | 1,135.8 |
| 毛利率    | %   | 20.4     | 7.0      | 25.5     | 10.2    | 26.9    | 13.6    |

资料来源：公司公告，齐峰新材 2023 年度向特定对象发行 A 股股票募集说明书，中银证券

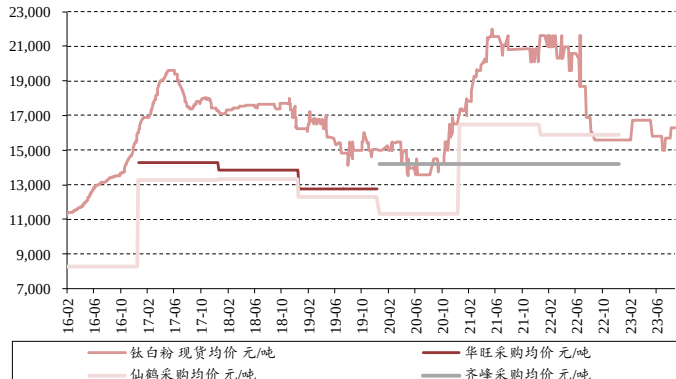
图表 42. 同业企业木浆采购均价对比



资料来源：万得，公司招股说明书，仙鹤股份债券跟踪评级报告，齐峰新材 2023 年度向特定对象发行 A 股股票募集说明书，中银证券

注：齐峰新材采购均价为 20-22 年三年平均值；16 年华旺科技木浆采购均价 4,208.24 元/吨，略低于仙鹤股份 4,225.54 元/吨

图表 43. 同业企业钛白粉采购均价对比



资料来源：万得，公司招股说明书，仙鹤股份债券跟踪评级报告，齐峰新材 2023 年度向特定对象发行 A 股股票募集说明书，中银证券

注：齐峰新材采购均价为 20-22 年三年平均值

## 横向扩品类，发展再加速

装饰原纸产能扩张之外，公司积极拓展产品品类，布局医疗包装纸、食品包装纸、电力电缆纸、三防热敏纸等产品线，规划新产线的环境影响评价已于 2023 年 7 月 25 日通过马鞍山市生态环境局批复。横向拓展品类一方面有望强化规模效应，增强公司对上游原料的议价力；另一方面有助于拓宽需求来源，使公司可以更好的应对需求端行业周期下行带来的风险。

图表 44. 华旺科技 30 万吨新产线规划

| 产品类型       | 建设内容            | 产品规格   |
|------------|-----------------|--------|
| 食品包装纸（一期）  | 2 条年产 5 万吨生产线   | 4800mm |
| 食品防油纸（一期）  | 2 条年产 2.5 万吨生产线 | 2640mm |
| 医疗用纸（二期）   | 2 条年产 3 万吨生产线   | 2640mm |
| 电力电缆纸（二期）  | 1 条年产 1 万吨生产线   | 2460mm |
| 电气绝缘纸板（二期） | 1 条年产 3 万吨生产线   | 3200mm |
| 三防热敏纸（二期）  | 2 条年产 2.5 万吨生产线 | 2640mm |

资料来源：《关于马鞍山华旺新材料科技有限公司年产 30 万吨高性能纸基新材料项目环境影响报告书的批复》马鞍山市生态环境局，中银证券

## 食品包装原纸

食品包装纸是以纸浆及纸板为主要原料的包装制品，按照用途可以分为**非容器类食品包装原纸**和**容器类食品包装原纸**两大类，其中非容器类食品包装原纸包括食品类铝箔衬纸、防油原纸、上蜡原纸等多种类别，容器类食品包装原纸包括纸杯、纸碗以及牛奶盒等液体包装纸等。根据恒达新材招股说明书，**容器类食品包装原纸**产量占食品包装原纸产量的大部分，2022 年全国**非容器类食品包装原纸**产量约为 24 万吨。

图表 45. 非容器类食品包装纸产品



资料来源：恒达新材招股说明书，中银证券

图表 46. 容器类食品包装纸产品



资料来源：五洲特纸官网，新巨丰招股说明书，中银证券

现代食品工业加工技术丰富，产品种类繁多，食品包装原纸由于食品直接接触，出于安全性考量，在残留物、微生物、迁移物和感官等方面均有要求。为适应不同食品类型，食品包装纸产品在功能上的侧重点也有所区别，如防霉保鲜、防油防水、透气防潮、阻菌抗菌、烹饪适应性等。

**供给方面，行业产能仍持续扩张。**一方面，**传统龙头积极扩产**，综合性特种纸龙头仙鹤股份、五洲特纸仍维持了一定规模的产能扩张，一体化大型纸企玖龙纸业亦有食品纸方面产能布局；另一方面，**细分赛道上市公司亦积极扩张**，深耕非容器类包装纸的恒达新材及无菌包材领域的新巨丰等均有扩产计划，短期内行业供给仍将快速增长。

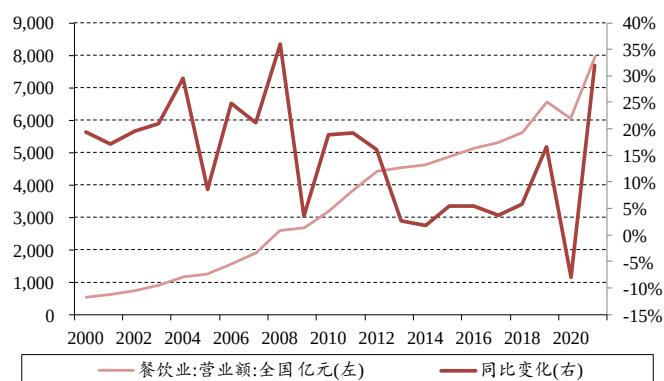
图表 47.部分上市公司扩产计划

| 公司   | 新增产能 万吨 | 地点   | 预计投产时间       |
|------|---------|------|--------------|
| 五洲特纸 | 50      | 江西九江 | 已于 2021Q4 投产 |
| 仙鹤股份 | 30      | 浙江衢州 | 已于 2023Q2 投产 |
|      | 40      | 广西来宾 | 2024Q4       |
| 冠豪高新 | 3       | 广东湛江 | 2023Q3       |
| 恒达新材 | 5       | 浙江衢州 | 2023Q4       |
| 玖龙纸业 | 120     | 广西北海 | 2024Q1       |

资料来源：各公司公告，广东冠豪高新技术股份有限公司特种纸及涂布纸产业基地项目二期工程环境影响报告书，广西三江口新区高性能纸基新材料项目环境影响报告书，浙江恒川新材料有限公司年产 5 万吨新型包装用纸生产线及 1 万吨食品医疗纸制品深加工项目环境影响报告书，仙鹤股份投资者问答，恒达新材投资者调研纪要，中银证券

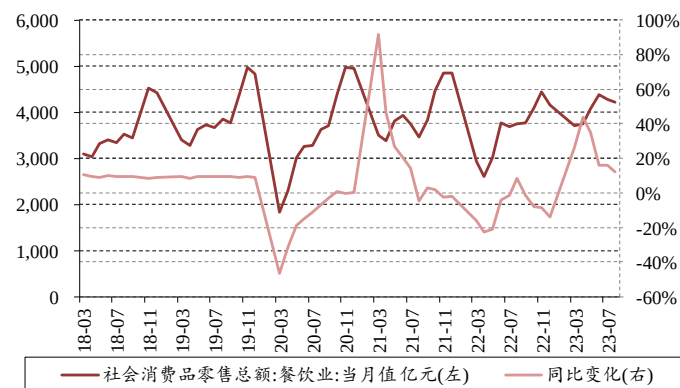
需求方面，受益于餐饮、外卖业发展，以及包材方面“以纸代塑”趋势，行业前景向好。我国餐饮业维持稳健发展，根据同花顺 iFinD 数据，2011-2021 年，餐饮业营业额由 3,809.1 亿元增长至 7,972.4 亿元，年复合增长率达 7.7%。2023 年以来，随着疫情影响消退，餐饮业社会零售消费总额有所修复。随着外卖业发展以及“限塑令”的推行，食品包装纸需求向好。

图表 48.国内餐饮业营业额稳步上涨



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 49.2023 年以来餐饮业社零总额有所修复



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

## 医用包装纸

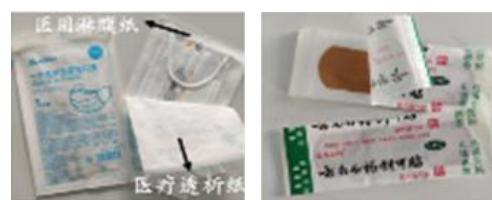
医疗包装纸主要包含医疗透析纸和非透析性医疗包装原纸，医疗透析纸主要用于纱布、棉签等敷料，医用口罩、防护服、检测拭子等医疗器械及医用敷料，非透析性医疗包装原纸主要包括医用淋膜纸、手套内衬用医用衬纸以及创可贴包装用医用冷封原纸。根据恒达新材招股说明书数据测算，2021 年国内医疗包装原纸产能约 23.5 万吨。

图表 50.部分医疗透析纸产品



资料来源：恒达新材招股说明书，中银证券

图表 51.部分非透析性医疗包装原纸



资料来源：恒达新材招股说明书，中银证券

医疗透析纸是医疗器械灭菌包装的关键组件，在无菌屏障系统上得到广泛应用。出于安全性考虑，医疗器械需要在包装密封后灭菌存储，与传统的灭菌后再包装相比，最终灭菌模式可以在医疗器械包装后进行灭菌，从而在使用前对器械提供阻菌保护。医疗透析纸由于其良好的透气性和阻菌性，适用于环氧乙烷、高温蒸汽等多种灭菌方式，并凭借相比于特卫强（Tyvek）更低的价格，在低价值医用器械的包装上应用广泛。

行业起步较晚，伴随药品质量提升，潜在发展空间大。灭菌包装发源于欧美，20 世纪 90 年代后，随着欧洲标准委员会的 EN 868 标准、国际标准化委员会的 ISO 11607 标准以及美国材料实验协会的 ASTM F 系列标准的推出和日益完善，许多国家建立起了成熟的灭菌包装体系，并将其纳入医疗器械范畴监管。2003 年以后，随着跨国医疗器械灭菌包装领域龙头进入国内市场，国内灭菌包装理念逐渐推广，随着国家标准对医疗器械包装的要求逐步对标国际，在药品质量提升的背景下，医疗包装纸行业发展空间广阔。根据郑梦樵发表的《中国医用包装透析纸行业现状与发展趋势》，国内透析性灭菌包装的普及情况并不理想，终端诊疗机构透析性灭菌包装袋的总体使用率不足 30%。根据恒达新材招股说明书，虽然在与国际企业竞争中涌现了一批具有一定市场竞争力的本土企业，但中高端医疗包装原纸的国产化替代尚未完成，医疗透析纸等产品仍较多依赖进口。

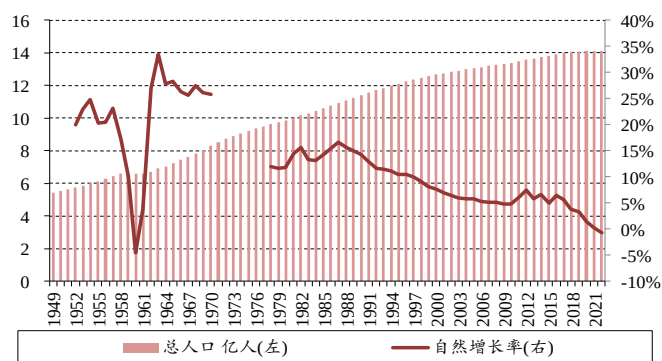
图表 52. 各国医疗器械包装分类

| 地区       | 分类       |
|----------|----------|
| 美国       | II 类医疗器械 |
| 欧盟       | I 类医疗器械  |
| 澳大利亚及新西兰 | I 类医疗器械  |
| 加拿大      | I 类医疗器械  |
| 中国       | 不属于医疗器械  |

资料来源：《中国医用包装透析纸行业现状与发展趋势》郑梦樵，国家药监局，中银证券

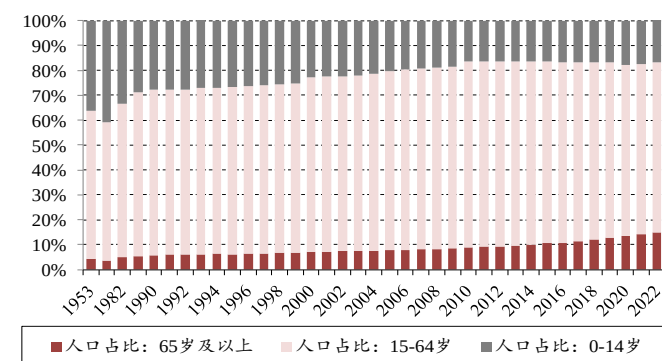
需求方面，老龄化趋势和公共卫生危机共同推动医疗器械市场增长。根据国家统计局数据，80 年代后我国人口自然增长率持续下行，2022 年为改革开放后首次人口负增长。随着 65 岁以上老龄人口在总人口中的占比持续提升，老龄化加剧将持续促进医疗器械行业发展。根据罗兰贝格发布的《中国医疗器械行业发展现状与趋势》，2022 年国内医疗器械市场规模达 9,582 亿元，已成为全球第二大市场；2017 年以来国内低值医疗耗材市场规模持续扩大，年复合增长率达 14.6%。医疗器械行业以及一次性低值耗材市场的发展为医用包装纸行业提供了广阔市场空间。

图表 53. 2022 年为改革开放后首次人口负增长



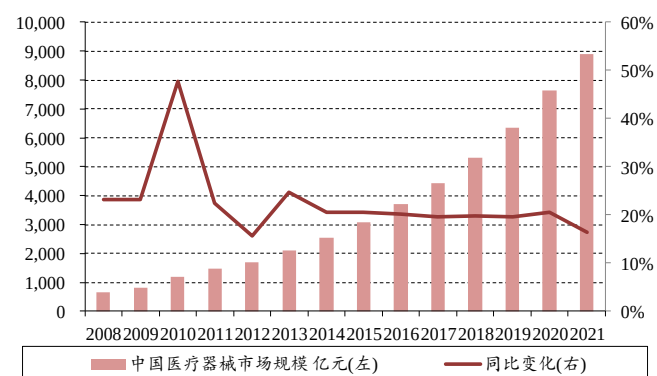
资料来源：万得，中银证券

图表 54. 65 岁以上老龄人口占比稳步提升



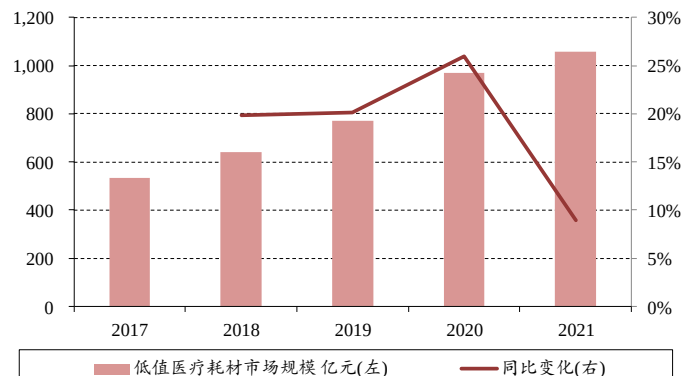
资料来源：万得，中银证券

图表 55. 国内医疗器械市场规模持续扩大



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 56. 国内低值医疗耗材市场规模稳步提升

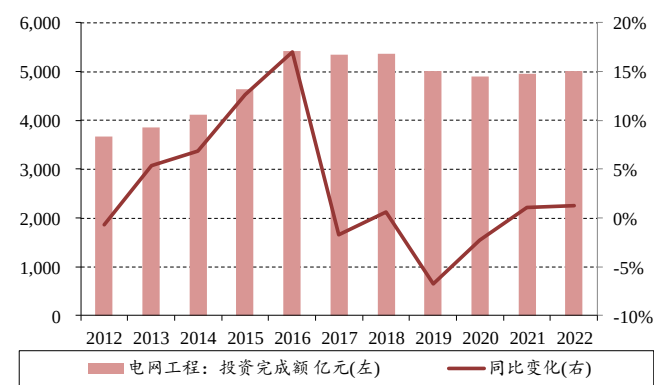


资料来源：《中国医疗器械行业发展现状与趋势》罗兰贝格，中银证券

## 电力电缆纸、电气绝缘纸板

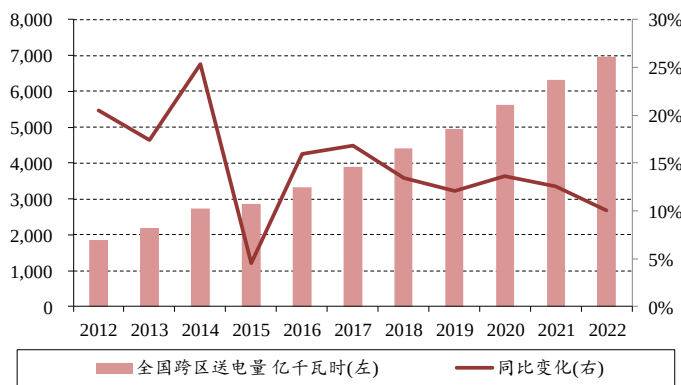
电缆纸和绝缘纸板作为绝缘材料广泛使用，前者用于包覆电缆最外层，起到保护导电线芯作用，后者广泛应用于电气和电子工业，作为电容器、变压器和电缆等绝缘材料使用。我国能源资源和电负荷中心分布不均衡，客观上要求电力跨区输送，带来了交直流特高压输电工程的高速发展。根据国家发展改革委、国家能源局于 2022 年 1 月印发的《“十四五”现代能源体系规划》，“十四五”期间将继续加强电力跨省跨区输送通道建设，存量通道输电能力提升 4,000 万千瓦以上，新增开工建设跨省跨区输电通道 6,000 万千瓦以上。

图表 57. 2017 年以来电网工程投资完成额有所回落



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 58. 国内跨区送电量稳步增长



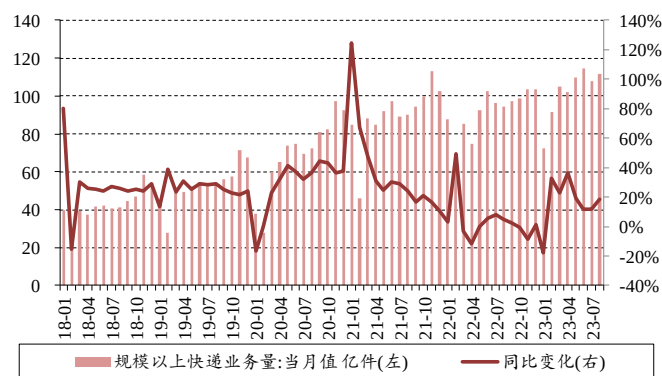
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

## 三防热敏纸

热敏纸又称热敏传真纸，热敏记录纸，热敏复印纸。是涂布含有成色材料图层、经热信号激发能够自身显色的一种信息记录纸。广泛应用于超市，银行，医院，机场等各个领域，如彩票，票据，标签，收银及 ATM 等。三防通常指防水，防油，防 PVC，部分高端产品还具备防酒精、防刮擦的功能。

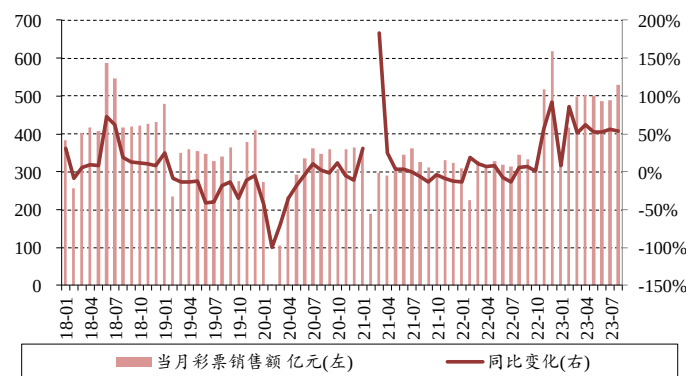
热敏纸国内市场需求整体保持稳定增长。防护类物流标签热敏纸受快递行业业务量的快速增长影响，需求持续向好；随着商超、冷链、电商等行业使用标签的需求提升，标签热敏纸市场需求持续增长；根据万得数据，截至 2023 年 8 月底，全国累计销售彩票 3,425.4 亿元，同比增长 57.8%，彩票类热敏纸需求增加明显。

图表 59. 2018 年以来规上快递业务量稳步增长



资料来源：万得，中银证券

图表 60. 2023 年以来当月彩票销售额保持较高增速



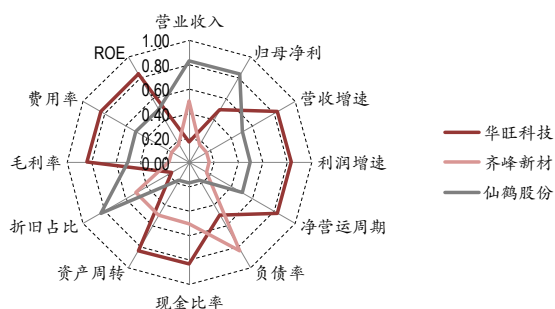
资料来源：万得，中银证券

## 盈利预测

### 财务分析

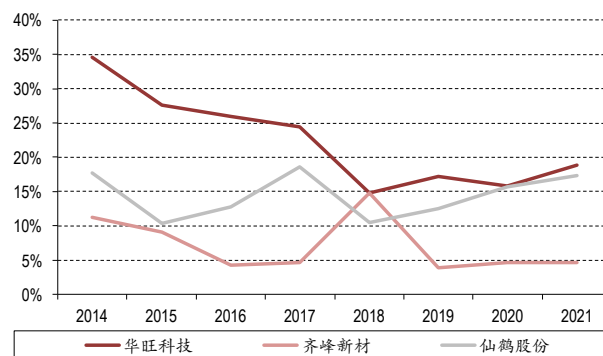
2014 年以来，公司各项财务指标持续向好。公司上市以来专注主业，持续扩产的同时各项财务指标持续向好。我们选取装饰原纸行业销量相近的齐峰新材以及布局广泛的特种纸行业龙头仙鹤股份作为可比公司，与同业企业相比，公司费用率、毛利率、ROE、营收、利润增速、现金比率、资产周转等方面均处于领先水平。2014 年以来，公司在保持较高毛利率的同时，持续降低费用率，使得净利率水平稳步提高。

图表 61. 与同业企业相比，公司多项指标处于领先水平



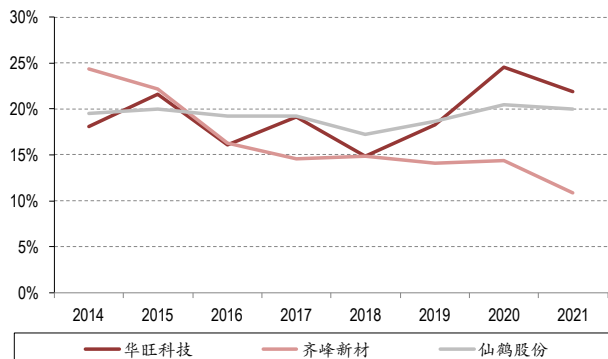
资料来源：万得，中银证券

图表 62. 2018 年以来公司 ROE 稳步改善



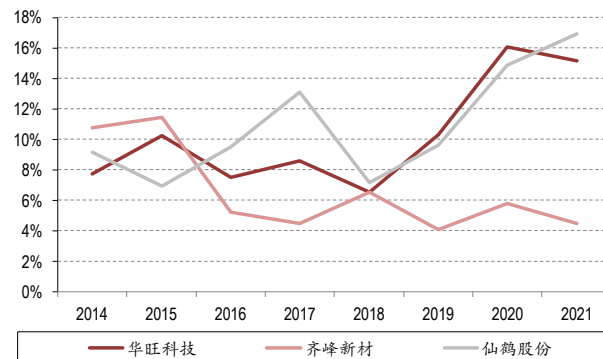
资料来源：万得，中银证券

图表 63. 2015 年以来公司综合毛利率维持行业较高水平



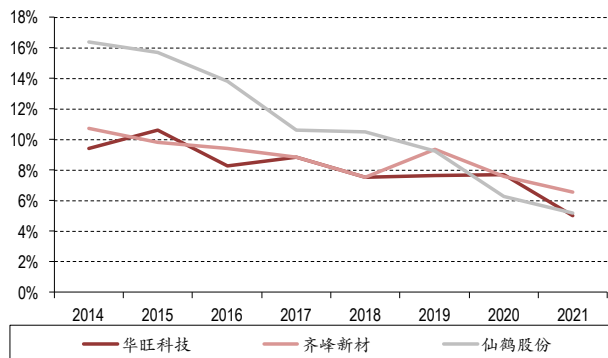
资料来源：万得，中银证券

图表 64. 2018 年以来公司净利率稳步提升



资料来源：万得，中银证券

图表 65. 公司费用率稳步改善



资料来源：万得，中银证券

图表 66. 2014 年以来公司应收账款周转率稳步提升



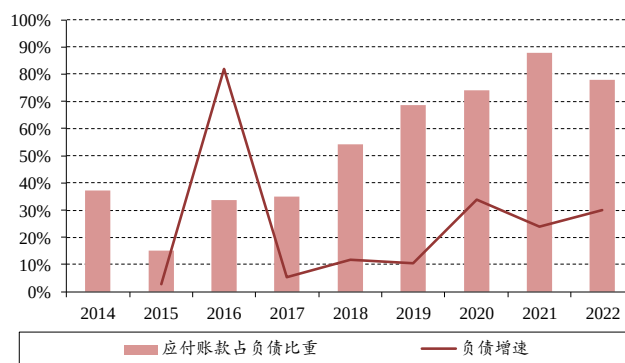
资料来源：万得，中银证券

图表 67. 2014 年以来公司应付账款周转率稳步下降



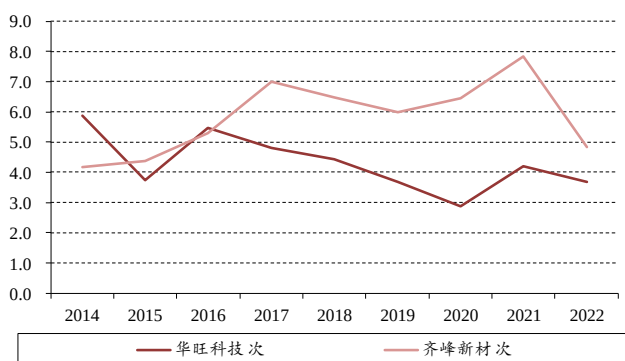
资料来源：万得，中银证券

图表 68. 2015 年以来公司应付账款占负债比重稳步上升



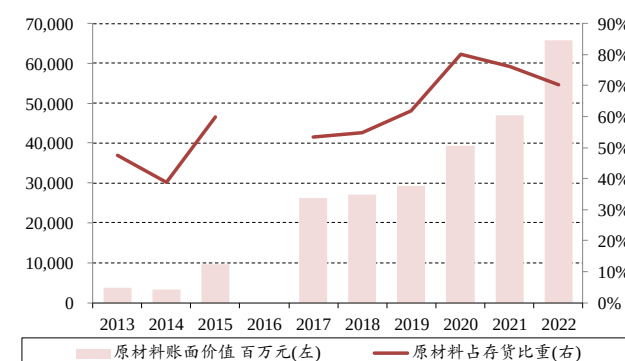
资料来源：万得，中银证券

图表 69. 2016 年以来公司存货周转率有所下降



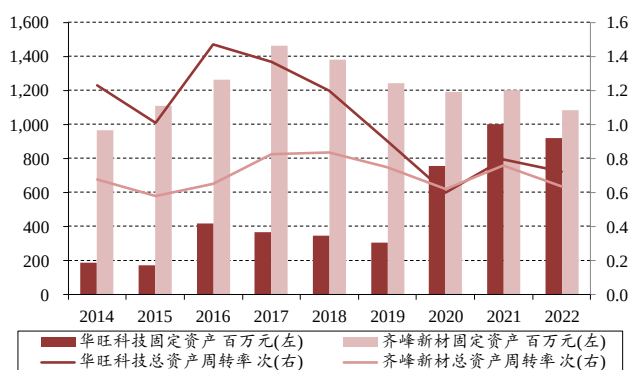
资料来源：公司公告，中银证券

图表 70. 原材料在存货中占比稳步提升



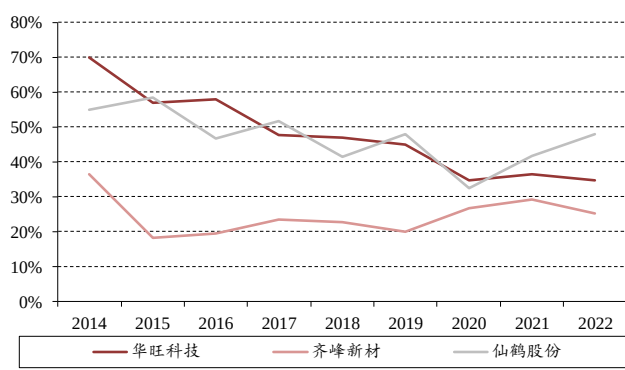
资料来源：公司公告，中银证券

图表 71. 随着固定资产快速提升，公司总资产周转率有所下降



资料来源：万得，中银证券

图表 72. 2014 年以来公司资产负债率稳步下降



资料来源：万得，中银证券

**公司营运效率稳健。**2014 年以来，随着公司营收、利润增长，应收账款周转持续加快，应付账款周转率稳步下降，体现了公司产能扩张之下行业提升，对上下游议价力有所提升。2016 年以来，随着公司产能扩张及木浆贸易额提升，存货中原材料占比稳步提升，使得存货周转率承压。此外，产能扩张带来固定资产总额的快速提升，使得公司总资产周转率有所下降。

**2014 年以来，公司资产负债率稳步下降。**一方面避免了融资压力带来的财务风险，另一方面，也为公司未来利用财务杠杆扩大规模打下基础。

## 盈利预测

假设 1：考虑公司装饰原纸产能建设不断推进，马鞍山装饰原纸项目后续仍有 10 万吨产能待释放，随着产能爬坡，产销能力提升将持续增强，预计公司 23-25 年装饰原纸销量增速分别为 29.2%、25.5%、14.6%，考虑 23 年木浆价格大幅下行，利润修复下 23-25 年毛利率分别为 23.7%、22.4%、21.7%。

假设 2：木浆价格下行拖累 23 年木浆贸易业务，随着公司产能扩张，结合历史表现，预计浆价企稳后木浆贸易业务将快速回升，假设 23-25 年公司木浆贸易营收增速分别为 -20%、20%、20%，对应毛利率分别为 2.0%、5.0%、10.0%。

图表 73. 公司盈利预测拆分

|             | 单位 | 2020     | 2021     | 2022     | 2023E    | 2024E    | 2025E    |
|-------------|----|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>装饰原纸</b> |    |          |          |          |          |          |          |
| 收入          | 百万 | 1,305.58 | 2,157.07 | 2,383.25 | 3,048.53 | 3,788.74 | 4,427.52 |
| 增速          | %  | (8.14)   | 65.22    | 10.49    | 27.91    | 24.28    | 16.86    |
| 成本          | 百万 | 927.15   | 1,606.36 | 1,898.22 | 2,325.45 | 2,938.86 | 3,468.79 |
| 毛利          | 百万 | 378.43   | 550.71   | 485.03   | 723.09   | 849.88   | 958.73   |
| 增速          | %  | 25.50    | 45.53    | (11.93)  | 49.08    | 17.53    | 12.81    |
| 毛利率         | %  | 28.99    | 25.53    | 20.35    | 23.72    | 22.43    | 21.65    |
| <b>木浆贸易</b> |    |          |          |          |          |          |          |
| 收入          | 百万 | 295.79   | 749.99   | 968.75   | 775.00   | 930.00   | 1,116.00 |
| 增速          | %  | 32.02    | 153.56   | 29.17    | (20.00)  | 20.00    | 20.00    |
| 成本          | 百万 | 281.65   | 660.67   | 833.06   | 759.50   | 883.50   | 1,004.40 |
| 毛利          | 百万 | 14.14    | 89.32    | 135.69   | 15.50    | 46.50    | 111.60   |
| 增速          | %  | (476.21) | 531.63   | 51.92    | (88.58)  | 200.00   | 140.00   |
| 毛利率         | %  | 4.78     | 11.91    | 14.01    | 2.00     | 5.00     | 10.00    |
| <b>合计</b>   |    |          |          |          |          |          |          |
| 收入          | 百万 | 1,611.98 | 2,940.19 | 3,436.40 | 3,891.05 | 4,806.51 | 5,657.62 |
| 增速          | %  | (2.54)   | 82.40    | 16.88    | 13.23    | 23.53    | 17.71    |
| 成本          | 百万 | 1,216.19 | 2,297.52 | 2,801.58 | 3,141.66 | 3,895.22 | 4,566.75 |
| 毛利          | 百万 | 395.79   | 642.68   | 634.82   | 749.39   | 911.30   | 1,090.87 |
| 增速          | %  | 31.17    | 62.38    | (1.22)   | 18.05    | 21.61    | 19.71    |
| 毛利率         | %  | 24.55    | 21.86    | 18.47    | 19.26    | 18.96    | 19.28    |
| 归母净利润       | 百万 | 260.00   | 448.58   | 467.34   | 562.25   | 649.15   | 777.60   |
| 增速          | %  | 52.23    | 72.53    | 4.18     | 20.31    | 15.46    | 19.79    |

资料来源：公司年报，中银证券测算

## 估值分析

横向对比，公司市盈率处于行业较低水平，纵向对比，公司目前估值处于上市以来中等偏上水平。横向看，22 年以前公司市盈率水平与业务重合度较高的齐峰新材相近，22 年后由于齐峰新材营收波动较大，使得市盈率剧烈波动；相比于仙鹤股份、五洲特纸这类综合性特种纸企业，公司市盈率水平较低。纵向看，截至 2023 年 10 月 12 日，公司估值处于上市以来偏上水平，公司 ttm 口径下市盈率水平低于上市以来 31.8% 的历史水平，与上证指数市盈率对比，公司比值低于 21.6% 的历史水平。考虑到公司作为中高端装饰原纸行业龙头，传统优势领域产能持续扩张，并规划了食品、医疗包装纸等其他特种纸产能，未来将逐步成长为综合性特种纸企业，我们判断其估值水平仍有一定的提升空间，首次覆盖给予买入评级。

图表 74. 横向对比，公司市盈率处于行业较低水平



资料来源：万得，中银证券

图表 75. 与上证指数市盈率对比，公司比值低于 21.6% 的历史水平



资料来源：万得，中银证券

## 风险提示

1. **原材料价格短期大幅波动：**公司主要原材料为木浆和钛白粉，若木浆、钛白粉价格短期内大幅波动，将会使公司利润受损。
2. **国际贸易环境变化：**国内木浆进口依存度高，作为钛白粉原料的优质钛矿进口依存度高；公司海外业务占比超 20%，国内装饰原纸及下游装饰纸、人造板产品均有出口至东南亚及欧洲，若国际贸易环境变化，国内市场需求难以消化产能，或影响公司利润。
3. **业务开拓风险：**公司是装饰原纸龙头，与食品、医疗包装纸等其他特种纸产品工艺有所区别，下游客户结构不同，若产品开发及市场开拓不及预期，或影响公司业绩增长。
4. **产能建设不及预期：**公司持续推进产能建设，若生产基地建设受内外部因素影响推进不及预期，可能影响公司未来订单承接能力，或会影响公司业绩。

利润表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日    | 2021  | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入          | 2,940 | 3,436 | 3,891 | 4,807 | 5,658 |
| 营业收入           | 2,940 | 3,436 | 3,891 | 4,807 | 5,658 |
| 营业成本           | 2,298 | 2,802 | 3,145 | 3,900 | 4,572 |
| 营业税金及附加        | 13    | 12    | 20    | 23    | 27    |
| 销售费用           | 18    | 20    | 23    | 28    | 32    |
| 管理费用           | 41    | 48    | 54    | 66    | 78    |
| 研发费用           | 88    | 93    | 109   | 139   | 170   |
| 财务费用           | 0     | (44)  | (51)  | (57)  | (71)  |
| 其他收益           | 29    | 49    | 60    | 50    | 50    |
| 资产减值损失         | (3)   | (15)  | (10)  | (10)  | (10)  |
| 信用减值损失         | (3)   | (4)   | (5)   | (5)   | (5)   |
| 资产处置收益         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益       | 2     | (4)   | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益           | 17    | 1     | 5     | 5     | 5     |
| 汇兑收益           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 营业利润           | 524   | 533   | 641   | 747   | 891   |
| 营业外收入          | 1     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 营业外支出          | 2     | 0     | 1     | 1     | 1     |
| 利润总额           | 523   | 532   | 640   | 746   | 890   |
| 所得税            | 77    | 67    | 80    | 99    | 114   |
| 净利润            | 446   | 465   | 560   | 647   | 776   |
| 少数股东损益         | (3)   | (2)   | (2)   | (2)   | (2)   |
| 归母净利润          | 449   | 467   | 562   | 649   | 778   |
| EBITDA         | 547   | 533   | 657   | 779   | 921   |
| EPS(最新股本摊薄, 元) | 1.35  | 1.41  | 1.69  | 1.95  | 2.34  |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日      | 2021         | 2022         | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>      | <b>2,889</b> | <b>4,268</b> | <b>4,206</b> | <b>5,115</b> | <b>5,634</b> |
| 货币资金             | 996          | 1,859        | 1,927        | 1,800        | 2,524        |
| 应收账款             | 222          | 300          | 291          | 439          | 420          |
| 应收票据             | 839          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 存货               | 610          | 916          | 797          | 1,326        | 1,163        |
| 预付账款             | 5            | 6            | 6            | 9            | 8            |
| 合同资产             | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他流动资产           | 218          | 1,187        | 1,186        | 1,541        | 1,518        |
| <b>非流动资产</b>     | <b>1,131</b> | <b>1,252</b> | <b>1,620</b> | <b>1,726</b> | <b>1,819</b> |
| 长期投资             | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产             | 1,002        | 921          | 1,425        | 1,445        | 1,497        |
| 无形资产             | 67           | 74           | 72           | 70           | 68           |
| 其他长期资产           | 62           | 257          | 123          | 210          | 253          |
| <b>资产合计</b>      | <b>4,021</b> | <b>5,520</b> | <b>5,826</b> | <b>6,840</b> | <b>7,453</b> |
| <b>流动负债</b>      | <b>1,444</b> | <b>1,860</b> | <b>1,827</b> | <b>2,428</b> | <b>2,555</b> |
| 短期借款             | 0            | 235          | 0            | 0            | 0            |
| 应付账款             | 612          | 766          | 781          | 1,137        | 1,111        |
| 其他流动负债           | 833          | 859          | 1,046        | 1,290        | 1,444        |
| <b>非流动负债</b>     | <b>20</b>    | <b>46</b>    | <b>33</b>    | <b>39</b>    | <b>36</b>    |
| 长期借款             | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他长期负债           | 20           | 46           | 33           | 39           | 36           |
| <b>负债合计</b>      | <b>1,465</b> | <b>1,906</b> | <b>1,860</b> | <b>2,467</b> | <b>2,591</b> |
| 股本               | 287          | 332          | 332          | 332          | 332          |
| 少数股东权益           | 8            | 6            | 4            | 2            | 0            |
| 归属母公司股东权益        | 2,548        | 3,608        | 3,962        | 4,371        | 4,861        |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>4,021</b> | <b>5,520</b> | <b>5,826</b> | <b>6,840</b> | <b>7,453</b> |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日    | 2021         | 2022         | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 净利润            | 446          | 465          | 560          | 647          | 776          |
| 折旧摊销           | 71           | 91           | 133          | 143          | 157          |
| 营运资金变动         | 105          | (136)        | 336          | (435)        | 332          |
| 其他             | (95)         | 119          | (68)         | (56)         | (79)         |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>527</b>   | <b>539</b>   | <b>960</b>   | <b>300</b>   | <b>1,186</b> |
| 资本支出           | (245)        | (261)        | (500)        | (250)        | (250)        |
| 投资变动           | (65)         | (199)        | 0            | 0            | 0            |
| 其他             | 16           | 28           | 5            | 5            | 5            |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(295)</b> | <b>(432)</b> | <b>(495)</b> | <b>(245)</b> | <b>(245)</b> |
| 银行借款           | (223)        | 235          | (235)        | 0            | 0            |
| 股权融资           | (114)        | 399          | (208)        | (240)        | (287)        |
| 其他             | 1            | 48           | 46           | 58           | 71           |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>(337)</b> | <b>682</b>   | <b>(397)</b> | <b>(182)</b> | <b>(217)</b> |
| <b>净现金流</b>    | <b>(105)</b> | <b>789</b>   | <b>68</b>    | <b>(127)</b> | <b>724</b>   |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

| 年结日: 12月31日       | 2021  | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>       |       |       |       |       |       |
| 营业收入增长率(%)        | 82.4  | 16.9  | 13.2  | 23.5  | 17.7  |
| 营业利润增长率(%)        | 81.4  | 1.6   | 20.3  | 16.6  | 19.2  |
| 归属于母公司净利润增长率(%)   | 72.5  | 4.2   | 20.3  | 15.5  | 19.8  |
| 息税前利润增长率(%)       | 78.2  | (7.2) | 18.6  | 21.1  | 20.3  |
| 息税折旧前利润增长率(%)     | 70.1  | (2.7) | 23.4  | 18.5  | 18.3  |
| EPS(最新股本摊薄)增长率(%) | 72.5  | 4.2   | 20.3  | 15.5  | 19.8  |
| <b>获利能力</b>       |       |       |       |       |       |
| 息税前利润率(%)         | 16.2  | 12.9  | 13.5  | 13.2  | 13.5  |
| 营业利润率(%)          | 17.8  | 15.5  | 16.5  | 15.5  | 15.7  |
| 毛利率(%)            | 21.9  | 18.5  | 19.2  | 18.9  | 19.2  |
| 归母净利润率(%)         | 15.3  | 13.6  | 14.4  | 13.5  | 13.7  |
| ROE(%)            | 17.6  | 13.0  | 14.2  | 14.9  | 16.0  |
| ROIC(%)           | 30.5  | 24.4  | 28.3  | 25.5  | 34.7  |
| <b>偿债能力</b>       |       |       |       |       |       |
| 资产负债率             | 0.4   | 0.3   | 0.3   | 0.4   | 0.3   |
| 净负债权益比            | (0.4) | (0.4) | (0.5) | (0.4) | (0.5) |
| 流动比率              | 2.0   | 2.3   | 2.3   | 2.1   | 2.2   |
| <b>营运能力</b>       |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率            | 0.8   | 0.7   | 0.7   | 0.8   | 0.8   |
| 应收账款周转率           | 15.7  | 13.2  | 13.2  | 13.2  | 13.2  |
| 应付账款周转率           | 5.6   | 5.0   | 5.0   | 5.0   | 5.0   |
| <b>费用率</b>        |       |       |       |       |       |
| 销售费用率(%)          | 0.6   | 0.6   | 0.6   | 0.6   | 0.6   |
| 管理费用率(%)          | 1.4   | 1.4   | 1.4   | 1.4   | 1.4   |
| 研发费用率(%)          | 3.0   | 2.7   | 2.8   | 2.9   | 3.0   |
| 财务费用率(%)          | 0.0   | (1.3) | (1.3) | (1.2) | (1.3) |
| <b>每股指标(元)</b>    |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)        | 1.4   | 1.4   | 1.7   | 2.0   | 2.3   |
| 每股经营现金流(最新摊薄)     | 1.6   | 1.6   | 2.9   | 0.9   | 3.6   |
| 每股净资产(最新摊薄)       | 7.7   | 10.9  | 11.9  | 13.2  | 14.6  |
| 每股股息              | 0.5   | 0.5   | 0.6   | 0.7   | 0.9   |
| <b>估值比率</b>       |       |       |       |       |       |
| P/E(最新摊薄)         | 16.2  | 15.5  | 12.9  | 11.2  | 9.3   |
| P/B(最新摊薄)         | 2.9   | 2.0   | 1.8   | 1.7   | 1.5   |
| EV/EBITDA         | 7.2   | 11.5  | 7.5   | 6.5   | 4.7   |
| 价格/现金流(倍)         | 13.8  | 13.5  | 7.6   | 24.2  | 6.1   |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1)基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2)中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话:(8621)68604866  
传真:(8621)58883554

## 相关关联机构：

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852)39886333  
致电香港免费电话：  
中国网通 10 省市客户请拨打：108008521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：108001521065  
新加坡客户请拨打：8008523392  
传真:(852)21479513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852)39886333  
传真:(852)21479513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编:100032  
电话:(8610)83262000  
传真:(8610)83262291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F,1Lothbury  
London EC2R7DB  
United Kingdom  
电话:(4420)36518888  
传真:(4420)36518877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7BryantPark15 楼  
NY10018  
电话:(1)2122590888  
传真:(1)2122590889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话:(65)66926829/65345587  
传真:(65)65343996/65323371