

阳光纸业 (2002.HK)

买入 (首次覆盖)
目标价: 4.12 元

基本面扎实的包装纸领军企业，混改注入发展新动能

核心投资亮点

差异化战略引领，核心业务稳固，财务表现出众。阳光纸业聚焦于包装纸领域，为亚洲领先的白面牛卡纸、涂布白面牛卡纸、纸管原纸、瓦楞纸等纸制品及纸制品包装的生产供应商，公司当前共拥有各类纸品产能 230 万吨。2023 年上半年，阳光纸业实现营业收入 42.08 亿元，同比下降 4.25%；实现归母净利润 1.93 亿元，同比大幅增长 18.4%，彰显十足经营韧性。

持续推进数字化转型，助力公司管理变革。作为传统的造纸企业，阳光纸业率先在行业内建立数字化平台，利用人工智能、物联网技术等，集成供应链管理、智慧物流、大数据应用、区块链+再生资源等系统，推动管理与产业升级。依靠数字化转型升级，公司实现产能翻番、人员减半。未来 3 至 5 年，公司将以智能制造平台为基础，推动中央控制室的搭建，实现远程集控和生产调度，深入挖掘数据价值，实现数字化业务赋能。

生物机械浆项目稳步推进，特种纸板块应用打开。生物机械浆的主要原材料是我国资源丰富度高的农业秸秆，有助于解决我国造纸产业原料短缺的难题，而且有效解决了农业秸秆难以处置的问题，具有明显的经济效益、社会效益和生态效益。生物机械浆下游应用广泛，可代替木浆生产牛皮纸、光伏衬纸、食品级包装用纸、医疗用纸等多用途纸种，以及纸浆模塑用的食品级纸杯、餐盒等代塑产品。公司生物机械浆项目自 2019 年开工建设以来稳步推进，下游应用的市场也正配合打开，光伏衬纸“从 0 到 1”的突破，上半年与福莱特、信义玻璃等光伏玻璃行业龙头达成长期合作，光伏衬纸出货量稳步增长。公司规划，2023 年，公司光伏衬纸产量达到 2 万吨，至 2027 年，公司生物机械浆产量达到 50 万吨。

引入新股东，看好未来拓展潜力。7 月 14 日，阳光纸业发布公告，建发股份 (600153.SH) 下属子公司厦门建发浆纸集团旗下的香港纸源有限公司拟出资认购阳光纸业 1.62 亿股普通股。本次交易完成后，香港纸源将成为阳光纸业的第二大股东。建发浆纸集团是建发股份的全资子公司，自 1992 年成立至今已发展成为全球领先的林浆纸及印刷包装领域的全产业链运营商。此次引入具有产业强协同效应、实力雄厚的国有企业作为战略股东，有助于公司在业务资源、资本运作和融资方面获得更多支持，增厚公司发展潜力。

基本面优秀，发展潜力足，显著低估。我们预测 2023-2025 年归母净利润分别为 4.32、5.53、6.66 亿元，对应 EPS 0.37、0.48、0.57 元/股。选取港股晨鸣纸业、玖龙纸业、理文造纸及 A 股山鹰国际、博汇纸业、裕同科技作为公司可比对象，可比公司 2023-2025 年平均 PE 为 20.75、8.19、6.90。阳光纸业主业优势突出，主业修复+特种纸业务市场打开确定性强，同时未来在新股东建发纸浆的赋能下有望发挥协同效应实现降本增效。参考可比公司 2024 年预期 PE 及港股 A 股市场差异，保守给予阳光纸业 7 倍 PE，按照 2024 年 EPS 0.54 元人民币/股计算，对应股价 4.12 港币/股，较目前股价拥有约 59% 增长空间。

股票代码	股票简称	股价	EPS (RMB)				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
01812	晨鸣纸业	2.16 (HKD)	0.06	0.25	0.36	0.40	33.03	7.93	5.47	4.97
02689	玖龙纸业	4.05 (HKD)	-0.51	0.44	0.8	0.82	-8.82	8.54	4.76	4.62
02314	理文造纸	2.12 (HKD)	0.24	0.26	0.29	0.31	12.51	7.63	6.90	6.48
600567	山鹰国际	2.12 (RMB)	-0.49	0.05	0.23	0.32	-5.07	41.68	9.17	6.50
600966	博汇纸业	6.70 (RMB)	0.17	0.16	0.71	0.90	52.11	42.85	9.47	7.43
002831	裕同科技	25.77 (RMB)	1.60	1.62	1.92	2.26	20.68	15.85	13.39	11.42
平均数							17.41	20.75	8.19	6.90
02002	阳光纸业	2.59 (HKD)	0.20	0.42	0.54	0.65	11.87	5.65	4.41	3.67

華升證券研究

陈思聪

nelsonchan@cfcg.com.hk

+852 31666842

风险提示

- 1) 市场风险：宏观经济恢复不及预期，下游需求恢复不及预期的风险；
- 2) 行业风险：原材料价格剧烈波动，行业竞争加剧；
- 3) 经营风险：公司新产品研发创新推出进度不及预期，在建项目投产进度不及预期，或销售情况不及预期的风险。

一、包装纸品行业领先企业，业绩逆势增长韧性十足

1.1 专业团队深耕包装二十年，打造细分领域龙头纸企

深耕造纸二十多年，打造全国包装纸品行业领先企业。世纪阳光集团成立于2000年底，旗下涂布白面牛卡纸产品是国家级单项冠军，公司当前拥有涂布白面牛卡纸、白面牛卡纸、纸管原纸、特种纸、瓦楞纸在内的丰富的包装产品体系，现拥有职工5000人、30多家子公司、110多亿元总资产，年造纸产能230万吨，同时公司还是全球较先进的预印产品基地，“以草代木”造纸原料新途径的创新者，进入全国造纸15强，全球造纸75强。

创新技术实力雄厚，产品营销全球。公司拥有近600名专业技术人员的技术中心及研究院，拥有自主知识产权70多项、其中发明和实用新型专利60多项，实验室通过CNAS认证。公司先后制定了白面牛卡纸系列产品的7套行业国家标准，公司被评为山东省制造业单项冠军企业，入选工信部“绿色工厂”名单；产品被评为国家级制造业单项冠军产品，入选工信部“绿色设计产品”名单。公司在国内设有34个销售分公司，海外营销网络遍及北美、大洋洲、欧洲、东南亚、中东及日韩等国家。

数字化赋能公司转型升级，打造概念包装全产业。阳光纸业是造纸行业中最早一批实施信息化、供应链管理的企业，持续积极推动公司数字化转型，打造新一代数字化运营管理平台、智能制造平台、大数据中台，成为行业5G+智能制造全连接工厂的典范，转型成果入选清华大学经济管理学院教案。同时，公司建成阳光概念包装产业园、示范工厂和全球较先进的预印生产线，推出旗下电商品牌“王的网”，组建了全国性的包装产业联盟，为终端用户提供从造纸、创意设计、印刷、制箱到物流配送的一站式阳光新概念包装解决方案。

图表 1：公司发展历程

创业发展阶段 2000-2004	战略扩张阶段 2005-2010	转型升级阶段 2011-2017	高质量发展阶段 2018-2020	高科技发展阶段 2021年开始
2000：公司成立 2002：形成6万吨纸管原纸产能 2004：15万吨白面牛卡纸产能	2006：25万吨涂布白面牛卡纸 2007：联交所上市，代码2002.HK 2008：20万吨纸管原纸、6万吨瓦楞纸 2009年：组建集团公司 2010年：50万吨涂布白面牛卡纸，国内涂布白面牛卡纸第一品牌	2011：组建阳光王子 2012：阳光概念包装投产 2013：成立王的实业 2014：预印投产 2016：王的网云平台上线运营 2017：阳光海关直通站开通运营	2018：6.5万吨装饰原纸 2019：被工信部评为眩绿色工厂咄 2020：80万吨瓦楞纸项目1号线，同年生物机械浆项目一期投产	2021：80万吨瓦楞纸项目2号线投产 2022：光伏衬纸投产，特种纸板块进一步发展 2023：混改完成，建发浆纸成为公司第二大股东；生物机械浆项目通过国家验收晒晒

数据来源：公司官网，公司微信公众号

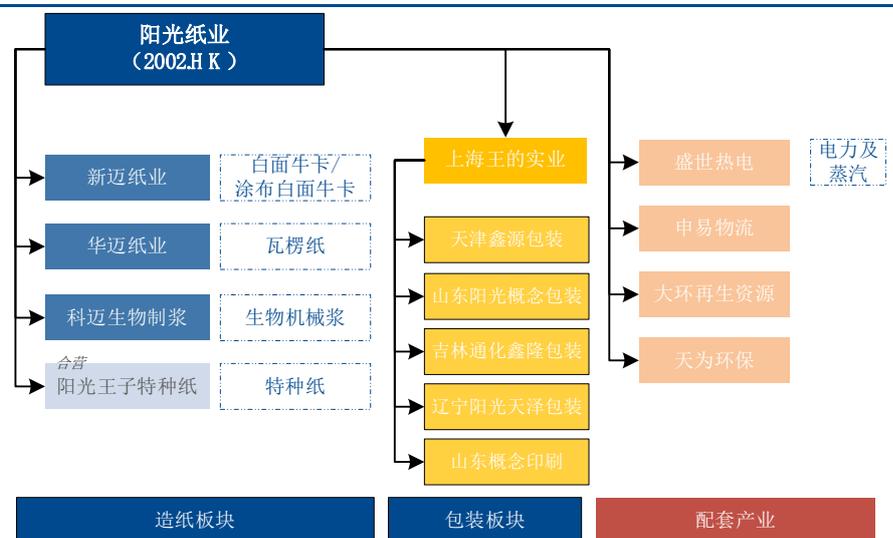
董事会及高管团队稳定，行业经验丰富。公司董事会及高管团队阵容豪华，是典型的知识型、专业型、创新型团队，其中董事长王东兴先生拥有约40年造纸行业经验，拥有中国造纸行业协会理事在内多个荣誉头衔，主导研发过50多种类国家专利产品，其他成员也拥有20多年行业经验。同时，公司高管团队成员在行业中有着长期的从业经历，对市场趋势和商业运作有着深刻的理解，拥有广泛的行业人脉积累，成为公司持续发展的巨大财富。此外，公司董监高团队成员包含众多创业及早期进入的元老，忠诚度与稳定度较高。

图表 2：公司董事会及高管团队

职务		主要经历
王东兴先生	执行董事、董事会主席	拥有约 40 年造纸业经验，负责公司整体的管理及策略。王先生 1983 年毕业于山东轻工学院，获工程学学位，主修制浆造纸。1985-1999 年期间担任山东晨鸣纸业的董事及副总经理，负责日常运营及管理。此外，王东兴先生还担任齐鲁工业大学客座教授、山东省超轻量包装纸板工程研究中心主任、山东造纸行业协会及山东造纸学会副理事长、中国造纸行业协会理事、全国造纸工业标准化技术委员会副主任委员、全国工商联纸业商会副会长等职务。主导研发 50 多种国家专利产品。
施卫新先生	执行董事、董事会副主席	拥有超过 20 年的电机自动化控制经验，负责自动系统管理。自 2000 年公司成立起一直在阳光纸业任职。1981-1992 年，曾任上海造纸机械总厂设计总监，负责设计造纸设备的自动化控制系统，两度获得“优秀科研工作者”的荣誉。1993 年，创办上海造纸机械电控技术研究所，担任研究所所长及总经理。同时施卫新先生也是上海市虹口区政协委员、上海市虹口区工商业联合会常务委员会委员及虹口区企业家协会理事。
王长海先生	执行董事、总经理	2001 年加入集团，拥有 20 多年纸品企业经验，熟悉集团运作，负责集团的整体管理，2003 年起担任公司国内销售副总经理，曾担任本集团的经理及助理经理。
慈晓雷先生	执行董事、副总经理	负责本集团的子公司的运营，1998 年毕业于安徽理工大学，获工程学士学位。2003 年加入本集团，曾担任项目经理、副总工程师及总工程师以及总经理。加入本集团前，曾任职于山东晨鸣纸业，负责设备管理及维修。
刘文政先生	副总经理	中国注册会计师协会会员，负责本公司中国子公司的会计及财务管理，2010 年加入本集团。1993 年毕业于山东行政学院，取得会计学学士学位。加入本集团前，曾担任山东浩信集团财务总监。曾为山东晨鸣的监事。
张洪明先生	副总经理	2001 年加入本集团，负责本集团包装分部运营的管理，原先负责本集团国内销售及生产管理。

数据来源：公司年报

造纸+包装+配套产业协同发展。集团目前拥有三大业务板块：造纸、包装及配套产业。除造纸主业，包装产业是公司实现产业链纵向延伸、创造客户价值的产业板块，上海王的实业是公司进军概念包装的业务主体；配套产业主要包括电力及蒸汽、物流、再生资源回收利用等业务。三大板块涵盖原材料、纸制品、下游包装、配套服务，产业链结构完整、板块协同性强，成为公司实现业务稳健增长的保证。

图表 3：公司主要业务及子公司分工


资料来源：公开资料整理

专注包装领域，产品多元布局。公司目前拥有涂布白面牛卡纸、白面牛卡纸、专用纸品（特种纸）、瓦楞纸、纸管原纸在内的丰富的产品矩阵，涵盖不同定量克重的产品，下游覆盖乳制品、啤酒、饮料、食品、电器、医疗、光伏在内的不同应用场景。从发展节奏上来看，公司是以涂布白面牛卡纸、涂布白面牛卡纸及纸管原纸业务为基本盘发展起来，2021年新增瓦楞原纸，丰富公司产品结构；同时，近年来公司加大对特种纸板块的开发，研发出光伏衬纸在内的多个中高端新纸种，进一步增强了公司的产品服务边界。除纸品外，公司还运营包括物流服务、预印、包装在内的多个业务板块，并且在上游布局上，着力研发生物机械浆这一以草代木的新技术，增强全产业链综合实力。

图表 4：公司主要产品、产品品牌以及下游应用场景

纸种	品种	定量 (g/m ²)	应用场景
涂布白面牛卡纸	雪莲花	125、140、170、200、220、235	该纸种由世纪阳光纸业集团在国内首先研发。雪莲花主要用在柔版预印以及纸板后印，雪莲花使用的比较广，在胶印、柔版预印、凹版预印、纸板后印都可适用。涂布白面牛卡纸由于其克重低、强度高优势，目前已在许多包装产品上替代了灰底涂布纸，乳制品、啤酒、饮料、食品、电器等下游包装领域都已开始大规模使用涂布白面牛卡纸。
	雪绒花	170、200	
	百合	140、170	
	荷花	125、140、170、200、220	
白面牛卡纸	兰花（增白）	140、170、200	作为瓦楞纸箱的外部面层，此层板纸加上呈波浪纹的瓦楞芯纸，构成纸板的坚韧结构及环压强度。白面牛卡纸一般用作需精美印刷及高环压强度的纸箱的包装材料。
	兰花（原白）	140、170、200、220	
	兰花 T（增白）	140、170、200	
	兰花 G（增白）	135、140	
	兰花 D（增白）	110、125、135	
特种纸	装饰纸	70、75、80、90 多规格	主要用于人造板（中密度、高密度纤维板，多层胶合板等）贴面，具有较强的遮盖能力，广泛应用于地板、家具、油漆纸、表层纸、平衡纸、高压防火板等。
	碳和纸	38、40、45	主打产品光碳和纸（伏衬纸），用于太阳能玻璃之间的间隔，可防止玻璃霉变，便于生产过程中玻璃的取放。该生产线先进，生产规格 35g-48g，生产的纸张无杂质、平滑细腻，可满足各种不同长度和宽度的光伏玻璃使用。
	医疗透析纸	60、70、80	医疗透析纸用于医疗器械等材料的一次性包装，具备适宜的湿强度、透气性、阻菌性等特点和优异的抗穿刺性、韧性及剥离性能，且产品质量稳定，无化学品残留。
	复合纸	70、80	适用于复合纸袋领域，属再生环保性纸张，具有强度高、色调稳定、复合结合性好等特点。
	湿帘纸	93、95、105	湿帘纸为世纪阳光研发的新型特种纸，克重范围 93-105 克，门幅主要为 1070mm、1100mm，原纸吸水性好、拉力强，可满足国内外水帘生产厂家的需求。

	牛皮纸袋纸	70、80	适用于制作建材、农产品及工业品的包装袋，具有纸质强韧、抗张强度高、抗撕裂强度高、透气性好、不易破裂等特点。
瓦楞纸	玉兰	60、70、80、90、100	瓦楞原纸又名瓦楞芯纸，是生产瓦楞纸板的重要组成材料之一，主要用于制作高强瓦楞、异型瓦楞、纸板中层等。瓦楞原纸要求纤维结合强度高，纸面平整，有较好的紧度和挺度，要求有一定的弹性，以保证制成的纸箱具有防震和耐压能力。
	紫罗兰	110、120、130、140	
纸管原纸	B1、B、S300、S400、S500、S600、S700 级别	230、300、330、360、420、450、480、510	该产品广泛应用于高强度化纤管、纺织纱管、工业纸管等。产品具有质量指标稳定，层间结合强度、环压强度及使用性能等均达到国际水平，完全替代高档进口纸管原纸。

数据来源：公司官网

总产能充足。公司现有涂布白面牛卡纸产能60万吨，白面牛卡纸产能40万吨，特种纸/装饰原纸产能15万吨，纸管原纸产能30万吨，高级瓦楞纸产能85万吨，合计230万吨，公司围绕核心主业建设了足够产能，产品品类丰富，总产能位于全国造纸行业前列。

图表 5：公司产能情况

产品种类	产能（万吨）
涂布白面牛卡纸	60
白面牛卡纸	40
装饰原纸	15
纸管原纸	30
高级瓦楞纸	85
产能合计	230

资料来源：公司公告

1.2 业绩实现逆势增长，资产结构不断优化

上半年营收规模稳定、利润高速增长。公司业务稳健，营收规模总体呈现为持续稳定增长，2022年公司营收规模达到95.38亿元，逼近百亿大关；2018-2022年，公司营收复合增速达到9.70%。2021年以来，公司新增瓦楞纸项目建成投产，为公司业务增长注入新动能，进一步完善公司业务体系。净利润来看，2022年，受到上游原材料价格处于历史高位压力以及下游需求减弱的夹击，公司2022年净利润出现下滑，此前一直保持了稳健增长态势。2023年上半年，上游成本压力得到快速释放，公司也抓住市场机遇快速修复利润，随着下半年需求端的进一步修复，公司利润水平有望得到持续提升。

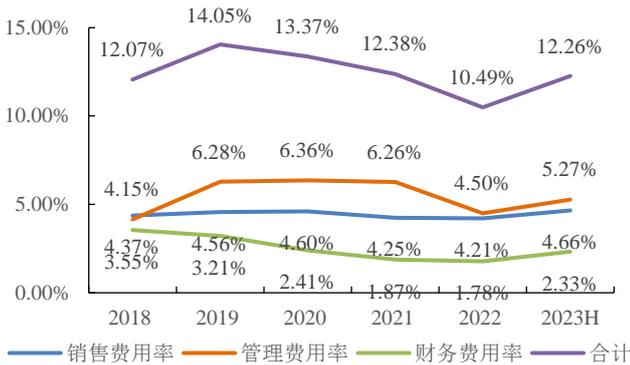
图表 6: 公司营业收入及增速


资料来源: iFinD, 公司年报

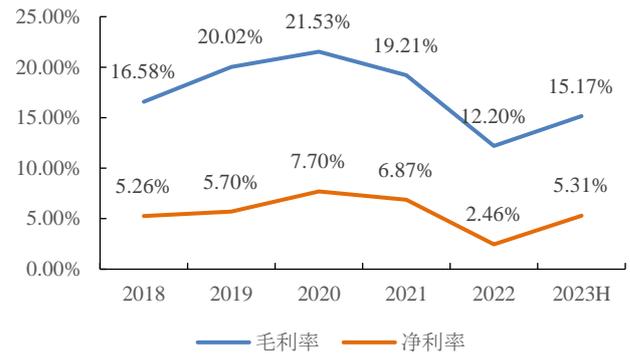
图表 7: 公司归母净利润及增速


资料来源: iFinD, 公司年报

期间费用率稳定, 盈利能力快速恢复。上半年, 随着行业竞争加剧, 公司各项费用率均有小幅抬升, 其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别同比增长 0.34、0.67、0.35 个百分点, 整体水平与 2021 年相当, 费控表现较好。同时, 公司整体盈利能力较好, 在 2022 年亦表现出了极强的盈利能力, 顶住压力实现了正向利润。上半年, 随着市场压力的缓解公司盈利指标也得以修复。

图表 8: 公司期间费用率


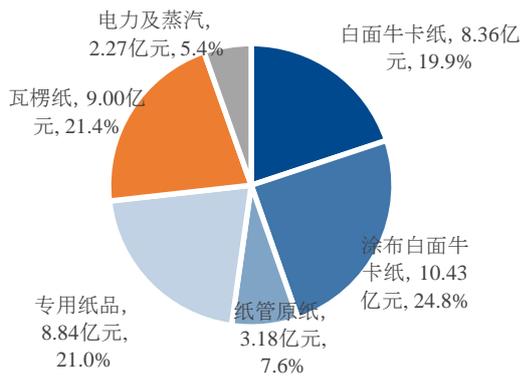
资料来源: iFinD, 公司年报

图表 9: 公司毛利率及净利率


资料来源: iFinD, 公司年报

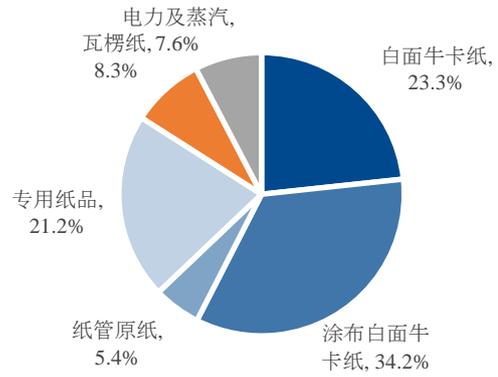
营收结构看, 瓦楞纸加入后, 公司业务结构更加多元, 其中白面牛卡、涂布白面牛卡、专用纸品、瓦楞纸营收占比分别为 19.9%、24.8%、21.0%、21.4%; 毛利结构中, 白面牛卡纸、涂布白面牛卡纸及专用纸品三大类合计占比约 80%, 瓦楞纸虽然毛利率水平较低, 但也成为公司毛利中重要一环, 占比达到 8.3%。

图表 10: 公司营收结构-2023H



资料来源: iFinD, 公司年报

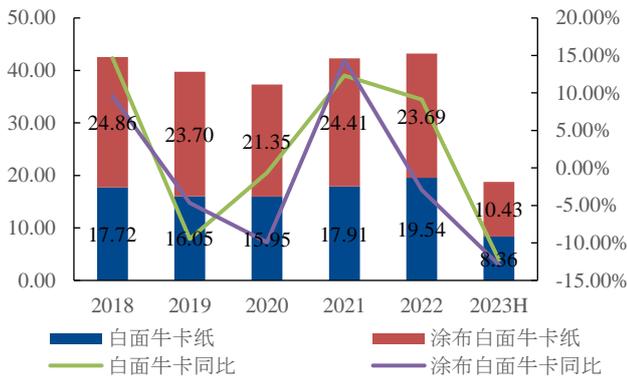
图表 11: 公司毛利结构-2023H



资料来源: iFinD, 公司年报

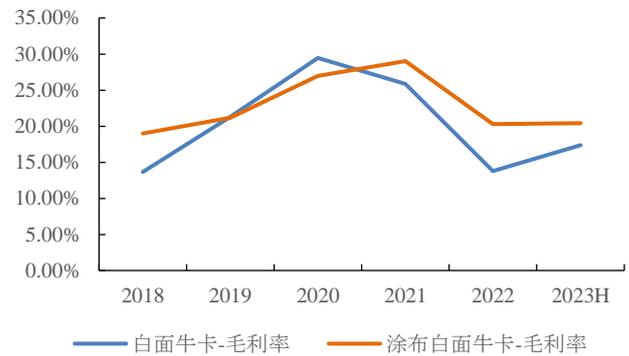
分业务看, 公司白面牛卡纸、涂布白面牛卡纸业务发展稳定, 利润水平有所回升。公司是涂布白面牛卡纸细分领域龙头企业, 为国家级制造业单项冠军产品, 市场占有率超过 50%, 白面牛卡纸领域公司也是领军企业之一, 市场占有率超过 30%。近三年两大业务总体规模稳中有升, 上半年营收下降主要受到原材料价格下降带来的成品价格下行影响。毛利率表现上, 涂布白面牛卡纸处于 20%-30% 的水平, 白面牛卡处于 15%-30% 左右水平, 业务盈利下限较高, 成为公司业务稳定的基石。

图表 12: 涂布白面牛卡纸、白面牛卡纸营收及增速



资料来源: iFinD, 公司年报

图表 13: 涂布白面牛卡纸、白面牛卡纸毛利率

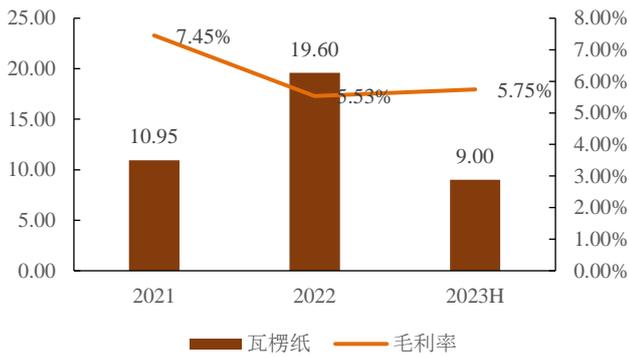


资料来源: iFinD, 公司年报

瓦楞保持满产满销, 营收及毛利稳定。公司瓦楞纸项目于 2021 年建成投产以后迅速达到并保持了满产状态, 同时得益于市场尤其是山东本地对公司“两高一低” 高端瓦楞纸的需求较充足, 公司上半年毛利率达到 5.75%, 相比 2022 年逆势增加 0.18pct, 发展质量进一步提高。

专用纸品增长稳健, 结构优化毛利率有所提升。2018-2022 年公司专用纸品营收复合增长率达 12.99%, 同时 2021 年以来毛利率稳步提升, 上半年专用纸品毛利率达到 14.98%。

图表 14: 瓦楞纸营收及毛利率



资料来源: iFinD, 公司年报

图表 15: 专用纸品营收及毛利率



资料来源: iFinD, 公司年报

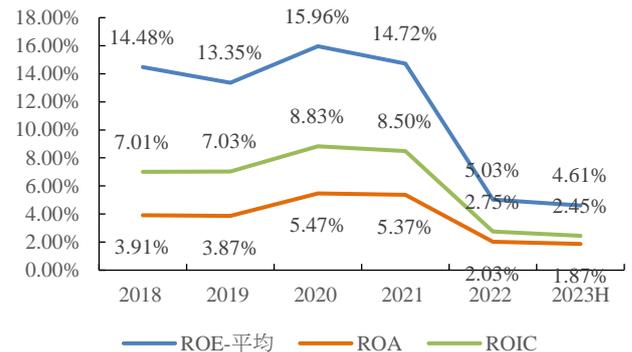
资产结构持续优化。资产规模上,公司 2018 年至 2023 年上半年总资产规模从 91.68 亿元增长至 118.14 亿元,上半年公司资产规模有所下降的原因主要是应收账款及票据以及存货规模从高位回归带来的优化,同时公司资产负债率从 71.78% 降至上半年的 61.53%。公司 ROE、ROA 水平与净利润表现基本一致,2022 年出现较大幅度下跌,预计随着利润的改善在未来将会获得显著修复。

图表 16: 净资产及负债率



资料来源: iFinD, 公司年报

图表 17: ROE、ROA、ROIC



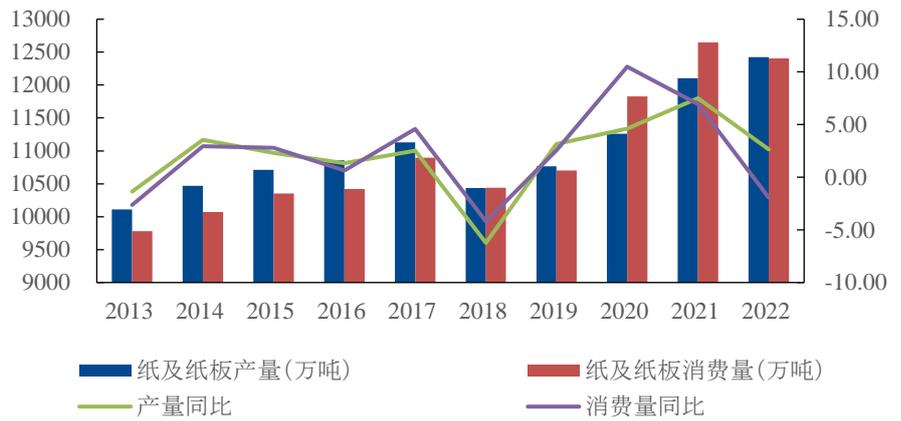
资料来源: iFinD, 公司年报

2 浆价企稳带动行业修复, 静待下游需求回暖

2.1 行业顺周期属性强, 消费持续复苏是关键

行业进入长期平稳发展阶段, 疫后整理再出发。经过数十年的发展,我国造纸产业已经进入成熟阶段,当前整体市场增速平稳。2018 年开始,随着全球经济放缓,造纸行业出现一定下滑,2020-2021 年新冠疫情期间,海外经济刺激措施频出,加之中国造纸行业受疫情影响较小,我国造纸产量与消费量实现了阶段性快速成长。随着 2023 年我国进入疫后复苏过程,叠加海外市场陷入低迷,造纸行业进入了调整阶段。

图表 18: 纸及纸板总体产量与消费量



资料来源: 中国造纸协会

造纸业景气程度与宏观经济关系紧密。造纸需求具有显著的顺周期属性，与上游工业生产景气度直接挂钩，当上游生产提高、出口增长时，包装、印刷、造纸的需求随之提升。当前宏观经济正处于疫后恢复阶段，势头稳健，将为造纸行业的恢复提供了良好的环境。

图表 19: 造纸业 PPI 与工业企业产成品库存比较



资料来源: 国家统计局

图表 20: 造纸业 PPI 与出口增速比较



资料来源: 国家统计局, 海关总署

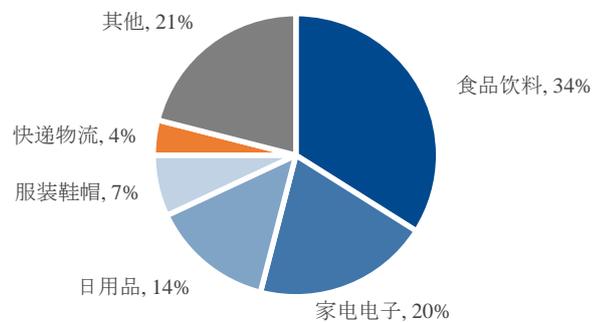
阳光纸业主要生产的白面牛卡纸、涂布白面牛卡纸、瓦楞原纸主要应用场景为各类瓦楞纸箱的生产，瓦楞纸箱由于出色的使用性能和加工性能以及价格优势，受益于国内快递包装产业的发展，成为当前运输包装的主力军。瓦楞纸下游应用分散，其中食品饮料、家电电子为瓦楞纸主要下游，分别占比 34%、20%，其次为日用品、服装鞋帽、快递物流等。下游行业市场空间广、结构多元，对包装的需求刚性较强，为阳光纸业的成长提供了广阔的空间。

图表 21：涂布白面牛卡纸、白面牛卡纸及瓦楞纸应用示例



资料来源：公司官网

图表 22：涂布白面牛卡纸、白面牛卡纸及瓦楞纸应用示例

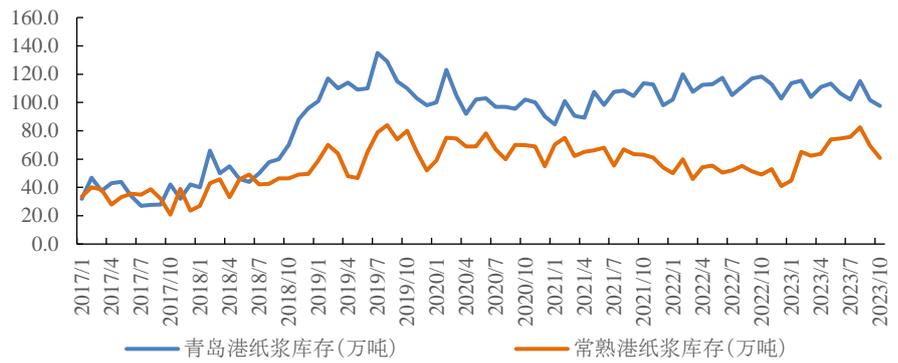


资料来源：中国造纸工业协会

2.2 原材料价格止跌修复，行业处于主动库存阶段

纸浆主流港口库存高位震荡。截至 10 月底，青岛港、常熟港纸浆库存分别为 97.5、60.8 万吨，连续两个月环比下跌，然而受到供给充足、纸厂仍在消耗前期原料库存备货谨慎等因素影响，整体库存仍处于较高水平。进入年底，随着下游纸企采购意愿减弱，库存仍有望位置高位震荡行情，纸浆供大于求的局面仍有望维持，为下游纸企利润恢复提供空间。

图表 23: 主流港口纸浆库存变化



资料来源: iFinD

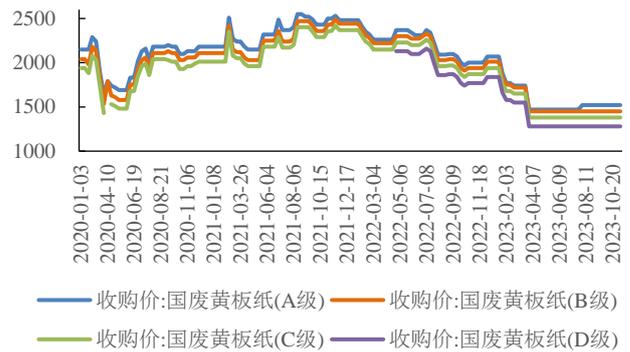
木浆价格有支撑, 国废黄板纸止跌。木浆价格从 2022 年 11 月开始逐渐从高位跌落, 2023 年 5 月份开始价格逐渐恢复, 目前呈现出高位震荡的阶段; 而国废黄板纸价格自 2021 年末开始震荡下跌, 今年上半年进一步跌至低位后保持了相对稳定, 全国有局部地区出现试探性涨价的现象。市场需求逐渐恢复的前提下, 原材料端价格正趋稳。

图表 24: 木浆价格指数走势



资料来源: 中国造纸协会

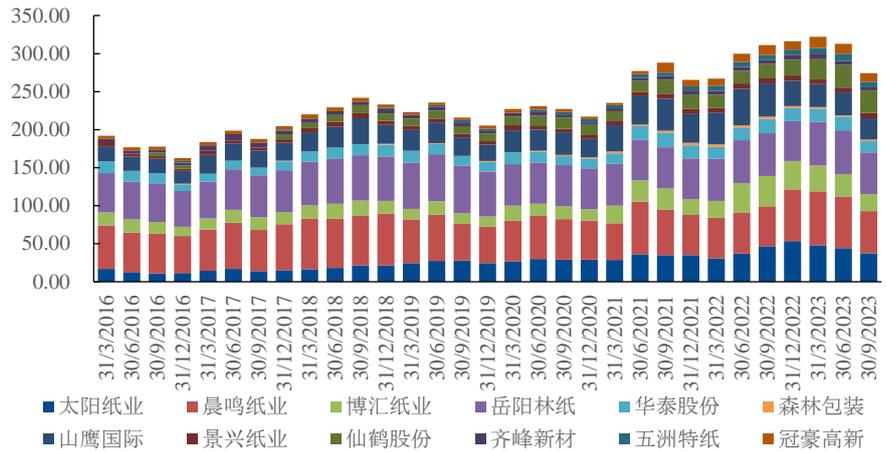
图表 25: 国废黄板纸收购价格走势



资料来源: iFinD, 废纸之家

重点纸企存货数量边际大幅下降, 去库存过程加速。观察国内重要纸企数据可以发现, 2023 年 Q1 重点纸企存货达到历史高位, 后随着上游原材料价格减少、下游需求逐渐恢复带来的出货增加, 存货逐渐降低, Q3 相对于 Q2 出现大幅下降。造纸库存周期一般有被动去库存 (复苏)、主动补库存 (繁荣)、被动补库存 (衰退)、主动去库存 (萧条) 四个阶段, 上半年企业主动减少生产、降低库存以应对, 行业处于主动去库存的阶段, 未来有望随着宏观经济复苏及下游需求回暖进入到被动去库存的阶段, 行业整体复苏在望。

图表 26: 重点纸企存货规模变化

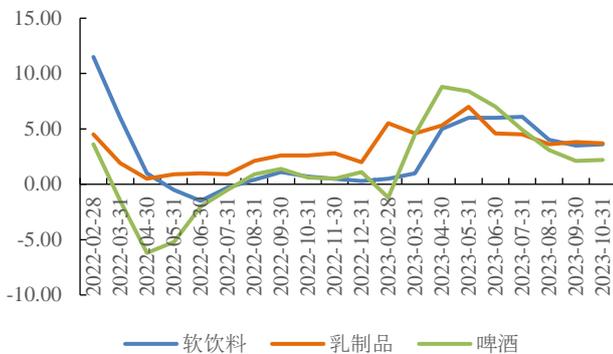


资料来源: iFinD, 公司年报

2.3 包装下游复苏态势稳健, 下半年边际盈利能力或改善

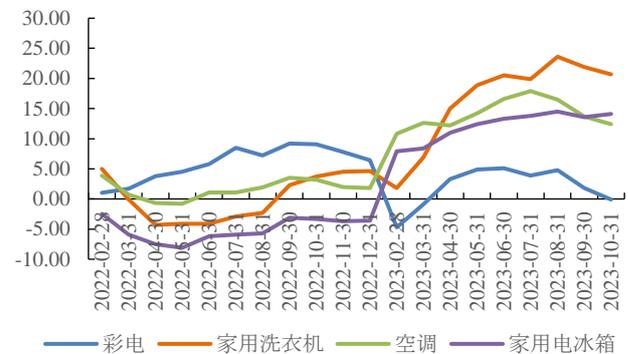
包装下游行业稳步增长, 需求端恢复态势好。受益于线下消费复苏带来的消费增长, 截至 10 月末, 软饮料、乳制品、啤酒累计产量分别同比增长 3.6%、3.7%、2.2%; 而家电行业则在地产及消费刺激政策预期走强以及人民币贬值带来的出口利好拉动下, 表现更为出彩, 彩电、洗衣机、空调、冰箱产量累计同比增长 -0.1%、20.7%、12.4%、14.1%, 除彩电受去年基数较高影响基本持平外, 其余均取得了良好的增长。

图表 27: 软饮料、啤酒及乳制品产量同比



资料来源: 国家统计局

图表 28: 四大家电产量累计同比



资料来源: 国家统计局

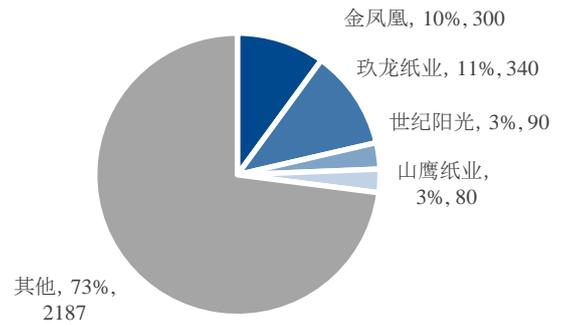
瓦楞纸消费量逐年增长, 行业头部集中度仍有提升空间。2022 年瓦楞原纸生产量 2770 万吨, 较上年增长 3.17%; 消费量 3010 万吨, 较上年增长 1.11%。2013~2022 年生产量年均增长率 3.60%, 消费量年均增长率 4.57%, 实现稳步增长。从行业集中度来看, 瓦楞纸 20 年随着废纸清零政策实施龙头企业竞争优势凸显, 行业加速集中, 百川盈孚数据统计, 当前瓦楞纸市场 CR4 为 27%, 集中度仍然较低, 具有较大提升空间。卓创资讯统计, 当前瓦楞纸行业新增产能集中于综合实力强的头部企业, 头部企业整合市场的趋势明显。阳光纸业当前产能占比约 3%, 处于市场领先水平, 有望受益于行业集中度的提升。

图表 29: 瓦楞纸产销量及同比



资料来源: 中国造纸工业协会

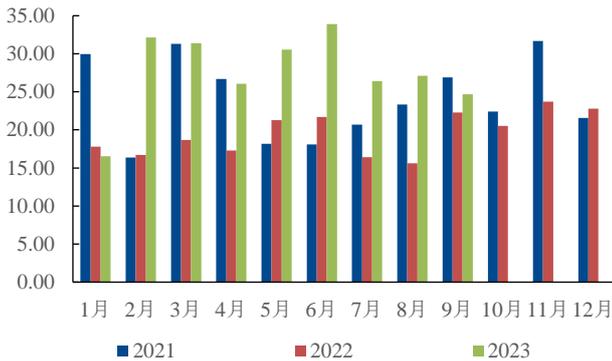
图表 30: 瓦楞纸生产集中度-2023H



资料来源: 百川盈孚

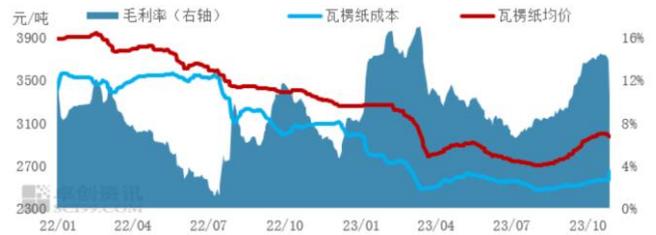
受进口纸冲击缓解, 需求回暖利润回升保障全年业绩。2023年1月1日开始, 再生箱板瓦楞纸减免关税, 进口瓦楞纸性价比优势凸显, 海关统计今年1-8月再生箱板瓦楞纸进口量大幅新增, 叠加上半年下游需求不振, 瓦楞纸降价压力巨大, 下半年随着原材料价格的平稳以及下游需求的恢复, 瓦楞纸均价有所回升, 企业毛利率以较快速度恢复。

图表 31: 瓦楞纸进口情况



资料来源: iFinD, 海关总署

图表 32: 瓦楞纸均价及毛利率变化



资料来源: 卓创资讯

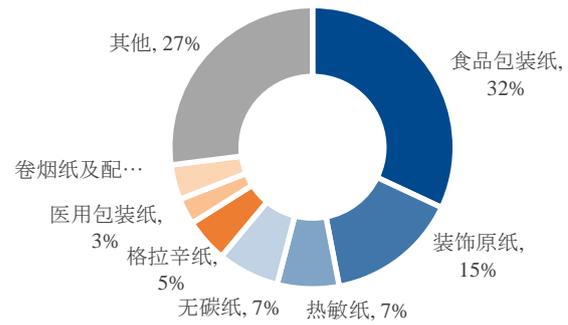
特种纸弹性强, 出海成为发展新动能。是一类具有针对特定性能和用途而制造的纸品总称, 具有科技含量高、附加值高、品种多、单品种产量小等特点, 是整个造纸行业创新活力最强的细分赛道。同时当前特种纸在供给端呈现出供给过剩且供给分散的状况, 下游需求广泛分布在食品包装、装饰原纸、热敏纸、无碳纸在内众多领域。从产销量来看, 2022年特种纸及纸板生产量425万吨, 较上年增长7.59%; 消费量287万吨, 较上年增长-8.01%。2013~2022年生产量年均增长率7.06%, 消费量年均增长率4.81%。特种纸正逐渐走向国外, 2022年特种纸及纸板占我国各品种出口量的18.1%。近年来, 也崛起了包括光伏衬纸、医疗透析纸在内的多个细分特纸品种, 增长动力强劲。

图表 33: 特种纸产销量



资料来源: 中国造纸工业协会

图表 34: 特种纸产量结构



资料来源: 华经产业研究院

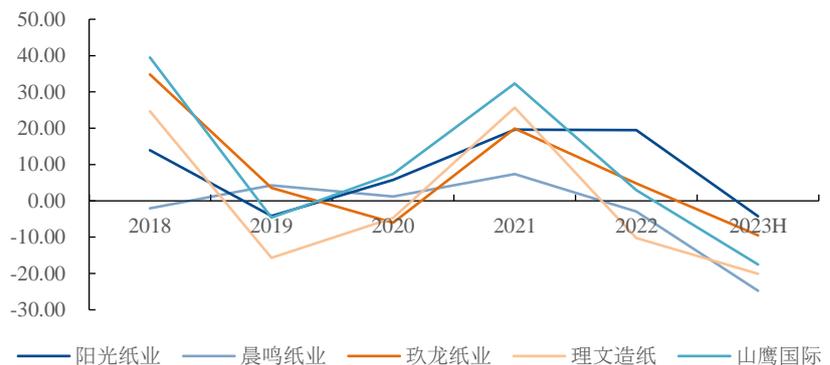
3 差异化战略打造核心优势，建发入股增强综合实力

3.1 细分领域王者，核心主业稳固

差异化竞争，聚焦主业打造细分赛道王者。公司 2000 年创办之初，即融入了“差异化”发展的基因，面对当时行业竞争状况，公司并未选择铜版纸、新闻纸、白卡纸等竞争激烈的大宗主流纸种，而是独辟蹊径地选择了包装用纸赛道聚力发展。以差异化战略引领，经过科技攻关，于 2002 年成功开发出白面牛卡纸。白面牛卡纸以废纸为原料，制成可印制七彩图案的高档纸箱面纸，在此基础上，公司建成了年产 10 万吨生产线，一举成为中国高档包装用纸行业的领跑者。2022 年，阳光纸业公司凭借过硬的综合实力位列美国《Paper 360°》杂志公布的全球纸业 75 强榜单第 68 位，较 2020 年上升两位，公司于 2017 年首次登榜后，排名连续上升。

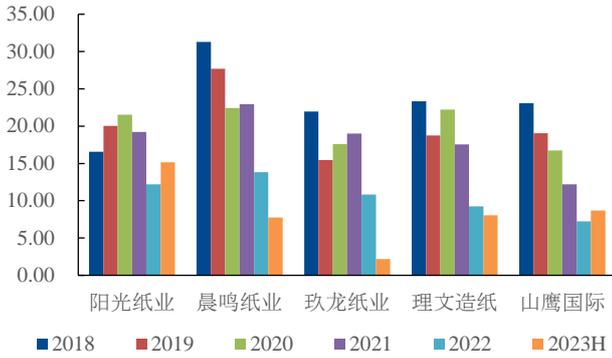
营收增长稳健，经营韧性凸显。综合比较阳光纸业与同业公司的营收增速，公司下游需求稳定，过往增速表现平稳，使得公司营收受行业周期影响较小，尤其在 2022 年以来，得益于差异化的竞争策略，公司营收增速表现优异，体现了更强的抗周期能力。

图表 35: 公司与同行业增速对比

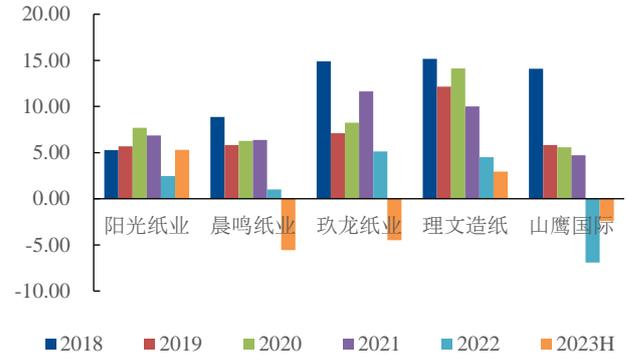


资料来源: iFind, 公司年报

盈利能力更加稳定。公司综合毛利率与净利率波动幅度更小，其中毛利率长期稳定在 15%-20% 左右，即使 2022 年原材料价格处于历史高位的巨大压力之下，公司综合毛利率也有 12.20%，相比于同行公司稳定性更强，净利率表现也是如此。未来随着公司逐渐加入更多高毛利新项目，预计盈利能力仍有望稳步提高。

图表 36: 公司与同行业毛利率对比


资料来源: iFinD, 公司年报

图表 37: 公司与同行业净利率对比


资料来源: iFinD, 公司年报

3.2 数字化转型助力, 企业持续变革

数字化转型先锋, 助力公司管理变革。阳光纸业率先在行业内建立数字化平台, 利用人工智能、物联网技术等, 集成供应链管理、智慧物流、大数据应用、区块链+再生资源等系统, 推动管理与产业升级, 数字化转型成果被清华大学经济管理学院纳入案例库, 荣获《哈佛商业评论》主办的‘鼎革奖’。作为传统的造纸企业, 阳光纸业依靠数字化转型升级, 实现了产能翻一番、人员减一半。公司规划表示, 未来3至5年, 世纪阳光纸业集团将以智能制造平台为基础, 推动中央控制室的搭建, 实现远程集控和生产调度, 深入挖掘数据价值, 实现数字化业务赋能。

图表 38: 公司数字化重大事件及未来规划


数据来源: 公司资料

3.3 研发创新驱动，看好生物机械浆及特种纸突破潜力

阳光纸业核心管理团队均为业内技术出身，始终坚持科技研发与产品创新。经过多年积累，公司已形成了丰富的技术储备。在稳定的主业之外，公司还布局了多种高毛利率的特种纸技术，如光伏衬纸、食品级包装纸等。

图表 39：公司专利数持续增长



资料来源：iFinD 统计

定位中高端市场，客户质地优秀、产线设备先进。公司下游客户主要为食品饮料、家电电子、医药等行业的龙头企业，目前已与“百威英博”“青岛啤酒”“蒙牛”“伊利”“统一”“康师傅”“娃哈哈”“双汇”“海信”“海尔”“联想”“富士康”等众多快速消费品和耐用消费品终端客户实施了战略合作，引领包装用纸低量化新潮流。公司注重设备的升级，以公司“年产 80 万吨高级瓦楞原纸项目”为例，项目总投资 32 亿元，引进的两台纸机均产自德国福伊特，网宽为 8150mm，生产定量 70~110 克/m²，设计车速为 1250 米/分，瓦楞原纸单线产能居国内前三位。

图表 40：公司战略合作客户



资料来源：公司官网

图表 41：公司瓦楞纸进口高端设备



资料来源：公司微信公众号

在创新战略的引领下，公司生物机械浆及专用纸品/特种纸板块有望成为未来核心增长突破口：

公司首创生物机械浆技术，市场潜力巨大。生物机械浆的主要原材料是农业秸秆。我国农业秸秆资源丰富而木材资源相对稀缺，秸秆每年可收集的资源量约为 7 亿吨，其中造纸可利用的麦草、稻草约 3 亿吨，以此生物机械法制浆，具有成本低、得率高、质量好的优点，可替代木浆。生物机械浆技术不仅有助于解决我国造纸产业原料短缺的难题，而且有效解决了农业秸秆难以处置的问题，

同时能够减少焚烧造成的环境污染、增加农民的收入，具有明显的经济效益、社会效益和生态效益。

生物机械浆下游应用广泛。生物机械浆为一次非木纤维原生浆，无菌清洁，可代替木浆生产牛皮纸、光伏衬纸、食品级包装用纸、医疗用纸、大棚地膜纸、菌包纸等多用途纸种，以及纸浆模塑用的食品级纸杯、餐盒等代塑产品，具有广泛的应用领域。目前已获得 12 项发明专利、24 项实用新型专利，另有 7 项发明专利正在申请之中。2019 年被列入山东省重大科技创新工程，2020 年被列入国家重点研发计划。

图表 42：公司部分生物机械浆专利情况

序号	知识产权名称	知识产权号	授权日期
1	一种环保秸秆生物机械法制浆工艺	2018111653654	2020/12/1
2	一种热蒸汽协同生物酶处理麦草制备原色生物机械浆的方法	2018116405877	2020/12/22
3	一种热蒸汽协同生物酶处理麦草制备本色生物机械浆的方法	2018116405699	2020/12/11
4	一种热水处理协同生物酶处理的生物机械浆制备方法	201811640503X	2020/12/11
5	一种麦草叶制备生物机械浆的方法	2018116406757	2020/12/25
6	一种热水协同碱性生物酶处理麦草制备本色生物机械浆的方法	2018116456614	2020/12/11
7	一种麦草叶鞘制备生物机械浆的方法	201811640782X	2021/3/2
8	一种秸秆制备高强度瓦楞原纸的方法	2017111836307	2020/5/12
9	一种利用秸秆和废纸浆制备高强度瓦楞原纸的方法	2017111836364	2020/3/27
10	一种环保清洁制浆工艺	2017112903506	2021/5/11
11	一种麦草秸秆制备生物机械本色浆的方法	201811640569.9	2020.12.11
12	一种制浆黑液预处理工艺	202110247605.0	2023.02.28

数据来源：公开资料

生物机械浆项目稳步推进。公司生物机械浆项目自 2019 年开工建设以来，各项工作稳步推进，同时下游应用的市场也正配合打开。以光伏衬纸为例，公司今年实现了光伏衬纸“从 0 到 1”的突破，上半年与福莱特、信义玻璃等光伏玻璃行业龙头达成长期合作，光伏衬纸出货量大幅增长。公司规划，2023 年，公司光伏衬纸产量达到 2 万吨，至 2027 年，公司生物机械浆产量达到 50 万吨。

图表 43: 公司生物机械浆总体规划

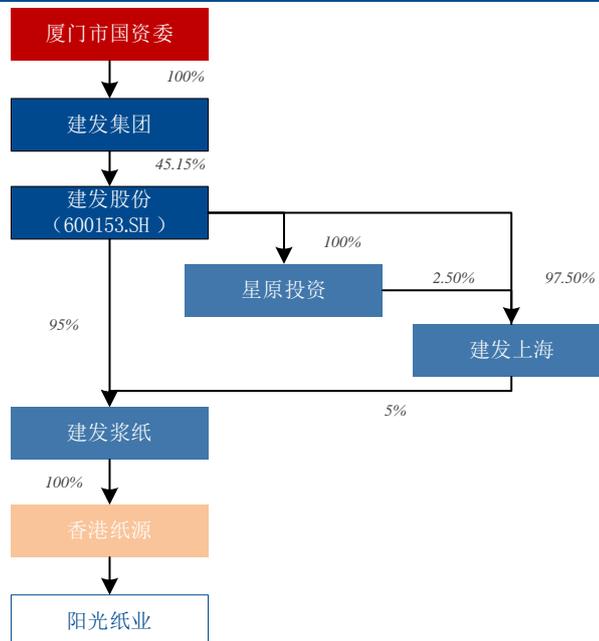
2019年	2020年	2021年	2022年	未来规划
<ul style="list-style-type: none"> 一期20万吨生产线开工建设 获得山东省重大科技创新工程1000万补贴，被列入山东省新旧动能转换项目 	<ul style="list-style-type: none"> 被列入国家科技部重点研发计划，获得财政补贴2064万 董事长王东兴荣获眩泰山产业领军人才、眩金牌企业家、眩荣誉称号 	<ul style="list-style-type: none"> 项目试运行，获得各项专利30余项、山东省高新技术企业称号，被认定为眩中国轻工业生物机械浆工程技术研究中心 	<ul style="list-style-type: none"> 生物制浆集成技术的完善，生物纤维质量的改进。 获得眩山东省创新性中小企业 	<ul style="list-style-type: none"> 2023年，生物机械浆产量达到7万吨，光伏衬纸产量2万吨 至2027年底，生物机械浆产能达到50万吨

数据来源：公开资料

3.4 建发成为第二大股东，产业协同带来无限可能

引入新股东，看好未来拓展潜力。2023年7月14日，阳光纸业发布公告，建发股份(600153.SH)下属子公司厦门建发浆纸集团旗下的香港纸源有限公司拟出资认购阳光纸业1.62亿股普通股。本次交易完成后，香港纸源将成为阳光纸业的第二大股东。建发股份是一家以供应链运营为主业的现代化服务型企业，2022年其母公司建发集团位列《财富》世界500强企业排名第77位。建发浆纸集团是建发股份的全资子公司，自1992年成立至今已发展成为全球领先的林浆纸及印刷包装领域的全产业链运营商。公司专营纸张、纸浆、木片及生活用纸等各类林浆纸产品业务，为全球客户提供订购、运输、保险、仓储、融资等“一站式”供应链综合服务。对于建发浆纸而言，此次入股阳光纸业，实现了从供应链服务延伸至产业链布局的重要跨越。对于公司而言，此次引入具有产业强协同效应、实力雄厚的国有企业作为战略股东，有助于公司在**业务资源、资本运作和融资方面获得更多支持，增厚公司发展潜力。**

图表 44: 建发入股的示意图



资料来源：iFinD 企业库，公司公告

4 盈利预测及估值

4.1 关键假设及盈利预测

关键假设：

- 1) 2023年下半年，随着废纸浆价格企稳及木浆价格回升，公司产品提价过程顺利，公司白面牛卡纸、涂布白面牛卡纸等产品单价有所回升，带动公司下半年营收修复；
- 2) 分业务看：公司白面牛卡纸、涂布白面牛卡纸、纸管原纸增速稳定，暂无产能扩张计划，主要受到产品单价影响，预计下半年需求恢复与单价修复共同作用下，下半年营收规模有望得到修复；瓦楞纸产能利用率高，承压局面仍在，主要受益于未来原材料价格提升，且公司通过生产结构调优带来的产能弹性，实际产量仍有一定提升空间；特种纸受益于新品种扩张，有望实现毛利率的提升与产量的稳定增长；
- 3) 公司历年费用水平及所得税率平稳，未来无重大波动。

图表 45：盈利预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	66.73	79.82	95.38	96.96	105.98	112.86
销售成本 (亿元)	52.37	64.49	83.74	82.58	89.53	94.66
毛利 (亿元)	14.37	15.34	11.64	14.38	16.45	18.19
其他收入 (亿元)	1.90	2.16	3.21	3.68	4.03	4.29
销售费用 (亿元)	3.07	3.40	4.02	4.36	4.50	4.51
管理费用 (亿元)	4.25	4.99	4.30	5.53	5.83	5.98
财务费用 (亿元)	1.61	1.49	1.69	1.45	1.59	1.69
经营溢利 (亿元)	7.30	7.56	4.58	6.72	8.55	10.29
应占共同控制实体业绩 (亿元)	0.03	-0.09	-0.44	-0.05	0.00	0.00
税前利润 (亿元)	7.34	7.47	3.59	6.68	8.55	10.29
所得税 (亿元)	2.20	1.99	1.24	1.84	2.35	2.83
税后利润 (亿元)	5.14	5.48	2.35	4.69	6.02	7.24
归母净利润 (亿元)	4.98	5.57	2.06	4.32	5.53	6.66

资料来源：iFind

4.2 估值比较

选取港股晨鸣纸业、玖龙纸业、理文造纸及A股山鹰国际、博汇纸业、裕同科技作为公司可比对象，可比公司2023-2025年平均PE为20.75、8.19、6.90。阳光纸业主业优势突出，主业修复+特种纸业务市场打开确定性高，同时未来在新股东建发纸浆的赋能下有望发挥协同效应实现降本增效。参考可比公司2024年预期PE及港股A股市场差异，保守给予阳光纸业7倍PE，按照2024年EPS 0.54元人民币/股计算，对应股价4.12港币/股，较目前股价拥有约59%增长空间。

图表 46：估值比较

股票代码	股票简称	股价	EPS (RMB)				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
01812	晨鸣纸业	2.16 (HKD)	0.06	0.25	0.36	0.40	33.03	7.93	5.47	4.97
02689	玖龙纸业	4.05 (HKD)	-0.51	0.44	0.8	0.82	-8.82	8.54	4.76	4.62
02314	理文造纸	2.12 (HKD)	0.24	0.26	0.29	0.31	12.51	7.63	6.90	6.48
600567	山鹰国际	2.12 (RMB)	-0.49	0.05	0.23	0.32	-5.07	41.68	9.17	6.50
600966	博汇纸业	6.70 (RMB)	0.17	0.16	0.71	0.90	52.11	42.85	9.47	7.43
002831	裕同科技	25.77 (RMB)	1.60	1.62	1.92	2.26	20.68	15.85	13.39	11.42
平均数							17.41	20.75	8.19	6.90
02002	阳光纸业	2.59 (HKD)	0.20	0.42	0.54	0.65	11.87	5.65	4.41	3.67

资料来源：iFinD 一致性预测，2023年11月18日

4.3 风险提示

- 1) 市场风险：宏观经济恢复不及预期，下游需求恢复不及预期的风险；
- 2) 行业风险：原材料价格剧烈波动，行业竞争加剧；
- 3) 经营风险：公司新产品研发创新推出进度不及预期，在建项目投产进度不及预期，或销售情况不及预期的风险。

華升證券研究

華升證券为中国首控集团有限公司（香港上市编号 01269.HK，下称“首控集团”）旗下的全资附属子公司。華升證券凭借着母公司的资源和优势，致力推动中国投资者和企业完善境外投资及融资渠道，及协助境外投资者参与中国资本市场。華升證券研究作为華升證券的研究部门，主要从事香港市场股票研究，并专注于覆盖教育行业上市公司，团队专注基本面研究，挖掘被低估的投资机会并为客户提供多种研究产品。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

免责声明

本文纯粹为提供数据而编写，并未经过任何司法管辖区的任何监管机构审阅。本文所载数据可随时更改，而无须事前另行通知。華升證券有限公司谨慎地编写本文，然而華升證券及其关联公司、其董事或雇员「相关方」并不就本文所载之声明、数据、数据及内容的准确性、及时性和完整性做出任何明示或隐含之声明或保证。本文亦不构成所涉及的任何买卖或交易之要约。阁下应进行独立的评估及适当的研究，以对内容加以参考取舍。因此，如对任何因信赖或参考本文章内容所导致的损失，相关方将不会对您或任何第三方承担任何及所有直接或间接因此而产生的责任。

风险披露

金融产品价格可能会波动，任何个别金融产品的价格可升亦可跌，甚至在某些情况下可变成毫无价值。买卖金融产品存有潜在风险，所以未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。在法律许可的情况下，華升證券或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，因此，投资者应当考虑到華升證券及/或其相关人员或公司可能存在影响本报告观点的潜在利益冲突。

本文所刊载的商标、标识及服务商标乃本文所有内容的版权均属于本公司拥有，阁下在未取得本公司书面同意前不得更改、复制、发放、刊登或下载，或用于商业或公众用途。