

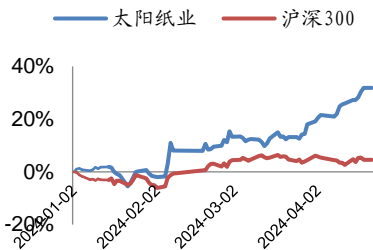
横向产品多元化，纵向林浆纸一体化

投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-04-24

收盘价（元）	15.57
近12个月最高/最低（元）	16.27/10.26
总股本（百万股）	2,795
流通股本（百万股）	2,765
流通股比例（%）	98.94
总市值（亿元）	435
流通市值（亿元）	430

公司价格与沪深300走势比较



分析师：徐偲

执业证书号：S0010523120001

邮箱：xucai@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 概况：林浆纸一体化，处于行业领军地位

太阳纸业经过40余年发展，已成为全球先进的林浆纸一体化跨国集团，拥有山东、广西和老挝三大生产基地，员工19000余人，位列中国企业500强，位列世界造纸30强。公司现拥有全球先进的制浆、造纸生产线，产品逐渐形成了以高档文化用纸、高档包装用纸、高档生活用纸、高档特种纸及特种纤维溶解浆等为主导的系列产品结构。2003-2023年公司营业收入CAGR为14.56%，归母净利润CAGR为15.56%，公司业绩在周期波动中稳定提升。

● 行业：周期底部已过，行业格局向好

周期方面，我们判断2023年10月造纸行业已进入被动去库存阶段，成品纸价格提升，纸企盈利呈现复苏迹象。复盘上一轮2019.11-2021.1被动去库存周期阶段，板块头部企业具有明显的“超额前置”特征，头部企业超额收益在该阶段最为明显。**浆价方面**，2024年开年海外罢工、浆厂检修等导致供应面偏紧，海内外需求阶段性改善，同时纸厂及港口库存偏低，短期浆价偏强势；2024年全球阔叶浆供给压力依然延续，需求已出现边际改善的趋势，预计浆价或将低位震荡。**产品方面**，1）**文化纸**：2024年2月以来，文化纸企业多轮提价函落地顺畅，3-5月为文化纸传统旺季，且文化纸竞争格局较为稳定，随着纸价进一步提涨，文化纸企业盈利能力将进一步修复。2）**箱板瓦楞纸**：需求端修复良好，但相比文化纸，去库节奏较为缓慢，仍处于历史高位。供给端，国内新增产能较多，且关税的降低提升进口供应链，挤占国内供给。供需失衡，进口冲击，箱板瓦楞纸短期下行压力仍较大，市场竞争压力下利润率承压。

● 公司：横向产品多元化，纵向林浆纸一体化

产品方面，公司自2012年起稳步实施“四三三”中长期发展战略，在巩固造纸主业的同时，以造纸产业的技术、资金、人才等为基础，发展生物质新材料，进军快速消费品行业，稳步构造产业用纸利润占40%、生物质新材料占30%、快速消费品30%的“四三三”战略格局，目前已实现多元产品配置。**产能方面**，目前，公司拥有山东、广西、老挝三大造纸基地，随着广西基地南宁园区新建和技改项目的逐步按计划实施完毕并进入试产阶段，公司纸、浆合计总产能已超1200万吨，公司山东、广西和老挝“三大基地”的协同发展，稳步构建起了公司的“林浆纸一体化”全产业链，更加有能力熨平行业的周期性波动。**成本方面**，公司的成本优势主要来自于原材料、能源动力、折旧及其他制造费用，成本优势下公司盈利能力显著高于同行，文化纸铜版纸毛利率位居前列。

● 盈利预测及投资建议

公司作为国内领先的造纸企业，林浆纸一体化成本优势明显。短期随着广西南宁基地一期项目达产及二期项目投建，产能扩张贡献业绩增量，

长期老挝基地林木资源壁垒稳固。我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 439.27/468.95/501.46 亿元, 分别同比增长 11.1%/6.8%/6.9%; 归母净利润分别为 36.73/41.37/45.99 亿元, 分别同比增长 19.0%/12.6%/11.1%。截至 2024 年 4 月 24 日总股本及收盘市值对应 EPS 分别为 1.31/1.48/1.65 元, 对应 PE 分别为 11.85/10.52/9.46 倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。

● **风险提示**

市场竞争加剧的风险, 原材料价格波动的风险, 汇率波动的风险, 客户的信用风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	39544	43927	46895	50146
收入同比 (%)	-0.6%	11.1%	6.8%	6.9%
归属母公司净利润	3086	3673	4137	4599
净利润同比 (%)	9.9%	19.0%	12.6%	11.1%
毛利率 (%)	15.9%	16.3%	16.6%	16.8%
ROE (%)	11.8%	12.2%	12.1%	11.7%
每股收益 (元)	1.10	1.31	1.48	1.65
P/E	11.02	11.85	10.52	9.46
P/B	1.31	1.45	1.27	1.11
EV/EBITDA	7.80	7.98	7.17	6.16

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 概况：林浆纸一体化，处于行业领军地位	7
1.1 产品种类积极拓展，林浆纸建设不断推进	7
1.2 股权结构集中稳定，激励计划充足有效	10
1.3 收入稳健增长，盈利穿越周期	12
2 行业：周期底部已过，市场格局向好	15
2.1 周期：进入被动去库存阶段，头部企业超额收益最为明显	15
2.2 浆价：短期价格偏强势，全年或将低位震荡	17
2.3 产品：文化纸提价函落地顺畅，包装纸继续承压	19
3 公司：横向产品多元化，纵向林浆纸一体化	27
3.1 产品：“四三三”战略稳步推进，实现多元产品配置	27
3.2 产能：三大基地协同发展，产能规模有序扩张	30
3.3 成本：成本优势突出，吨纸成本低于同行	39
4 盈利预测及投资建议	44
5 风险提示	46
财务报表与盈利预测	47

图表目录

图表 1 公司产品概况.....	7
图表 2 公司发展历程.....	10
图表 3 公司股权结构图（截至 2023 年）.....	11
图表 4 公司核心管理团队情况.....	11
图表 5 公司股票激励计划.....	12
图表 6 2012-2023 年公司营业收入及 YOY.....	13
图表 7 2012-2023 年公司归母净利润及 YOY.....	13
图表 8 2012-2023 年公司分产品拆分营业收入（亿元）.....	13
图表 9 2012-2023 年公司分地区拆分营业收入（亿元）.....	13
图表 10 2012-2023 年公司分产品毛利率（%）.....	14
图表 11 2012-2023 年公司分地区毛利率（%）.....	14
图表 12 2012-2023 年各造纸公司销售毛利率情况.....	14
图表 13 2012-2023 年各造纸公司销售净利润率情况.....	14
图表 14 2012-2023 年公司费用率情况.....	15
图表 15 2012-2023 年公司现金流情况.....	15
图表 16 造纸行业逻辑框架.....	15
图表 17 2018 年至今造纸行业周期复盘.....	16
图表 18 板块头部企业具有明显的“超额前置”特征.....	17
图表 19 针叶浆、阔叶浆和化机浆内盘市场价（元/吨）.....	18
图表 20 欧洲本色浆和漂针木浆消费量同比变化.....	18
图表 21 中国主要纸种月度产量同比变化.....	18
图表 22 欧洲本色浆和漂针木浆库存量同比变化.....	19
图表 23 中国主要纸种月度消费量同比变化.....	19
图表 24 欧洲本色浆和漂针木浆库存量同比变化.....	19
图表 25 中国主要纸种企业库存情况（千吨）.....	19
图表 26 中国双胶纸和双铜纸日度均价（元/吨）.....	20
图表 27 中国双胶纸和双铜纸日度毛利率（%）.....	20
图表 28 中国双胶纸和双铜纸企业库存天数（天）.....	20
图表 29 中国双胶纸和双铜纸月度开工负荷率（%）.....	20
图表 30 2022 年双胶纸需求结构.....	21
图表 31 中国双胶纸月度消费量及同比增长率（千吨，%）.....	21
图表 32 2022 年双铜纸需求结构.....	21
图表 33 中国双铜纸月度消费量及同比增长率（千吨，%）.....	21
图表 34 2022 年双胶纸产能格局.....	22
图表 35 2022 年铜版纸产能格局.....	22
图表 36 中国箱板纸和瓦楞纸日度均价（元/吨）.....	22
图表 37 中国箱板纸和瓦楞纸日度毛利率（%）.....	22
图表 38 中国箱板纸月度消费量及同比增长率（千吨，%）.....	23
图表 39 中国双铜纸月度消费量及同比增长率（千吨，%）.....	23

图表 40 中国箱板纸和瓦楞纸企业库存 (千吨)	23
图表 41 中国箱板纸和瓦楞纸月度开工负荷率	23
图表 42 2023 年箱板瓦楞纸新增产能	23
图表 43 中国箱板纸月度进口量及同比增长率 (千吨, %)	24
图表 44 中国瓦楞纸月度进口量及同比增长率 (千吨, %)	24
图表 45 2022 年箱板纸产能格局	25
图表 46 2022 年瓦楞纸产能格局	25
图表 47 溶解浆产业链情况	25
图表 48 溶解浆与针叶浆价格相关性	26
图表 49 溶解浆与粘胶短纤价格相关性 (元/吨)	26
图表 50 2022 年全球溶解浆主要产地及产量分布	26
图表 51 2018-2022 年溶解浆供应情况	26
图表 52 服装鞋帽、针、纺织品类当月零售额及同比情况	27
图表 53 公司“四三三”战略概况	27
图表 54 2011-2023 年分产品收入情况 (亿元)	28
图表 55 2023 年公司分产品收入占比	28
图表 56 2011-2023 年公司产业用纸收入及合计 YOY (亿元)	28
图表 57 2011-2023 年公司产业用纸业务毛利率	28
图表 58 2011-2023 年公司溶解浆业务收入及 YOY	29
图表 59 2011-2023 年公司溶解浆业务毛利率	29
图表 60 2014-2023 年公司生活用纸业务收入及 YOY	30
图表 61 2014-2023 年公司生活用纸业务毛利率	30
图表 62 公司品牌矩阵	30
图表 63 公司山东、广西和老挝“三大基地”的产能情况 (万吨)	31
图表 64 公司纸、浆产能情况 (万吨)	31
图表 65 公司山东基地发展历程	32
图表 66 公司山东基地颜店厂区	32
图表 67 公司山东基地邹城宏河厂区	32
图表 68 2023 年山东基地浆产能情况 (万吨/年)	33
图表 69 2023 年山东基地纸产能情况 (万吨/年)	33
图表 70 公司老挝基地发展历程	33
图表 71 公司老挝基地	34
图表 72 公司老挝基地林场	34
图表 73 各国森林面积占土地面积的比例	34
图表 74 2017-2023 年公司消耗性生物资产及 YOY	34
图表 75 公司老挝基地税收优惠情况	35
图表 76 公司老挝基地“3+2”和“4+1”合作模式	35
图表 77 公司广西基地发展历程	36
图表 78 公司广西北海园区	36
图表 79 公司广西南宁园区	36
图表 80 2023 年公司广西基地产能情况	37
图表 81 2023 年非针叶木的木片或木粒进口金额 (以人民币计) 分国别占比	37
图表 82 2023 年各省市非针叶木的木片或木粒进口均价 (元/千克)	37
图表 83 2022 年全国森林覆盖率前 10 的省份	38

图表 84 公司广西基地税收优惠情况	38
图表 85 公司计划新建产能	38
图表 86 2015-2023 年公司营业成本构成	39
图表 87 2015-2023 年公司及可比公司吨纸成本 (元/吨)	39
图表 88 2015-2021 年公司木浆自给率情况	40
图表 89 2015-2021 年公司自产化机浆成本与市场价 (元/吨)	40
图表 90 2015-2021 年公司自产化学浆成本与市场价 (元/吨)	40
图表 91 2021 年公司废纸系原料来源	40
图表 92 公司溶解浆价格与市场价格 (元/吨)	41
图表 93 公司溶解浆吨成本情况 (元/吨)	41
图表 94 2015-2022 年公司及可比公司吨纸原材料成本 (元/吨)	41
图表 95 2009-2023 年公司电及蒸汽业务收入及 YOY	42
图表 96 2009-2023 年公司电及蒸汽业务毛利率情况	42
图表 97 2015-2022 年公司及可比公司能源动力成本占比情况	42
图表 98 2015-2022 年公司及可比公司吨纸能源成本 (元/吨)	42
图表 99 2015-2022Q1 年公司文化纸产能利用率情况	43
图表 100 2015-2022 年公司及可比公司吨纸“折旧+其他制造费用”占比情况	43
图表 101 2015-2022 年公司及可比公司吨纸“折旧+其他制造费用” (元/吨)	43
图表 102 2015-2022 年公司及可比公司非涂布文化纸毛利率对比	44
图表 103 2015-2022 年公司及可比公司铜版纸毛利率对比	44
图表 104 公司分业务收入预测 (百万元)	44
图表 105 盈利预测和估值	45
图表 106 可比公司估值	46

1 概况：林浆纸一体化，处于行业领军地位

1.1 产品种类积极拓展，林浆纸建设不断推进

专注主业，战略清晰，多元布局。山东太阳控股集团有限公司创立于1982年，2006年于深交所上市，公司经过40余年发展，已成为全球先进的林浆纸一体化跨国集团，拥有山东、广西和老挝三大生产基地，员工19000余人，位列中国企业500强，位列世界造纸30强。公司现拥有全球先进的制浆、造纸生产线，产品逐渐形成了以高档文化用纸、高档包装用纸、高档生活用纸、高档特种纸及特种纤维溶解浆等为主导的系列产品结构，拥有“金太阳”、“华夏太阳”、“天阳”、“九州太阳”、“幸福阳光”、“万国骄阳”、“万国联邦”、“万国润阳”、“万国润彩”、“威尔”等主要品牌。2003-2023年公司营业收入CAGR为14.56%，归母净利润CAGR为15.56%，公司业绩在周期波动中稳定提升。

图表1 公司产品概况

产品大类	产品小类	具体产品	用途	优势
文化用纸	涂布类产品系列	高光铜版纸	适用于高档图书、杂志画册、书皮、内页、超市DM单、宣传单页、对联等	纸张强度高、挺度佳、印刷光泽度高、印刷色彩还原性好；平滑度高、纸面细腻
		亚光铜版纸	适用于高档图书内页、杂志画册、儿童读物、鉴赏画册、古画及摄影图集等	纸张强度高、纸面平滑度高、挺度好、印刷光泽度高、厚度均一
		单面铜版纸	适用于产品标签、不干胶面纸	纸张强度高、纸面平滑度高、挺度好、印刷光泽度高、厚度均一
	涂布艺术纸	适用于艺术画册、精美图书、广告宣传高档画册、鉴赏画册等	白度适宜、视觉柔和不伤眼、纸张微涂处理 表面肌理感强、松厚度高、挺度好、色彩还原图像层次感强	
非涂布类产品系列	高白胶版印刷纸	适用于图书内页、环衬、产品说明书、成人科教类金融、经济图书等	纸张白度高、色彩还原性好、平滑度高、匀度好 表面细腻、纸面平整细腻、厚度均一、层间结合力高、透气度相对高	
	本白胶版印刷纸	适用于图书杂志、图书内页、教材教辅、课业簿册等	不添加荧光增白剂、绿色健康、不透明度高，双面印刷不透印，白度适宜 视觉舒适、色相柔和	
	复合胶版印刷纸	适用于图书教辅等	松厚度高、白度适宜、油墨吸收性好	
工业用纸	牛卡纸	牛卡纸	适用于包装箱面纸、里纸	采用本色化学针叶浆挂面辅以美废浆及国废浆生产、具有优良的制箱性能与适印性能、耐破强度高耐折强度高、符合要求承重强度高的大型纸箱等中高端产品的生产
	优质牛卡纸	优质牛卡纸	适用于包装箱面纸、里纸	抗湿强度高、耐折强度高、耐破指数高、自有浆源、有利于纸张色相均一、具有自然美观的木浆纤维纹理、适合海鲜蔬菜的冷冻及保鲜包装和高端产品包装
	再生牛卡纸	再生牛卡纸	适用于包装箱面纸、里纸	采用可再生纤维原料生产、具有良好的性价比与环保性能、适合常规包装箱生产
包装用纸	白卡纸		产品系列：单面涂布白卡纸、高松厚度涂布白卡纸	
	铜版卡纸		产品系列：双面涂布铜板卡纸、高松厚度双面涂布铜版卡、双面涂布扑克牌纸	

	食品卡纸	产品系列: 无菌液体包原纸(白底)、无菌液体包原纸(牛底)、屋顶包原纸、食品卡纸(黄芯)、食品卡纸(白芯)、防油食品卡纸、面碗外贴纸、纸杯原纸		
	烟卡纸	产品系列: 烟标专用白卡纸(白芯)、烟标专用白卡纸(黄芯)、仿玻璃卡纸		
生活用纸	生活用纸	产品系列: 抽取式纸面巾、有芯/无芯卷纸、湿巾、棉柔巾、纸手帕、厨房纸巾、商务纸巾等		复印效果更逼真、文档保存更长久、工作效率更卓越、绿色环保更健康、办公成本更节约、功能使用更广泛
办公用纸	静电复印纸	静电复印纸	适用于复印	
		淋膜及复合类	广泛用于快销, 餐饮的食品包装领域	平滑度高, 有较好的光泽度, 挺度, 透气性好, 符合食品包装安全要求, 适合低定量淋膜, 适合铝箔等复合加工, 结合牢固度高
		涂布加工类	广泛用于各种低克重纸张涂布加工	拉力强, 韧性高, 平滑度高适合涂布加工要求
	食品级单光白牛皮纸	印刷类	广泛用于食品包装领域	平滑度高, 有较好的光泽度, 挺度, 白度, 符合食品包装安全要求
		食品级本色牛皮纸	广泛用于餐饮包装行业, 起到很好的替塑作用	平滑度高, 有较好的光泽度, 挺度, 透气性好, 符合食品包装安全要求
特种纸		离型原纸	广泛用于卫生巾, 清洁胶桶类领域	拉力强, 韧性及洁净度高, 无杂质颗粒; 用于离型类涂布涂硅, 起到很好的离型作用
		不锈钢衬纸	用于不锈钢层间隔纸	拉力强, 韧性及洁净度高, 无杂质颗粒
		CTP 版衬纸	用于印刷 CTP 版材间隔	韧性及洁净度高, 无杂质颗粒, 覆板性好
		低克重说明书专用纸	广泛用于药品及电子产品的说明书印刷	纸张洁净度高, 无杂质, 不透明度高
	衬纸系列	低克重热敏原纸	广泛用于收银卷以及快递粘单领域	表面平滑度高, 挺度, 厚度较高, 适合热敏涂布
		食品级防油纸	广泛用于餐饮包装行业	优选优质原料, 全过程卫生监管, 符合食品包装安全相关要求
淋膜(原)纸		淋膜(原)纸	适用于一次性纸杯、面碗等	采用进口商品木浆为原料, 连续化清洁生产; 纸面平滑度好, 白度高, 视感舒适, 印刷性能优越, 印刷光泽度高, 色泽鲜艳, 还原性好; 成纸挺度、耐折度、结合强度高、抗热水渗透力强, 成杯性能优越, 制杯后杯身挺度高, 手感好
		莱赛尔纤维级溶解浆	主要用于生产莱赛尔纤维	被誉为“二十一世纪的绿色纤维”, 是纺织工业重要纤维材料, 目前国内尚没有成熟用于莱赛尔纤维生产的专用溶解浆
		醋酸纤维溶解浆	主要用于生产绿色高分子材料---醋酸纤维, 醋酸纤维广泛应用于烟用过滤嘴、医疗和纺织服装等领域, 其中 80%用于制备烟用丝束	重点突破醋化级溶解浆清洁生产关键技术, 打破国外垄断, 填补国内空白
新材料		医用级微晶纤维素	是替代老三样"淀粉、糊精、蔗糖"的一种新型药用辅料, 市场潜力很大, 年需求量预计将达到 30 万吨	
		木材吐丝可织衣	产品可替代棉花, 透气性、舒适性更优	世界首创溶解浆连续蒸煮技术, 年产 80 万吨, 中国最大的溶解浆制造商, 打破国外垄断, 量产出有“21 世纪绿色纤维”美誉的莱赛尔(天丝)纤维溶解浆

树木提取酿甘甜	自主研发从普通木材中提取出食品级木糖，填补世界空白，改变了人类只能从玉米芯中提取木糖的历史
木质纤维拓应用	聚焦醋酸纤维溶解浆等“卡脖子”技术研发，研发高端微晶纤维素产业关键技术，产品附加值提升十倍

资料来源：公司官网，华安证券研究所

40 余年专注深耕，铸就纸业头部企业。公司从羽翼渐丰到鹏程万里的发展历程，也见证了公司文化的沉积与淬炼。

（1）艰辛起步，创业发展（1982-1992）：伴随着国家改革开放的脚步，1982年4月，兖州县城关公社造纸厂成立，企业性质为集体，开启了筚路蓝缕的创业历程。1984年12月，兖州县城关公社造纸厂企业名称变更为兖州县造纸厂。1985年，与山东造纸厂联营，引进国企管理模式。1992年，兖州县造纸厂更名为山东省兖州市造纸厂，并晋升成为国家二级企业。一路风雨，一路坚韧，历经兖州县城关公社造纸厂、兖州县造纸厂、山东省兖州市造纸厂的三次变更，企业规模初具，蓄势待发。

（2）稳步提升，规模扩张（1993-2005）：1993年，山东太阳纸业集团有限公司成立，成为国内首家利用国产设备生产高档涂布白板纸企业。20世纪90年代初，公司通过对国家政策和形势的不断学习研究，决定引进外资发展企业，分别与美国、加拿大、中国香港地区的投资商成立了4家合资企业，解决了企业发展所需的资金问题，同时也开阔了视野，提高了自身的技术和管理水平，打开了更为广阔的市场。2000年，山东太阳纸业集团有限公司整体变更为山东太阳纸业股份有限公司，股份制改造完成，为上市做好了铺垫。

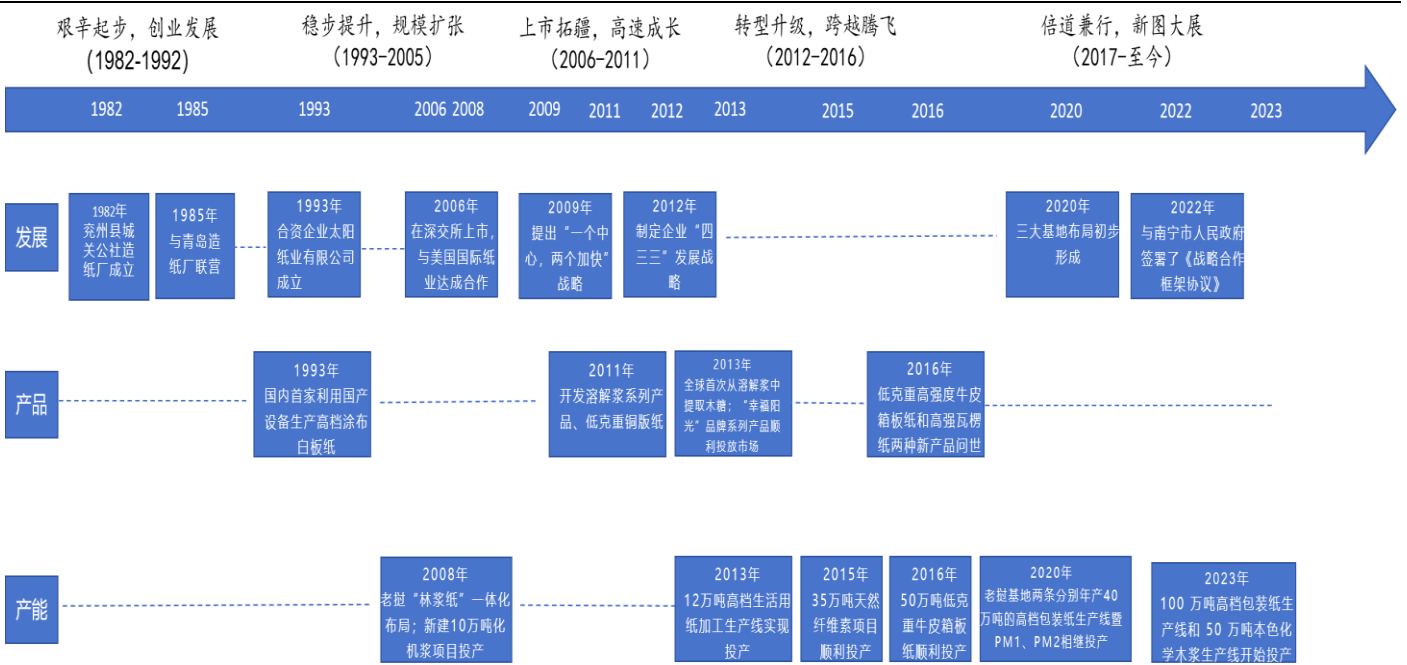
（3）上市拓疆，高速成长（2006-2011）：2006年11月16日，公司在深交所成功上市，成功登陆资本市场，成为公众公司。2006年，公司与美国国际纸业合作成立的万国纸业太阳白卡纸有限公司正式投入运营；2008年，公司正式启动老挝林浆纸一体化项目，公司的国际化战略全面开启。2011年，公司开发溶解浆系列产品，为国内首家规模生产溶解浆企业。在此时期，公司倾力打造跨国造纸集团，引进多名中高层管理人才，参与全球产业竞争循环，产品结构也开始了向高档化、高附加值方向的探索与发展，综合实力跻身世界造纸百强。

（4）转型升级，跨越腾飞（2012-2016）：经过对产业升级的成功探索，2012年，公司提出并制定了企业“四三三”发展战略（实现“四三三”的利润形成形态，即现有纸产品利润占40%、新材料占30%、生活用纸占30%），在坚持造纸主业不变的基础上，开始进军生物质新材料和快速消费品领域，把生物质精炼、生活用纸“快消品”作为新的发展方向。2013年，公司12万吨高档生活用纸加工生产线实现投产，“幸福阳光”品牌系列产品顺利投放市场。2015年，公司30万吨轻型纸改扩建项目投产，公司非涂布文化用纸生产能力达到100万吨，山东基地35万吨天然纤维素项目顺利实施，太阳纸业成为了国内最大的溶解浆供应商。2016年，公司舒芽奇品牌纸尿裤系列产品逐步推向市场；公司50万吨低克重牛皮箱板纸项目顺利投产。此阶段，太阳纸业进入中国企业500强，并成功跻身世界造纸50强。

（5）倍道兼行，新图大展（2017-至今）：2017年1月，公司老挝30万吨化学浆项目建设正式开工，这是公司布局老挝的第十年，也是公司第一个海外投资建设的实体项目。2019年10月，公司广西北海年产350万吨林浆纸一体化项目开工建设，标志着公司广西基地开始建设。2022年2月，公司正式启动了南宁市“年产525万吨林浆纸一体化及配套产业园项目”。至此，南北呼应、内外联动的山东、广

西、老挝“三大基地”战略布局成功构建。2023年，广西南宁525万吨林浆纸一体化技改及配套产业园（一期）项目中的100万吨高档包装纸生产线（南宁园区PM2和PM3）和50万吨本色化学木浆生产线投产，公司纸、浆合计总产能超过1200万吨，山东、广西和老挝“三大基地”进入全面协同发展的新阶段。

图表 2 公司发展历程

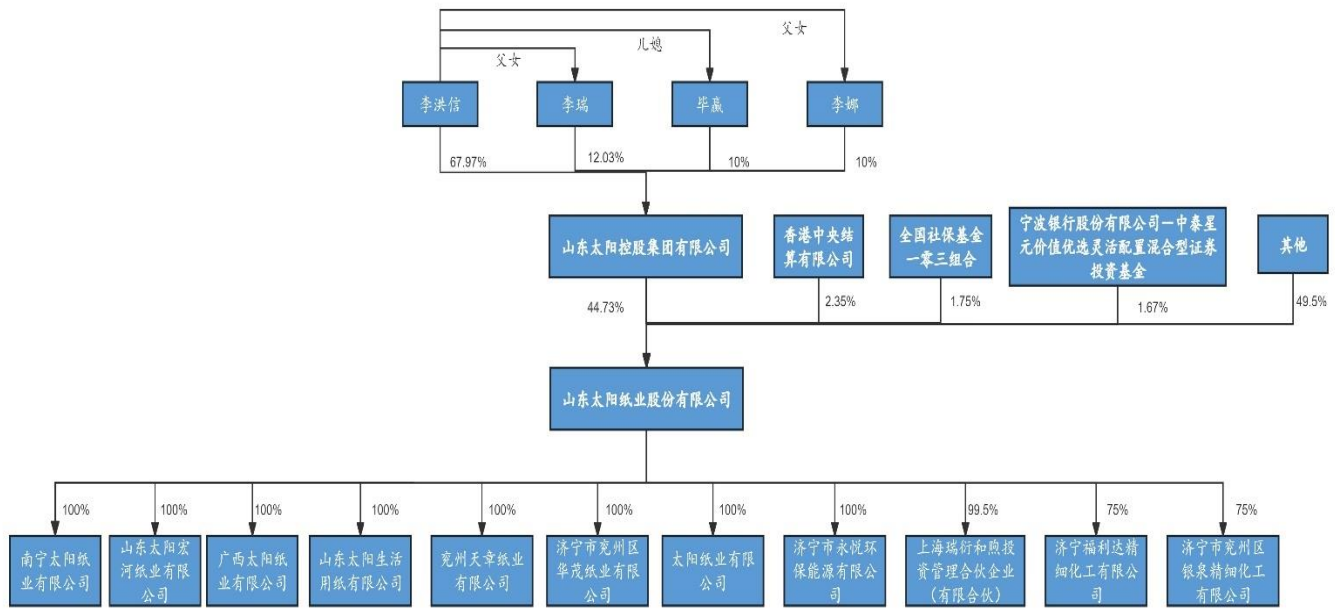


资料来源：公司公告，公司官网，华安证券研究所

1.2 股权结构集中稳定，激励计划充足有效

股权结构集中，控股股东有较强掌控力。公司控股股东山东太阳控股集团有限公司持有公司44.73%的股份，持股比例显著高于其他股东，对公司拥有较强掌控力，有利于公司各项发展战略的顺利实施。公司创始人李洪信通过该集团间接持有公司30.30%股份，家族成员李瑞、毕赢、李娜分别间接持有公司5.38%、4.47%和4.47%股份。

图表 3 公司股权结构图 (截至 2023 年)



资料来源: 公司公告, 爱企查, 华安证券研究所

管理团队优秀稳定, 企业凝聚力强。公司管理团队以董事长李洪信为核心, 形成一支专业稳定的高素质管理团队。1982 年董事长李洪信靠着 3 万元贷款, 接手作坊式村办造纸小厂, 带领 30 多位员工进入造纸行业, 战略眼光长远, 重视人才资源。公司拥有一支经过长期磨合形成的专业且稳定的高素质中高层管理团队, 公司核心管理团队和关键技术、管理领域的中层人员作为行业内顶尖团队拥有丰富的市场、生产、管理、技术经验, 对行业发展趋势和市场需求有较强的把握能力, 为公司可持续稳健发展保驾护航。公司拥有业内稳定的基层员工团队, 主要中坚力量都是 80、90 后, 员工平均年龄 30 岁左右, 对公司有很高的认可度与忠诚度, 乐于同企业一起发展、共同成长。

图表 4 公司核心管理团队情况

姓名	职务	履历
李洪信	董事长、总经理	生于 1953 年, 中国国籍, 无境外居留权; 大学学历, 高级经济师。曾任兖州市造纸厂技术科长、厂长, 山东太阳纸业集团总公司、山东太阳纸业集团有限公司董事长等职务。
李娜	副董事长	生于 1983 年, 中国国籍, 无境外居留权; 法学博士。2011 年 5 月加入本公司, 曾任公司副总经理。
刘泽华	董事、副总经理	生于 1971 年, 中国国籍, 无境外居留权; 本科学历, 高级工程师。1995 年加入公司, 历任公司工艺员、技术科长、技术处长、兖州天颐纸业股份有限公司总经理, 公司副总工程师, 公司生产经理。
王宗良	董事、财务总监	生于 1965 年, 中国国籍, 无境外居留权; 本科学历, 高级会计师。1985 年加入本公司, 历任公司核算员, 财务出纳会计、核算会计, 财务处副处长、处长(会计机构负责人)。
应广东	副总经理、总工程师	生于 1965 年, 中国国籍, 无境外居留权; 本科学历, 教授级高级工程师。1999 年加入本公司。
陈昭军	副总经理	生于 1962 年, 中国国籍, 无境外居留权; MBA, 高级工程师。1988 年加入本公司, 历任山东省兖州市造纸厂开发部部长、太阳纸业有限公司经理、公司副总经理兼董事会秘书等。
陈文俊	副总经理	生于 1963 年, 中国国籍, 无境外居留权; 大学学历。1989 年加入本公司, 历任公司办公室主任、总经理办公室主任、总经理助理、山东太阳白杨科技股份有限公司董事长。
曹衍军	副总经理	生于 1972 年, 中国国籍, 无境外居留权; 大学学历, 工程师。1995 年加入本公司, 历任公司技术

处副处长、兖州天颐纸业有限公司经理、公司兴隆分公司负责人、公司制浆车间经理、公司制浆事业部总监、公司监事。
鹿福成 副总经理、董事会秘书 生于 1975 年，中国国籍，无境外居留权；大学学历。1995 年加入本公司，历任公司总经办科员、企管处副处长、证券部经理、公司证券事务代表。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

激励机制充足有效，充分调动团队积极性。为了不断完善公司法人治理结构，健全公司中长期激励约束机制，实现公司和股东价值最大化，从 2014 年到 2019 年，为公司董事、高管、核心技术（业务、财务）人员相继实施了两次限制性股票激励计划，激励人数分别为 179 人和 674 人。2021 年，公司推出第三期股票激励计划，向激励对象授予限制性股票数量总计 6239.10 万股，授予对象共计 1185 人。基础目标以 2020 年净利润为基数，未来三年不低于 30%、40%、50%。公司不断推出股权激励计划，将股东利益、公司利益和员工个人利益结合在一起，使各方共同关注公司的长远发展，进而促进公司业绩持续增长。

图表 5 公司股票激励计划

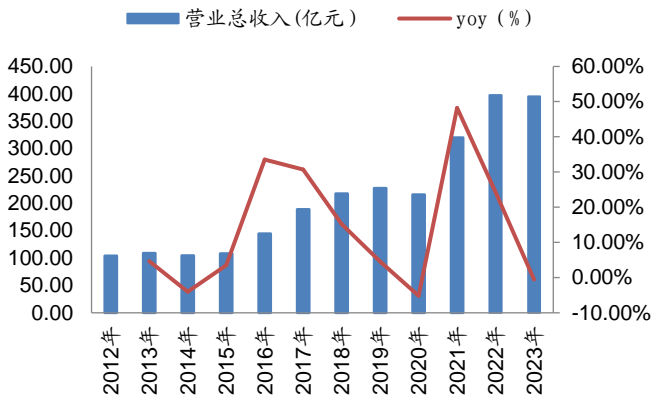
	首期股票期权激励计划	限制性股票激励计划 (2014-2016)	限制性股票激励计划 (2017-2019)	限制性股票激励计划 (2021-2023)
时间	2008-2010 年	2014-2016 年	2017-2019 年	2021-2023 年
授予人数	约为 190 人	179 人	674 人	1185 人
授予数量	1200.00 万股	3146.00 万股	5677.00 万股	6239.10 万股
股份占比	3.34%	1.43%	2.24%	2.38%
基础目标	扣除非经常损益后的净利润以 2007 年为基数，2008 年比 2007 年增长 20% 以上，2009 年比 2007 年增长 40% 以上，2010 年比 2007 年增长 60% 以上	以 2013 年净利润为基数，未来三年的净利润增长率不低于 60%、130%、240%，且净资产收益率分别不低于 8%、11%、15%	以 2016 年净利润为基数，未来三年的净利润增长率不低于 60%、80%、100%	以 2020 年净利润为基数，未来三年的净利润增长率不低于 30%、40%、50%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.3 收入稳健增长，盈利穿越周期

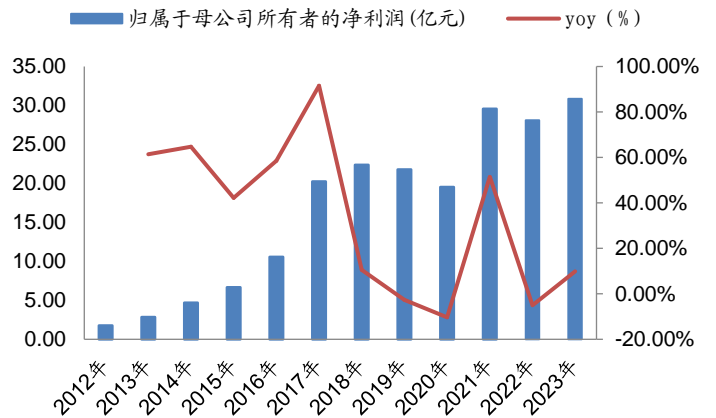
公司营收增长稳健，盈利韧性较强。公司业绩在周期波动中稳定提升，2012 年-2023 年，公司营业收入从 104.09 亿元增长至 395.44 亿元，CAGR 为 12.90%，归母净利润从 1.76 亿元增长至 30.86 亿元，CAGR 为 29.72%。虽然遭受管理成本增加、原辅材料和能源价格上涨及其他不确定因素的冲击，公司产能有序释放，产品销售量增加，销售收入也随之增加，2023 年，公司实现营业收入 395.44 亿元，同比下降 0.56%；归母净利润 30.86 亿元，同比增长 9.86%。

图表 6 2012-2023 年公司营业收入及 yoy



资料来源: Wind, 公司公告, 华安证券研究所

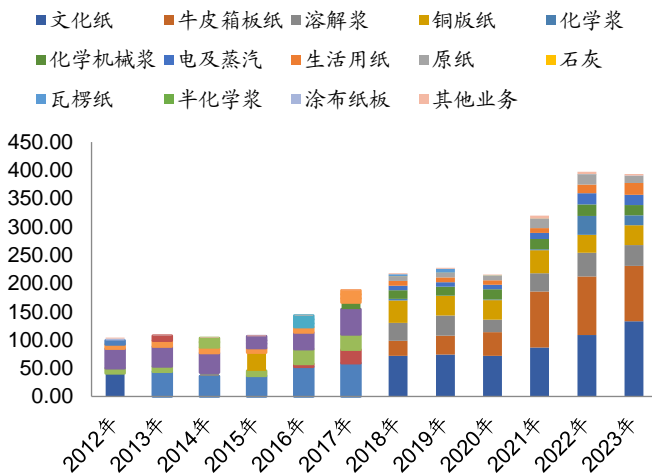
图表 7 2012-2023 年公司归母净利润及 yoy



资料来源: Wind, 公司公告, 华安证券研究所

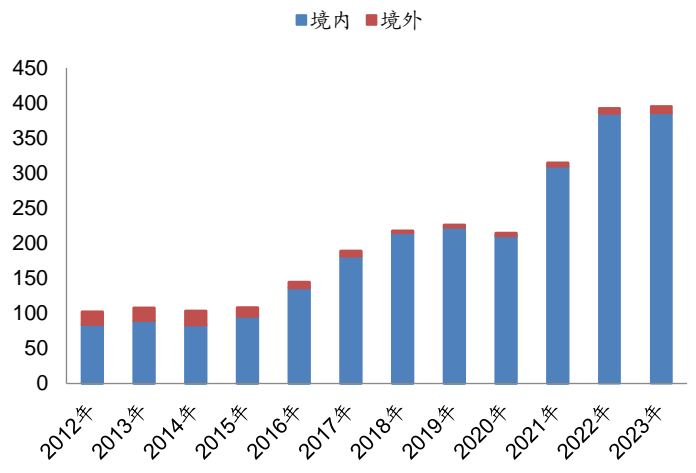
文化纸为公司主要产品，境内为核心经营区域。分产品看，非涂布文化纸是公司的主要收入来源，2023 年实现营业收入 133.1 亿元，同比增长 22.58%，占营业收入的 33.66%。自 2016 年公司切入牛皮箱板纸领域，收入不断增长，2023 年实现营业收入 98.07 亿元，同比下降 5.65%，占营业收入的 24.8%。分地区看，公司主要产品在境内销售，2023 年，境内实现营业收入 385.60 亿元，同比增长 0.34%，占营业收入的 97.51%。

图表 8 2012-2023 年公司分产品拆分营业收入 (亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 华安证券研究所

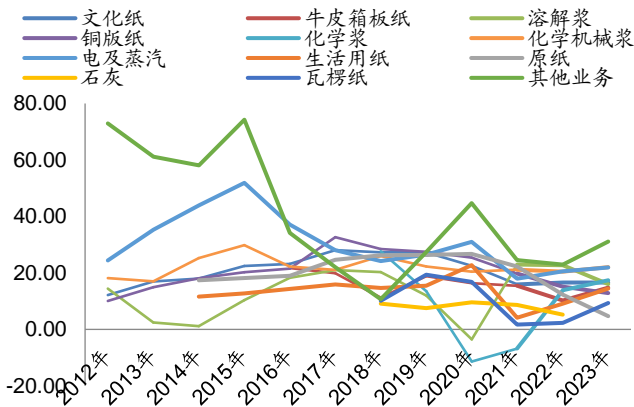
图表 9 2012-2023 年公司分地区拆分营业收入 (亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 华安证券研究所

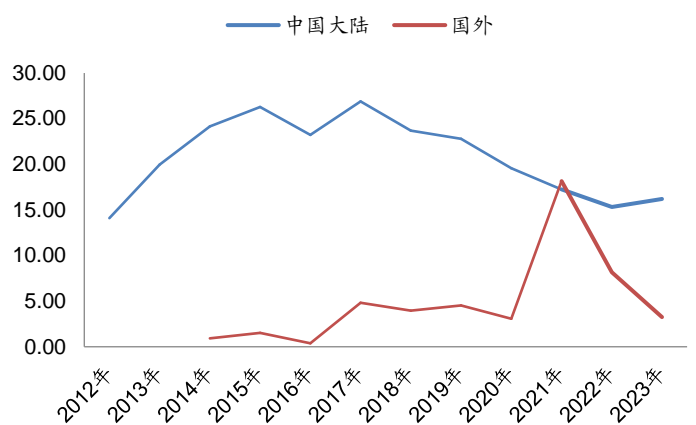
毛利率整体稳定，境内毛利率远超境外。公司通过其卓越的成本控制手段，成功地减轻了周期性因素对盈利的影响。分产品看，2023 年，公司各产品毛利率较 2022 年波动较小，主要产品非涂布文化纸和牛皮箱板纸 2023 年毛利率分别为 16.63% 和 14.74%，同比提升 0.07pct 和 4.52pct。分地区看，公司境内销售毛利率较高，2023 年，公司境内和境外销售毛利率分别为 16.21% 和 3.26%。

图表 10 2012-2023 年公司分产品毛利率 (%)



资料来源: Wind, 公司公告, 华安证券研究所

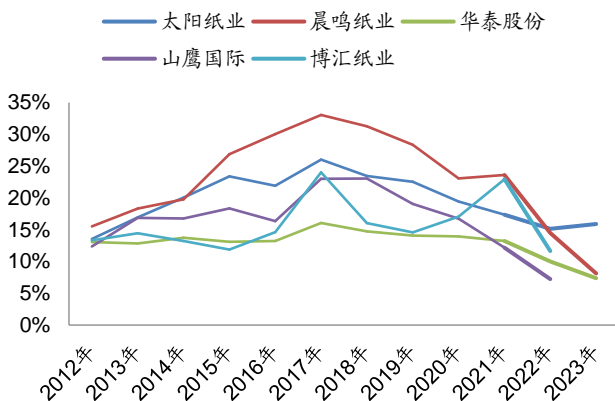
图表 11 2012-2023 年公司分地区毛利率 (%)



资料来源: Wind, 公司公告, 华安证券研究所

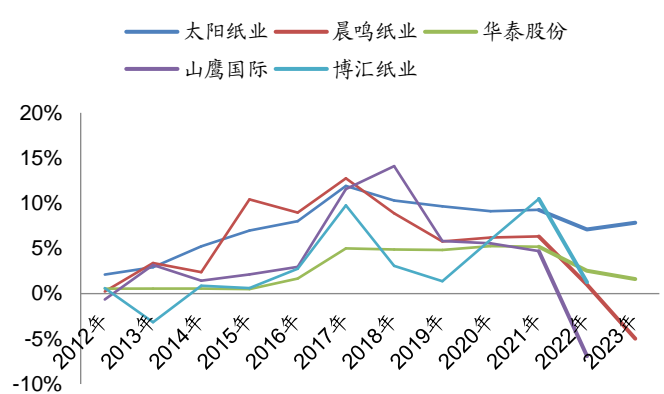
盈利能力持续稳定, 总体优于同行。造纸行业的盈利状况与纸浆和纸张的价格紧密相关, 因此具有显著的周期性特征。与同行业中的其他公司相比, 公司通过其卓越的成本控制手段, 成功地减轻了周期性因素对盈利的影响, 从而表现出更加稳定的盈利态势。2022 年, 太阳纸业/晨鸣纸业/华泰股份/山鹰国际/博汇纸业的毛利率分别为 15%/14%/10%/7%/12%, 净利润率分别为 7%/1%/3%/-7%/1%。

图表 12 2012-2023 年各造纸公司销售毛利率情况



资料来源: Wind, 各公司公告, 华安证券研究所

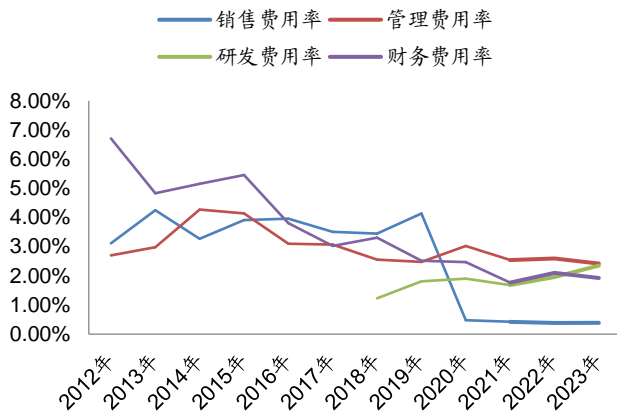
图表 13 2012-2023 年各造纸公司销售净利润率情况



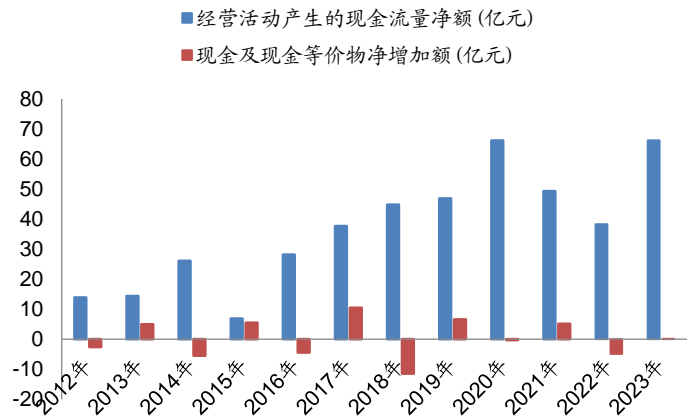
资料来源: Wind, 公司公告, 华安证券研究所

费用率整体稳定, 现金流表现较好。公司费用率整体表现稳健, 2023 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.39%/2.42%/2.35%/1.92%。在稳健的盈利支撑之下, 公司现金流较为充裕, 2023 年经营活动现金流净额为 66.17 亿元。

图表 14 2012-2023 年公司费用率情况



图表 15 2012-2023 年公司现金流情况



资料来源: Wind, 公司公告, 华安证券研究所 (2018 年前管理费用率包含研发费用率)

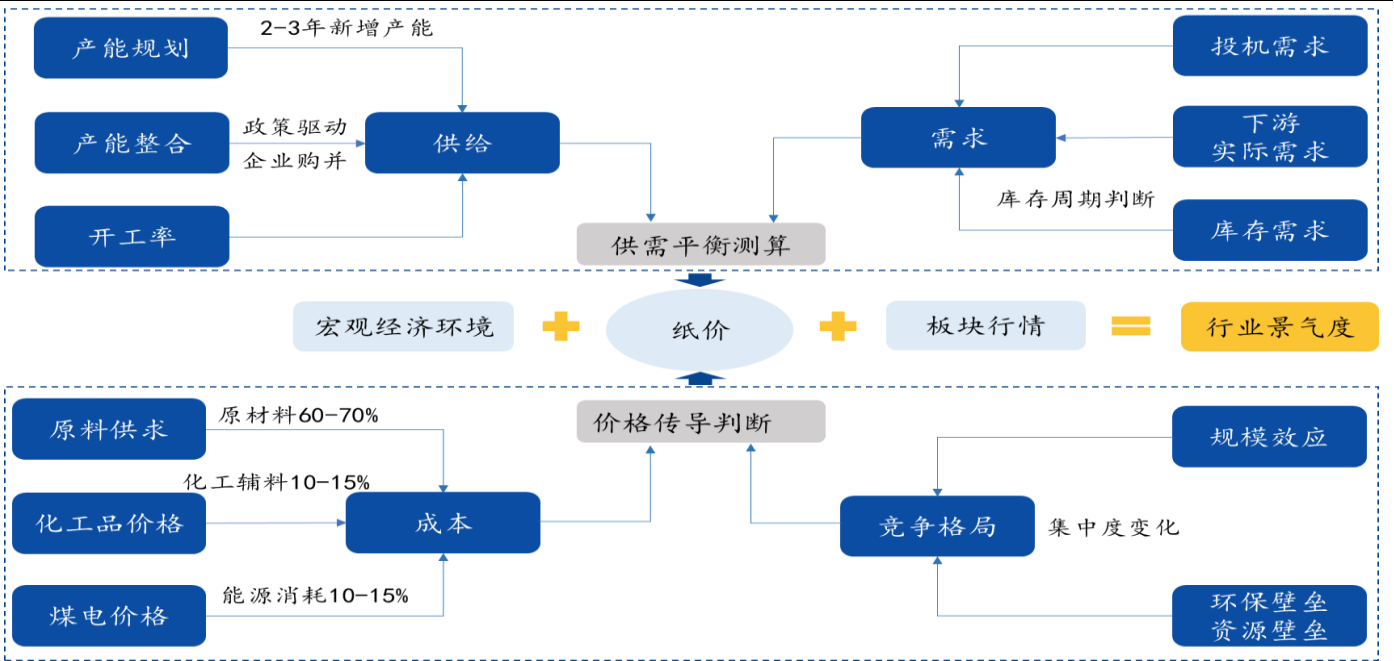
资料来源: Wind, 公司公告, 华安证券研究所

2 行业: 周期底部已过, 市场格局向好

2.1 周期: 进入被动去库存阶段, 头部企业超额收益最为明显

行业供需平衡状态影响原材料与产成品的价格方向, 企业盈利水平与利润空间取决于纸价。造纸行业上游主要为造纸原材料, 下游为印刷企业或消费品市场, 属于资本密集型和资源约束型产业。供需关系的平衡度决定原材料和成品的价格方向, 盈利弹性主要来自于纸价, 原材料价格在上行或下行周期中具有助推作用。行业竞争格局更多地影响提价频次、纸价变动幅度和价格传导顺畅度。

图表 16 造纸行业逻辑框架



资料来源: 华安证券研究所绘制

库存周期已进入被动去库存阶段。根据原材料库存、产成品库存、原材料价格、

成品价格和成品纸吨盈，将库存周期主要划分为四个阶段：被动去库存、主动补库存、被动补库存、主动去库存。我们认为造纸行业已从2023年10月开始进入被动去库存周期，该阶段主要特征为，经济开启回暖，需求明显复苏，但生产端存在一定滞后，具体表现为：原材料库存持平或者上涨，产成品库存下降；原材料价格下降，成品纸价格持平或者略有提升，纸企盈利呈现复苏迹象。

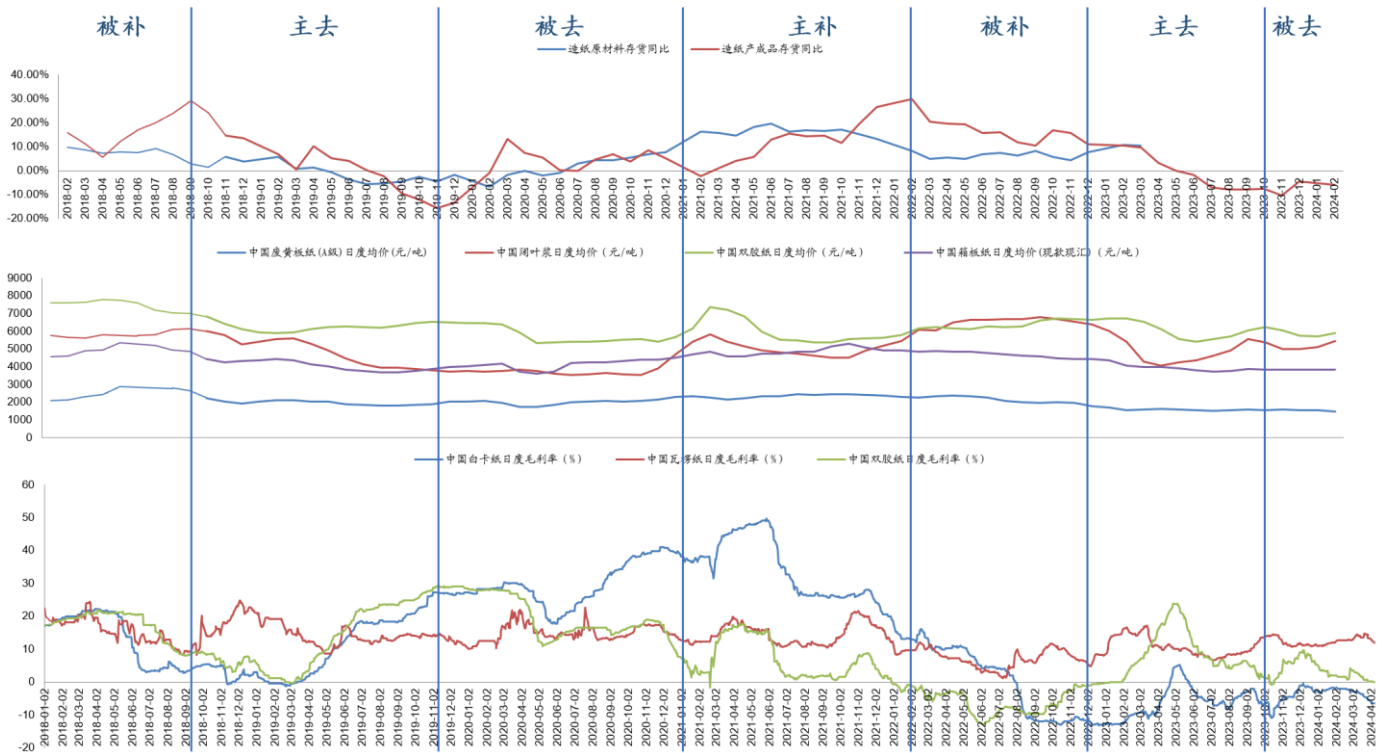
1) **被动去库存**：2019.11-2021.1 和 2023.10-至今。经济开启回暖，需求明显复苏，但生产端存在一定滞后，具体表现为：原材料库存持平或者上涨，产成品库存下降；原材料价格下降，成品纸价格持平或者略有提升，纸企盈利呈现复苏迹象。

2) **主动补库存**：2021.1-2022.2。为应对需求增长，企业积极生产备货，具体表现为：原材料库存和产成品库存同比出现上升；原材料价格和成品纸价格均出现上涨，纸企盈利首先上行，后随原材料与产成品价格浮动而变动。

3) **被动补库存**：2017.10-2018.9 和 2022.2-2022.11。需求出现回落，但生产反应不能及时调整，具体表现为：原材料库存下行，产成品库存上涨；原材料价格上涨，成品纸价格持平或者略有下降，纸企盈利能力下降。

4) **主动去库存**：2018.10-2019.11 和 2022.12-2023.9。需求持续收缩，企业减少产能，具体表现为：原材料和产成品库存均同比下行。原材料和成品纸纸价均出现下降，纸企盈利下行后逐步企稳。

图表 17 2018 年至今造纸行业周期复盘

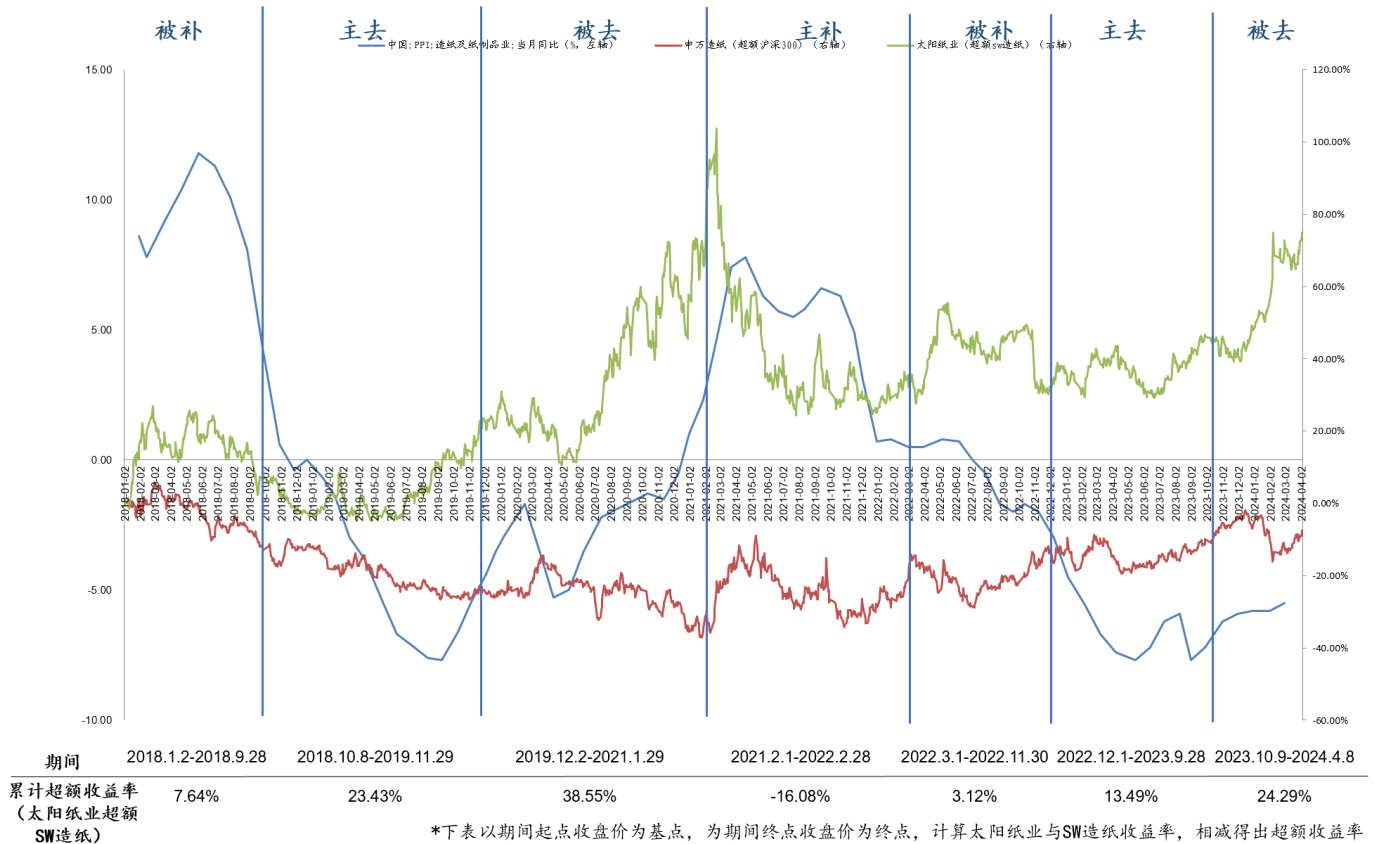


资料来源：Wind，卓创资讯，华安证券研究所

行业已进入被动去库存阶段，头部企业超额收益在该阶段最为明显。我们判断2023年10月造纸行业已进入被动去库存阶段，成品纸价格提升，纸企盈利呈现复苏迹象。复盘上一轮2019.11-2021.1被动去库存周期阶段，板块头部企业具有明显的“超额前置”特征，头部企业超额收益在该阶段最为明显。此外，按照库存周期的演绎逻辑，每个阶段运行时间在10个月左右，预计造纸行业或将于2024Q3进入

主动补库存阶段。

图表 18 板块头部企业具有明显的“超额前置”特征

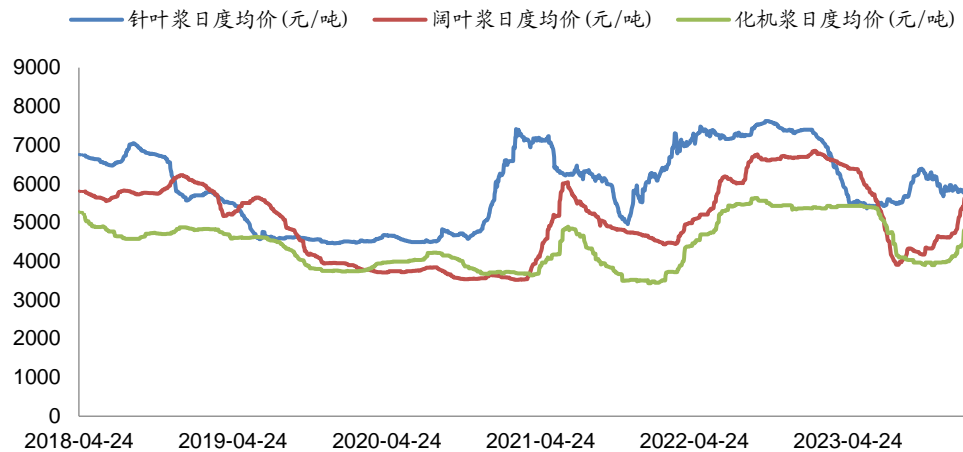


资料来源: Wind, 卓创资讯, 华安证券研究所 (上图中以 2018-01-02 收盘价为基点计算收益率)

2.2 浆价: 短期价格偏强势, 全年或将低位震荡

2023 年浆价整体处于下行通道。本轮浆价上涨始于 2021 年年末, 2022 年 Q2 浆价突破历史高位, 并保持高位震荡, 2023 年来浆价处于下行通道并回落至正常水平。回顾 2023 年浆价走势, 1) 海外浆厂新增产能投产, 供给端边际宽松, 3-5 月浆价急速下跌; 2) 6-8 月针叶浆价格底部盘整, 阔叶浆价格小幅上涨; 3) 临近旺季下游纸厂积极补库, 且全球主要浆厂停产检修有意控制供给, 9-10 月浆价反弹; 3) 纸价进入价格平台期, 纸厂采买高价原料需求回落, 11-12 月浆价小幅回落。

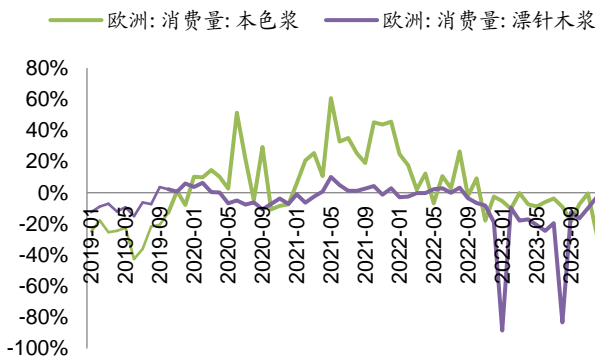
图表 19 针叶浆、阔叶浆和化机浆内盘市场价 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 华安证券研究所

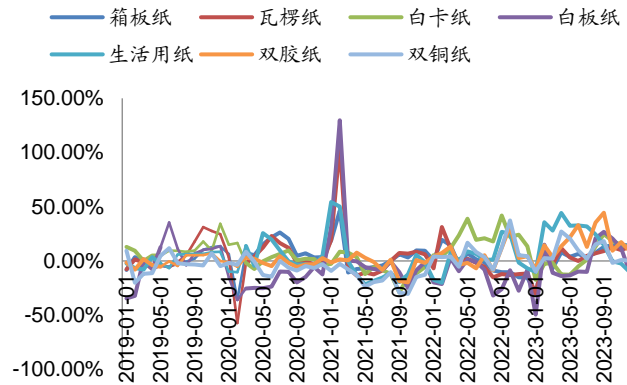
供给宽松, 需求弱复苏, 推动 2023 年浆价下行。供给端, 2023 年是木浆新增产能大年, 智利 Arauco MAPA 156 万吨项目和乌拉圭 UPM Paso de los Toros 210 万吨的纸浆项目投产, 23Q1 新增产能超 300 万吨, 且俄乌冲突、意外停机、项目延期等因素基本消除, 供给端持续宽松。需求端, 外需受高通胀、产业链高库存等因素影响, 2023 年欧美木浆消耗量同比持续走弱; 内需平稳修复, 2023 年中国木浆系纸品产量累计同比增长约 12%, 内需复苏节奏慢于外需下滑。

图表 20 欧洲本色浆和漂针木浆消费量同比变化



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 21 中国主要纸种月度产量同比变化



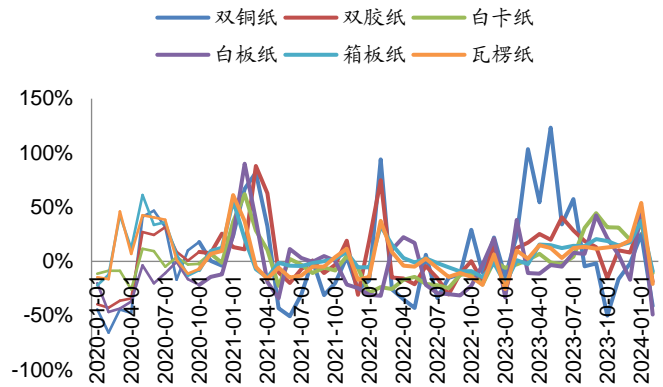
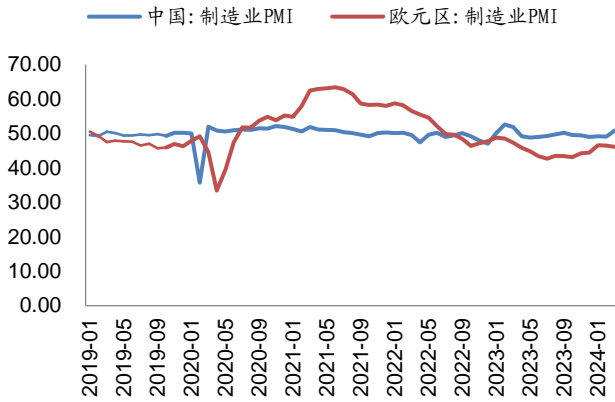
资料来源: 卓创资讯, 华安证券研究所

2024 年开年短期内浆价偏强势。供给端: 1) 3 月 11 日, 芬兰运输工人工会在港口举行为期两周的罢工, 罢工影响货物运输, 导致商品浆产量受损。2) 3 月 21 日, 芬兰 Kemi 纸浆厂蒸发设备在焊接过程中发生气体爆炸, 目前该厂已全部关闭, 修复工作将持续 10-12 周, 影响纸浆生产和供给。**需求端:** 1) 外需方面, 2024 年 2 月, 欧洲需求持续改善, 终端木浆消费量环比上升, 欧洲本色浆/漂针木浆销量分别环比+27%/+1%, 消费量提升带动终端库存继续去化, 欧洲本色浆/漂针木浆库存量分别环比-6%/-1%。2) 内需方面, 2024 年 1 月双铜纸/双胶纸/白卡纸/白板纸/箱板纸/瓦楞纸消费量同比+25%/+38%/+35%/+50%/+37%/+54%, 3 月中国制造业 PMI 回升至 50.80。海外罢工、浆厂检修等导致供应面偏紧, 海内外需求阶段性改善, 同时纸厂及港口库存偏低, 短期浆价偏强势。截至 2024 年 4 月 7 日, 针叶浆/阔叶

浆/化机浆日度均价分别为 6187.5/4990.68/4575.00 元/吨, 较 2023 年年末分别+366/+268/+442 元/吨。

图表 22 欧洲本色浆和漂针木浆库存量同比变化

图表 23 中国主要纸种月度消费量同比变化



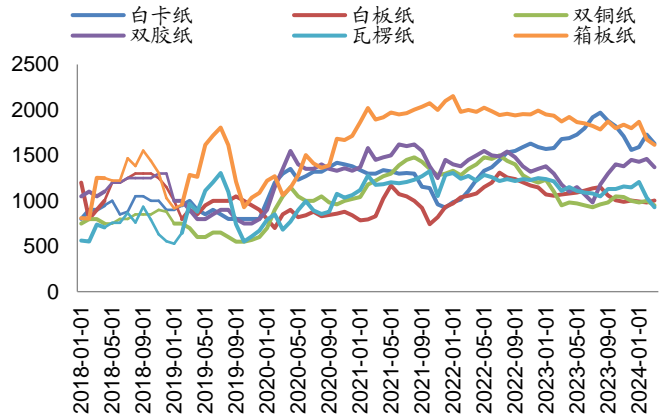
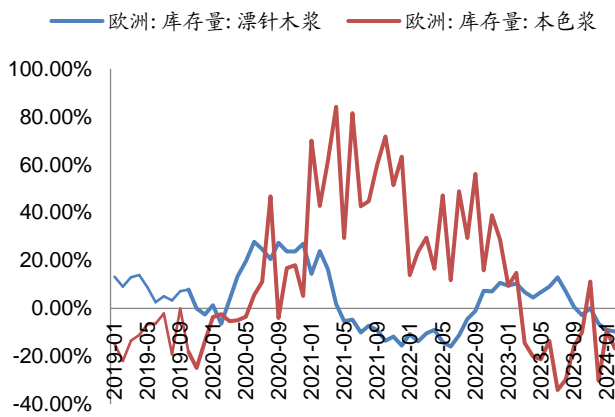
资料来源: Wind, 华安证券研究所

资料来源: 卓创资讯, 华安证券研究所

2024 年全年浆价或将低位震荡。供给端: 越南 VNT19 35 万吨、巴西 CMPC 35 万吨、巴西 Suzano 255 万吨、巴拉圭 Paracel 180 万吨阔叶浆产能将分别于 2023 年四季度、2023 年四季度、2024 年二季度、2025 年投产, 预计 2023-2025 年阔叶浆新增产能分别为 534、255、180 万吨, 阔叶浆新增产能压力较大。**需求端:** 欧洲港口库存已降至历史低点, 生产商去库周期或将结束, 2024 年上半年或进入补库阶段, 需求有望持续复苏; 2024 年国内纸厂有 458 万吨产能投放, 对需求有一定的支撑, 且大多纸种企业库存处于历史低位, 或于 2024 年进入补库周期。综合来看, 2024 年全球阔叶浆供给压力依然延续, 需求已出现边际改善的趋势, 预计浆价或将低位震荡。

图表 24 欧洲本色浆和漂针木浆库存量同比变化

图表 25 中国主要纸种企业库存情况 (千吨)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

资料来源: 卓创资讯, 华安证券研究所

2.3 产品: 文化纸提价函落地顺畅, 包装纸继续承压

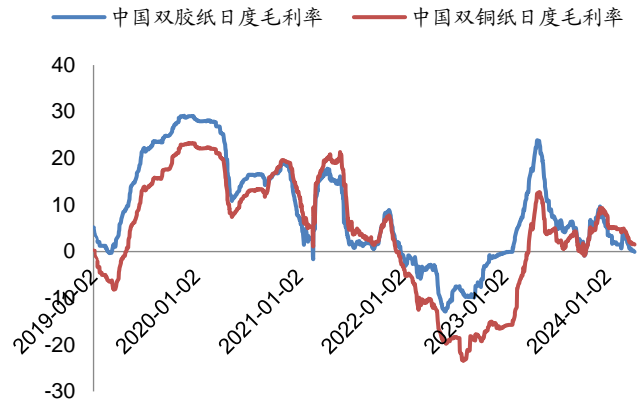
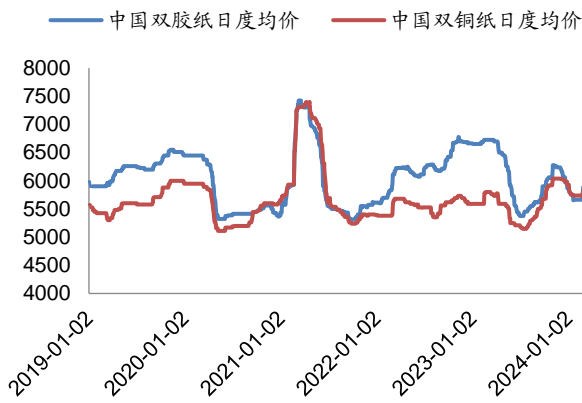
(1) 文化纸: 2024 年 2 月以来, 文化纸企业多轮提价函落地顺畅, 3-5 月为文化纸传统旺季, 且文化纸竞争格局较为稳定, 随着纸价进一步提涨, 文化纸企业盈利能力将进一步修复。需求端, 疫后文化纸需求修复乐观, 会展、教学等需求相对刚性, 且渠道库存处于历史低位, 为 2024 年提供支撑。供给端, 2023 年双胶纸

新增产能较多存在压力，但整体行业新增产能以头部纸厂为主，有望推动小厂出清及行业集中度提升。

文化纸提价函落地顺畅，盈利能力有望进一步修复。文化纸企业于 2024 年 2 月/3 月分别发 100/200 元提价函，2 月以来文化纸价格企稳，而 3-5 月为文化纸传统旺季，且文化纸竞争格局较为稳定，叠加浆价上行，文化纸提价函落地顺畅。根据卓创资讯数据，截至 2024 年 4 月 7 日，中国双胶纸/铜版纸日度均价分别为 5894/5830 元/吨，较 2 月低点分别上涨 231/90 元/吨。但由于 2023 年四季度以来浆价回升，纸价跟涨幅度不及浆价涨幅，文化纸行业盈利水平有所回落，目前仍在盈亏平衡线附近。随着主流文化纸厂发布 4 月 200 元/吨提价函，浆价上行背景下，有望继续落地，文化纸企的盈利能力将进一步修复。

图表 26 中国双胶纸和双铜纸日度均价 (元/吨)

图表 27 中国双胶纸和双铜纸日度毛利率 (%)



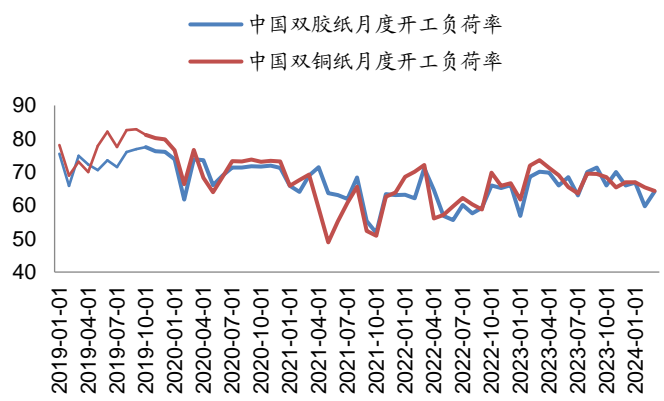
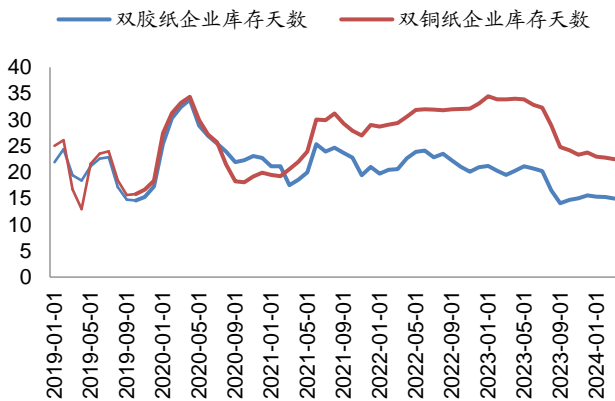
资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

库存处于较低水平，开工率有望上行。库存方面，根据卓创资讯数据，2024 年 3 月，中国双胶纸/双铜纸企业库存天数同比减少 4.51/11.45 天至 14.97/22.47 天，环比减少 0.32/0.32 天；国内双胶纸/双铜纸企业库存量同比下降 20.10%/33.76%，库存整体处于较低水平。开工率方面，根据卓创资讯数据，2024 年 3 月，中国双胶纸/双铜纸企业开工负荷率为 64.17%/64.32%，同比下降 5.94/9.28pct，预计后续随着出版类订单逐步释放，开工率有望上行。

图表 28 中国双胶纸和双铜纸企业库存天数 (天)

图表 29 中国双胶纸和双铜纸月度开工负荷率 (%)

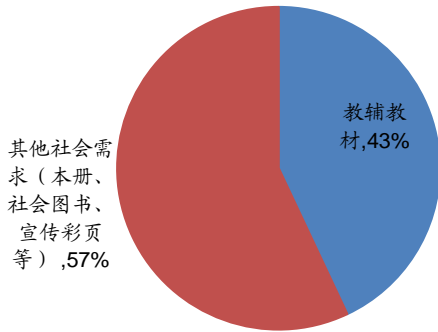


资料来源：中研普华研究院，华安证券研究所

资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

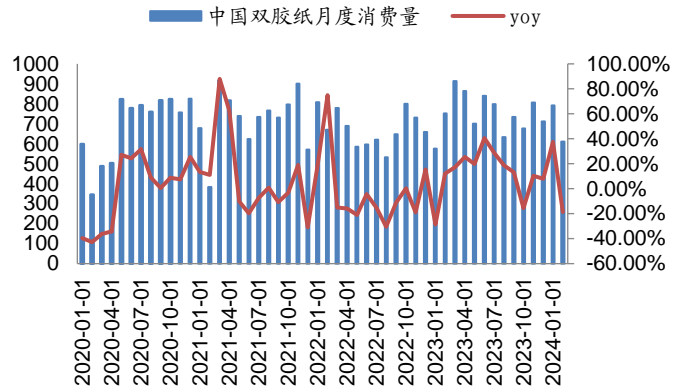
双胶纸终端需求相对刚性，主要受众群体为学生。双胶纸主要下游产品为社会图书、教辅教材、本册等，其中以教辅材料为主，根据中研普华研究院数据，占比达到 43%。我国教辅材料消费量与在校生人数密切相关，2018-2023 年，我国在校生人数从 2.76 亿增长至 2.91 亿，CAGR 为 1.06%，增速稳定，支撑双胶纸需求。2023 年疫情后教材教辅需求恢复，党建需求提供额外增量，根据卓创资讯，2023 年双胶纸消费量同比增长 13.01%。

图表 30 2022 年双胶纸需求结构



资料来源：中研普华研究院，华安证券研究所

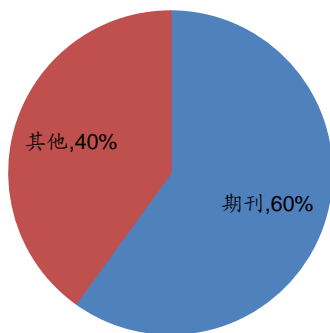
图表 31 中国双胶纸月度消费量及同比增长率 (千吨, %)



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

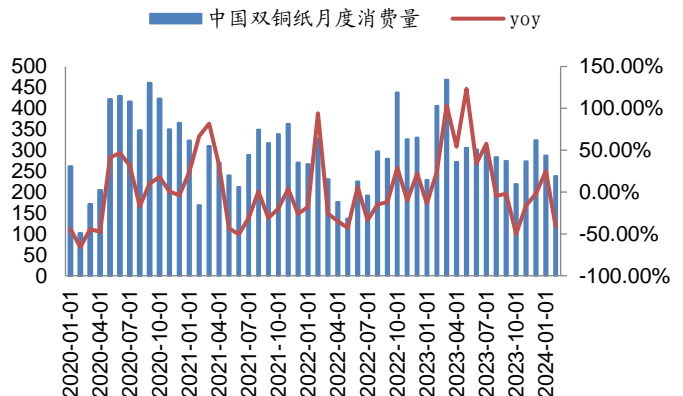
双铜纸会展需求重启，疫后修复乐观。双铜纸下游主要应用包括高级书刊的插画、宣传画册、商品广告、挂历台历等。根据智研咨询数据，2020 年，在铜版纸下游消费领域中，期刊占比超 60%。2023 年疫情后展会等线下活动恢复正常，宣传册、单页等需求修复，根据卓创资讯，2023 年双铜纸消费量同比增长 13.79%。我们认为，疫后文化纸需求修复乐观，且会展、教学等需求相对刚性，为 2024 年提供支撑。

图表 32 2020 年双铜纸需求结构



资料来源：智研咨询，华安证券研究所

图表 33 中国双铜纸月度消费量及同比增长率 (千吨, %)

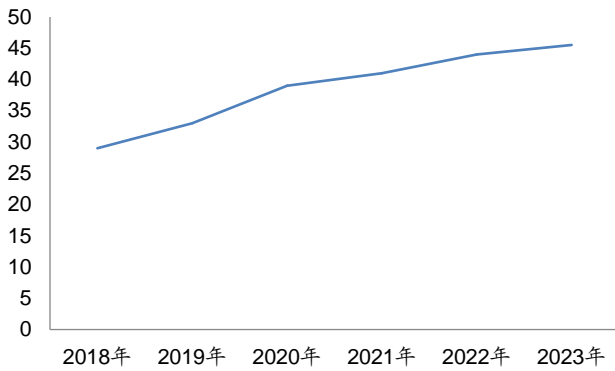


资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

行业集中度高，竞争格局向好。文化纸行业集中度较高，头部企业享有更高的议价权，价格传导更为顺畅。铜版纸基本已经形成稳定的竞争格局，CR4 近几年稳定在 88%，APP、晨鸣、太阳、华泰位居前四。而双胶纸行业集中度仍有提升空间，CR4 从 2018 年的 29% 提升至 2023 年的 46%，晨鸣、太阳、亚太森博、华泰位居

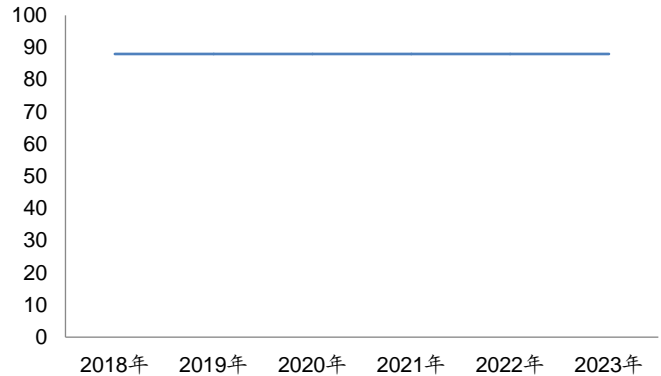
前四。根据公司公告,玖龙纸业、奥海纸业、泰盛纸业预计于 2023Q4 分别投产 55、25、30 万吨双胶纸产能。我们认为,双胶纸因新增产能影响,2024 年供给端存在一定压力,但整体行业新增产能以头部纸厂为主,有望推动小厂出清及行业集中度提升。

图表 34 2018-2023 年双胶纸 CR4 (%)



资料来源:卓创资讯,华安证券研究所

图表 35 2018-2023 年双铜纸 CR4 (%)

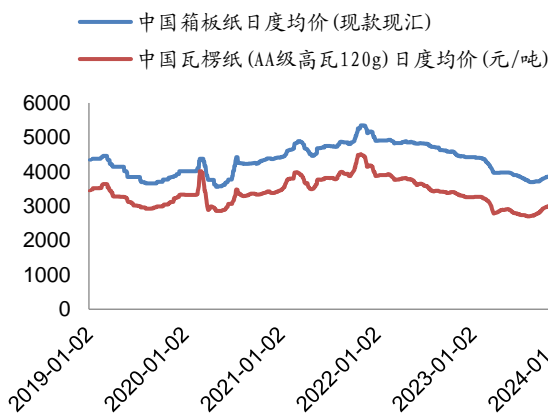


资料来源:卓创资讯,华安证券研究所

(2) 箱板瓦楞纸:需求端修复良好,但相比文化纸,去库节奏较为缓慢,仍处于历史高位。供给端,国内新增产能较多,且关税的降低提升进口供应链,挤占国内供给。供需失衡,进口冲击,箱板瓦楞纸短期下行压力仍较大,市场竞争压力下利润率承压。

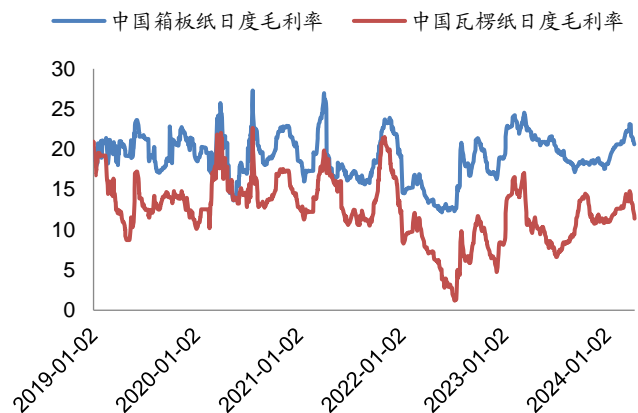
价格持续走弱,盈利能力尚未修复。2023 年以来箱板瓦楞纸价格持续走弱,3 月瓦楞纸价格更是创 5 年来历史低位,4 月以来纸价底部企稳。根据卓创资讯数据,截至 2024 年 4 月 7 日,箱板纸、瓦楞纸价格分别为 3709 元/吨、2728 元/吨,价格总体处于低位震荡态势,主要受供给端国内新增产能较多与进口冲击的共同作用,箱板瓦楞纸表现疲软。由于造纸厂商在废纸收购产业链中享有较强的议价权,为了维持盈利能力,纸企通过压低废纸原料的采购价格来降低成本,叠加关税的降低为进口纸制品带来价格优势,加剧了国内箱板瓦楞纸市场的竞争,利润率尚未修复。

图表 36 中国箱板纸和瓦楞纸日度均价 (元/吨)



资料来源:卓创资讯,华安证券研究所

图表 37 中国箱板纸和瓦楞纸日度毛利率 (%)

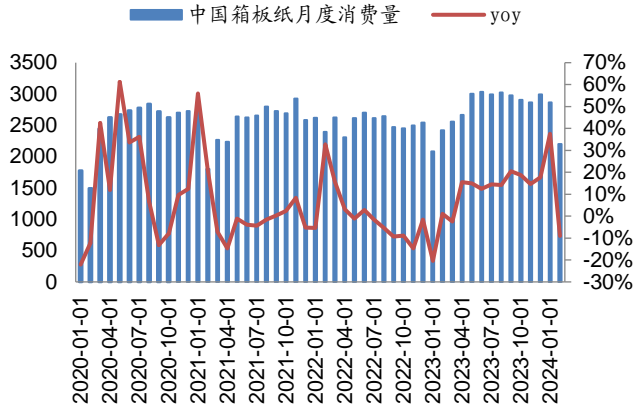


资料来源:卓创资讯,华安证券研究所

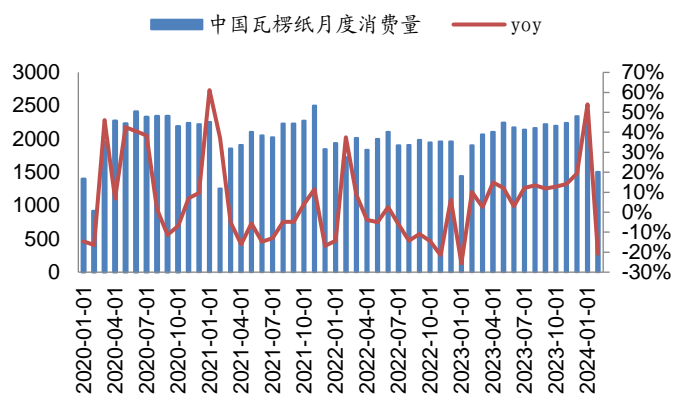
包装纸需求与消费品联系紧密,修复良好。瓦楞箱板纸的下游需求主要来源于

食品饮料、日化、汽车、快递、电子电器、快递等行业，其中，食品饮料行业占比最大，到达 40%。根据卓创资讯数据，2024 年 1-2 月，箱板纸/瓦楞纸的消费量同比分别增长 12.48%/11.44%。

图表 38 中国箱板纸月度消费量及同比增长率 (千吨, %) 图表 39 中国双铜纸月度消费量及同比增长率 (千吨, %)



资料来源: 卓创资讯, 华安证券研究所

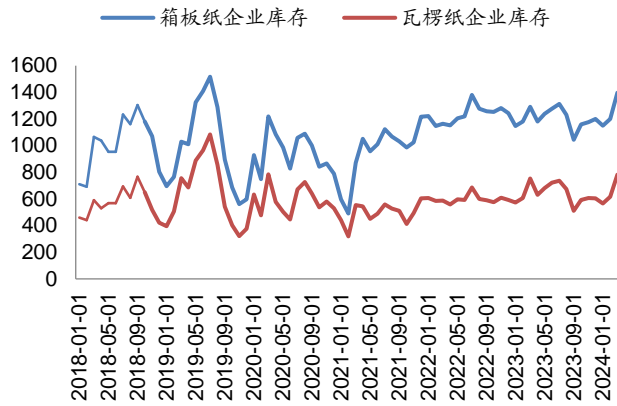


资料来源: 卓创资讯, 华安证券研究所

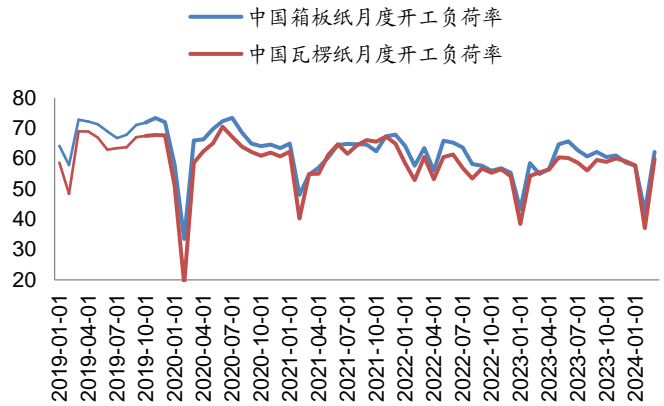
库存仍有待去化, 节后开工率上行。 库存方面, 箱板纸和瓦楞纸月度社会库存去库节奏较为缓慢, 仍处于历史高位。根据卓创资讯数据, 2024 年 3 月, 中国箱板纸/瓦楞纸企业库存天数同比减少 4.14/9.53 天至 13.65/10.94 天, 环比增加 0.59/0.70 天; 国内双胶纸/双铜纸企业库存量同比增长 8.18%/3.92%。开工率方面, 根据卓创资讯数据, 2024 年 3 月, 中国双胶纸/双铜纸企业开工负荷率为 62.14%/59.86%, 同比提升 7.22/4.40pct, 节后开工率上行。

图表 40 中国箱板纸和瓦楞纸企业库存 (千吨)

图表 41 中国箱板纸和瓦楞纸月度开工负荷率



资料来源: 卓创资讯, 华安证券研究所



资料来源: 卓创资讯, 华安证券研究所

供应面持续宽松, 零关税进口纸供给压力较大。 国内供给方面, 根据卓创资讯, 23-25 年箱板瓦楞纸预计共新增产能 800 万吨, 短期内供应格局将更加宽松。进口供给方面, 2023 年 1 月 1 日起, 我国对 1020 项商品实施低于最惠国税率的进口暂定税率, 其中造纸类商品中的双胶纸、铜版纸、白纸板、再生箱板纸以及瓦楞原纸将实施零关税。根据卓创资讯数据, 2024 年 1-2 月, 箱板纸进口量达 897.67 万吨, 同比增长 43.79%; 瓦楞纸进口量达 522.46 万吨, 同比增长 5.10%。

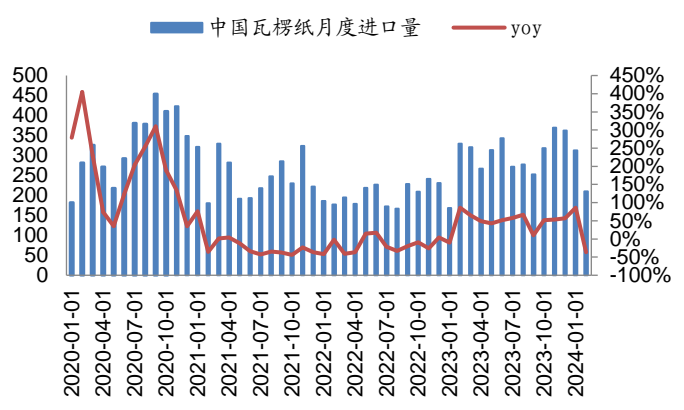
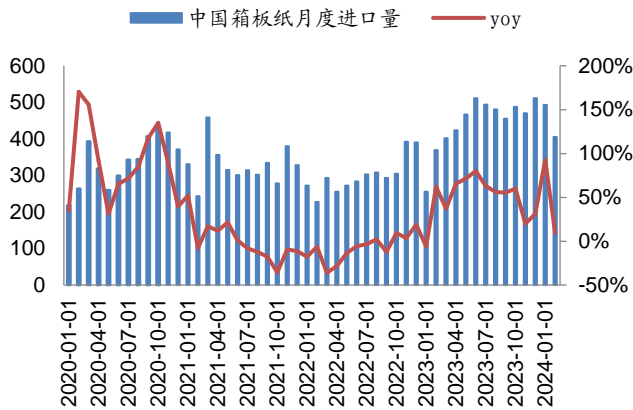
图表 42 2023 年箱板瓦楞纸新增产能

企业	纸种	预计投产时间	产能 (万吨/年)
湖北玖龙纸业	箱板纸	2023/3/31	60
云南东晟纸业	箱板纸	2023/3/31	20
龙源纸业	瓦楞纸	2023/12/31	40
山东仁丰纸业	瓦楞纸	2023/12/31	35
宣城万里纸业	瓦楞纸	2023/12/31	20
江苏金盈纸业	瓦楞纸	2023/12/31	20
孝感金凤凰	瓦楞纸	2023/12/31	15
江苏金盈纸业	箱板纸	2023/12/31	80
北海玖龙	箱板纸	2023/12/31	80
沈阳玖龙	箱板纸	2023/12/31	65
华侨凤凰纸业	箱板纸	2023/12/31	55
龙源纸业	箱板纸	2023/12/31	40
吉林山鹰纸业	箱板纸	2023/12/31	40
贵州盛世荣创	箱板纸	2023/12/31	30
浙江金励	箱板纸	2023/12/31	20

资料来源：立鼎产业研究网，卓创资讯，华安证券研究所

图表 43 中国箱板纸月度进口量及同比增长率 (千吨, %)

图表 44 中国瓦楞纸月度进口量及同比增长率 (千吨, %)

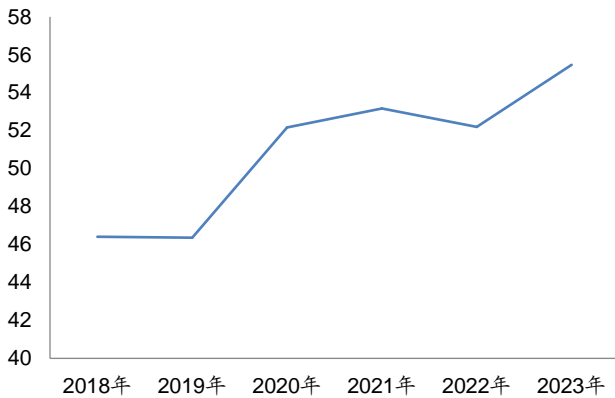


资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

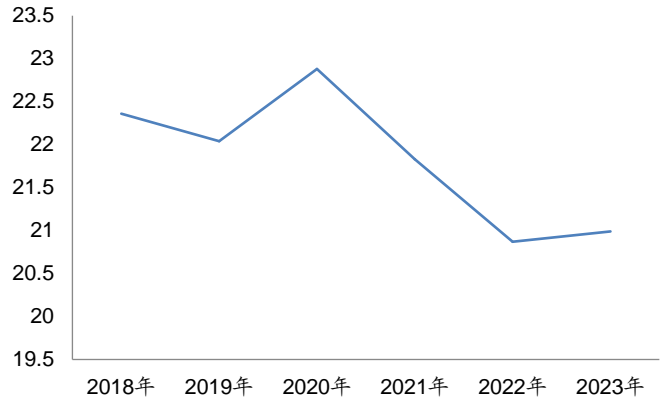
瓦楞纸格局相对分散，箱板纸相对集中。我国箱板纸产能 CR4 从 2018 年的 46.41% 提升至 2023 年的 55.47%，玖龙纸业位居第一，山鹰纸业紧随其后，头部集中度较高。2023 年，我国瓦楞纸产能 CR4 仅为 20.99%，其中玖龙纸业占比 10.68%，位居第一，瓦楞纸区域性中小产能较多、投资门槛较低，整体集中度远不如箱板纸，有较大的提升空间。

图表 45 2018-2023 年箱板纸产能集中度 CR4 (%)



资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

图表 46 2018-2023 年瓦楞纸产能集中度 CR4 (%)

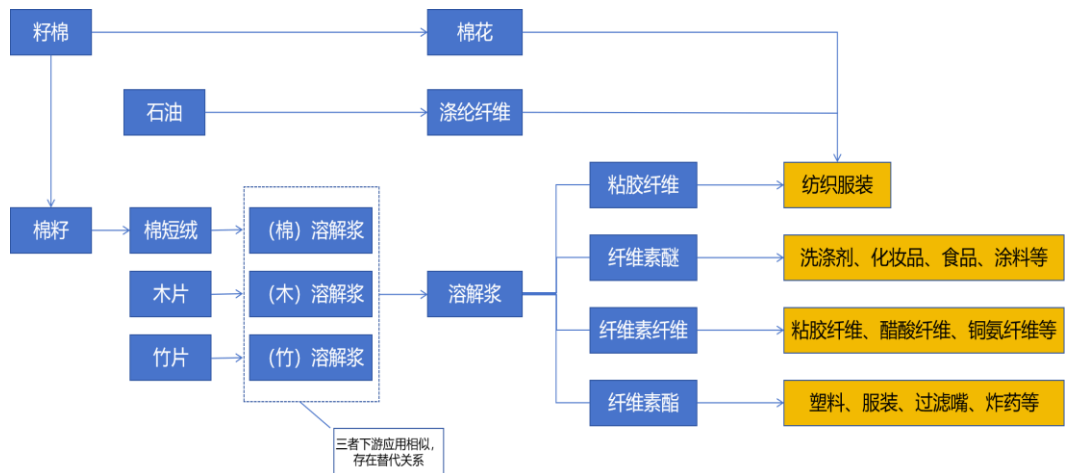


资料来源：卓创资讯，华安证券研究所

(3) 溶解浆:

溶解浆是粘胶纤维最主要的原料来源，主要应用于纺织服装。溶解浆通常指溶解木浆，是一种用途广泛的中间产品，可用于生产黏胶纤维、硝化纤维、醋酸纤维等多种纤维素衍生物和功能材料等。粘胶纤维是溶解浆最主要的下游产品，在质地与棉花相近，舒适性、透气性、环保等各方面较涤纶都有明显优势，可被广泛应用于各类纺织、服装等领域。

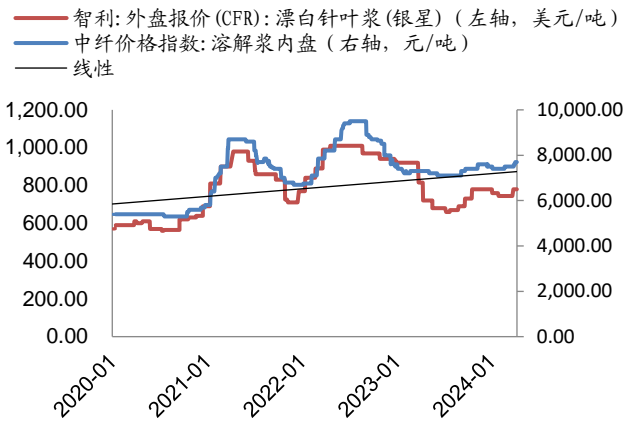
图表 47 溶解浆产业链情况



资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

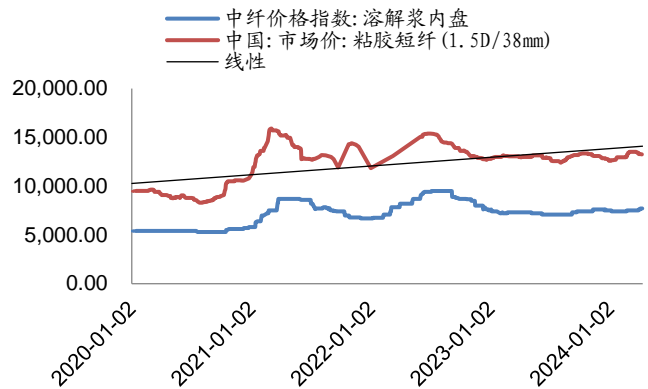
溶解浆的价格与木浆、棉花、粘胶短纤有较强的相关性。木浆是溶解浆原材料，可以生产转换，因此溶解浆价格走势与阔叶浆、针叶浆基本相同。溶解浆和由棉花制成的棉浆粕均为粘胶短纤的原材料，粘胶短纤是棉花的优质替代品。当棉花价格上升时，作为替代品的粘胶短纤需求增加，从而导致溶解浆需求增加、价格上升。

图表 48 溶解浆与针叶浆价格相关性



资料来源: Wind, 中纸在线, 华安证券研究所

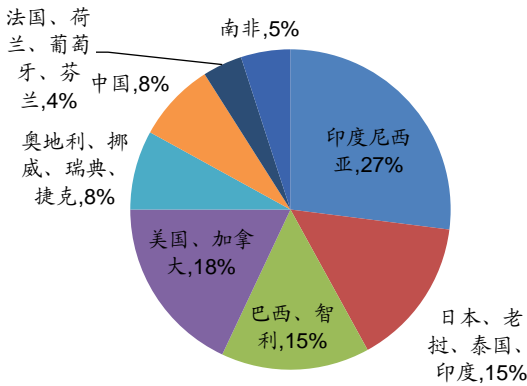
图表 49 溶解浆与粘胶短纤价格相关性 (元/吨)



资料来源: Wind, 中国棉花信息网, 全球棉花交易市场, 华安证券研究所

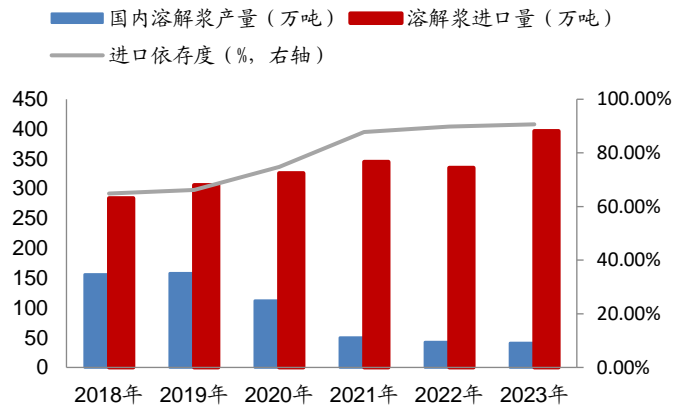
国内溶解浆供需不平衡, 高度依赖进口。木片是溶解浆的主要原材料, 但由于中国森林资源相对较少, 不能满足日益发展的制浆造纸工业的需要, 且溶解浆的木片吨耗用量较高, 受环保政策影响, 我国溶解浆进口依赖度较高。根据卓创资讯, 目前国内仅有太阳纸业和湖南骏泰生产溶解浆。而东南亚拥有供应充足、成本竞争力以及运输便捷等优势, 进口占比位居前茅。根据卓创资讯数据, 2023 年国内溶解浆产量 40.95 万吨, 溶解浆进口量 396.63 万吨, 进口依存度达 90.64%。

图表 50 2022 年全球溶解浆主要产地及产量分布



资料来源: 造纸信息, 华安证券研究所

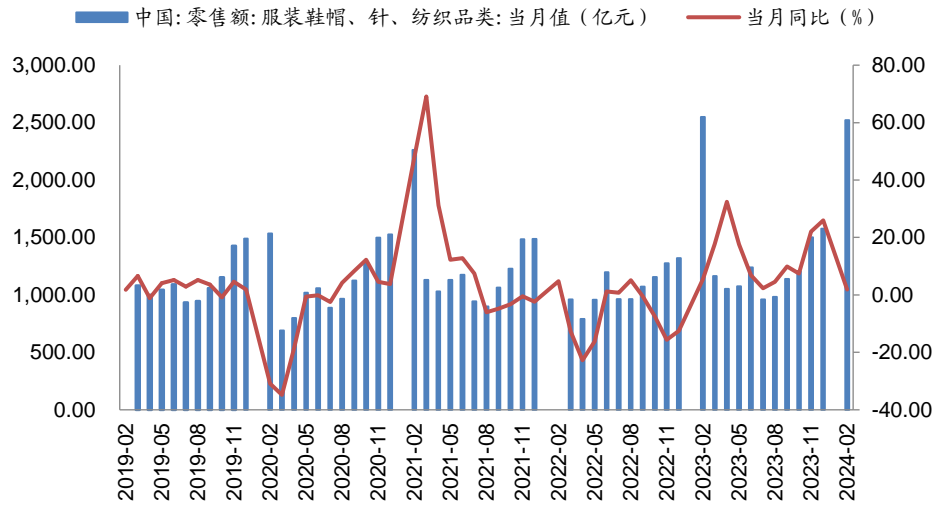
图表 51 2018-2022 年溶解浆供应情况



资料来源: 造纸信息, 卓创资讯, 华安证券研究所

纺织服装消费复苏, 溶解浆价格有望企稳回升。纺织服装作为粘胶短纤的终端市场, 其需求量和价格对溶解浆价格有一定影响。随着疫情影响逐渐消散, 消费逐渐复苏, 2024 年 1-2 月服装鞋帽、针、纺织品类商品的零售额同比增长 1.9%, 纺服类产品的需求量有所恢复。随着纺服终端消费复苏, 溶解浆价格有望逐渐底部回升。

图表 52 服装鞋帽、针、纺织品类当月零售额及同比情况



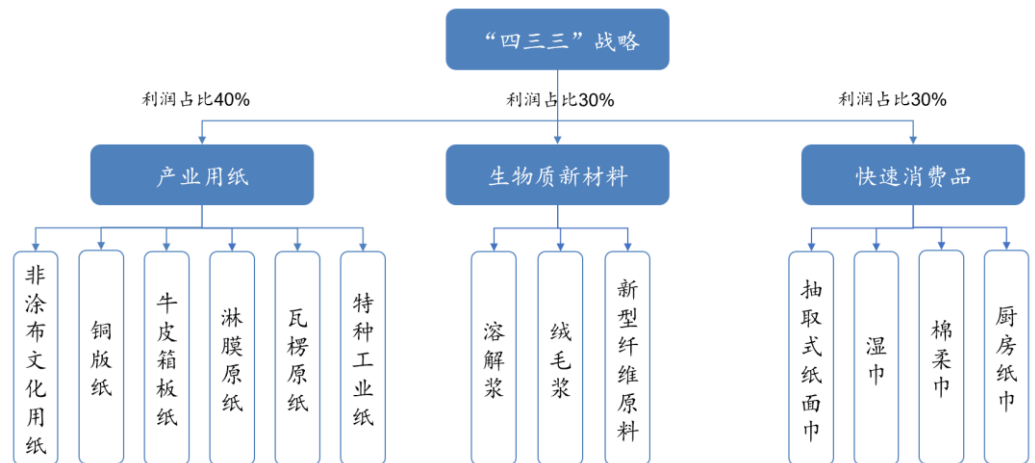
资料来源: Wind, 国家统计局, 华安证券研究所

3 公司: 横向产品多元化, 纵向林浆纸一体化

3.1 产品: “四三三” 战略稳步推进, 实现多元产品配置

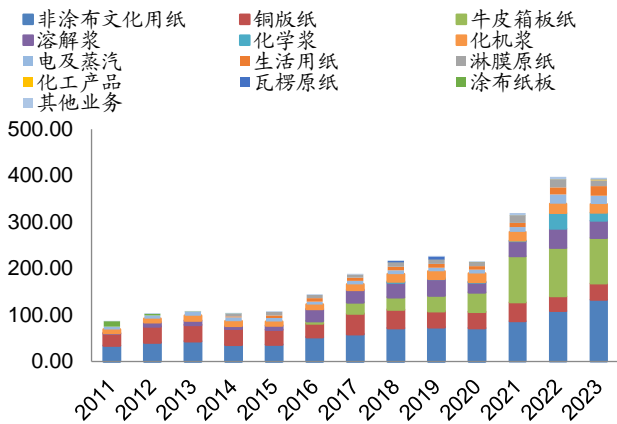
产品覆盖产业用纸、生物质新材料、快速消费品三大部分, 实现多元化配置。公司以生产文化纸起步, 2011 年公司文化纸收入占比为 69.06%。为进一步延展盈利空间, 公司自 2012 年起稳步实施“四三三”中长期发展战略, 在巩固造纸主业的同时, 以造纸产业的技术、资金、人才等为基础, 发展生物质新材料, 进军快速消费品行业, 稳步构造产业用纸利润占 40%、生物质新材料占 30%、快速消费品 30% 的“四三三”战略格局。公司在发展过程中不断丰富产品矩阵: 2011 年公司成功研发出溶解浆产品并投产; 2013 年公司推出生活用纸系列产品; 2016 年公司又推出牛皮箱板纸产品。2023 年, 公司非涂布文化用纸/铜版纸/牛皮箱板纸/溶解浆/化学浆/化机浆/生活用纸/淋膜原纸/瓦楞原纸的收入占比分别为 33.7%/8.9%/24.8%/9.3%/4.4%/4.6%/5.2%/3.2%/0.1%。

图表 53 公司“四三三”战略概况



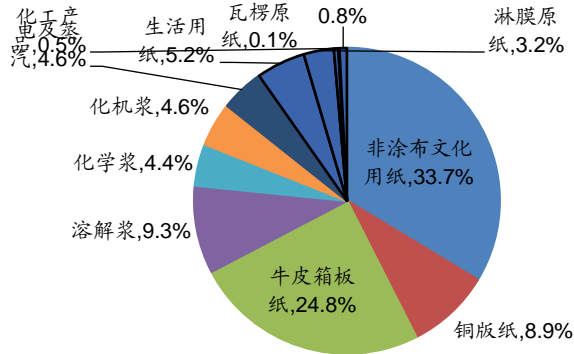
资料来源: 公司公告, 公司官网, 华安证券研究所

图表 54 2011-2023 年分产品收入情况 (亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 华安证券研究所

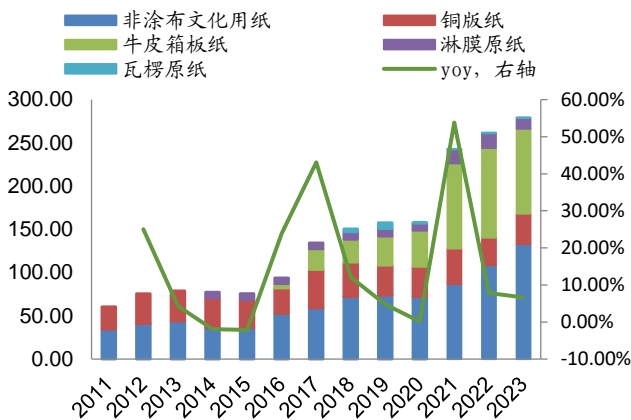
图表 55 2023 年公司分产品收入占比



资料来源: Wind, 公司公告, 华安证券研究所

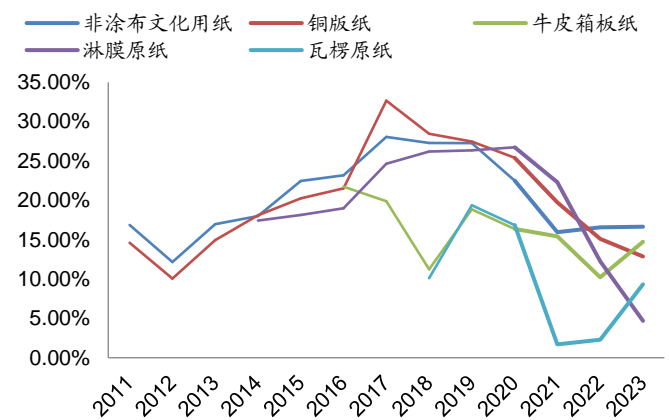
产业用纸: 以文化纸起步, 产品优势明显。产品层面,公司以生产文化纸起步, 上市之初公司产品线主要为铜版纸、非涂布文化纸、灰底白板纸及合作公司白卡纸, 2011 年, 公司文化纸 (非涂布文化用纸+铜版纸) 收入占比为 69.06%。2016 年, 公司推出牛皮箱板纸产品, 布局包装市场, 纸产品结构进一步多元化。2023 年, 公司非涂布文化用纸/铜版纸/牛皮箱板纸/淋膜原纸/瓦楞原纸收入占比分别为 33.66%/8.87%/24.80%/3.20%/0.12%。**产能层面,**截至 2023 年, 公司非涂布文化用纸/铜版纸/牛皮箱板纸/淋膜原纸产能预计分别为 236/80/340/30 万吨。随着公司产能的持续扩建, 公司产业用纸业务收入由 2011 年的 60.51 亿元提升至 2022 年的 279.33 亿元。

图表 56 2011-2023 年公司产业用纸收入及合计 yoy (亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 华安证券研究所

图表 57 2011-2023 年公司产业用纸业务毛利率

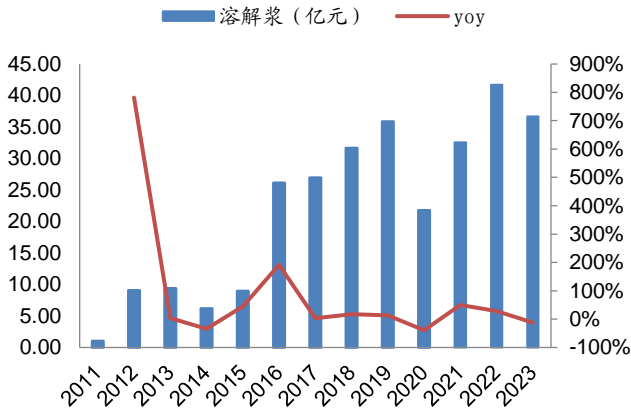


资料来源: Wind, 公司公告, 华安证券研究所

生物质新材料: 技术行业领先, 为中国最大、世界第三的溶解浆供应商。产品层面,2011 年 10 月, 公司成功投产了 20 万吨高纯度纤维溶解浆, 这是世界上首次采用溶解浆连续蒸煮技术生产的纤维溶解浆, 此项成果打破了中国纸浆行业对进口溶解浆的依赖, 填补了国内溶解浆技术的空白。2013 年 3 月, 公司成功从溶解浆水解液中提取出木糖产品, 为世界首创, 填补了行业空白。近年来, 公司着力加强在

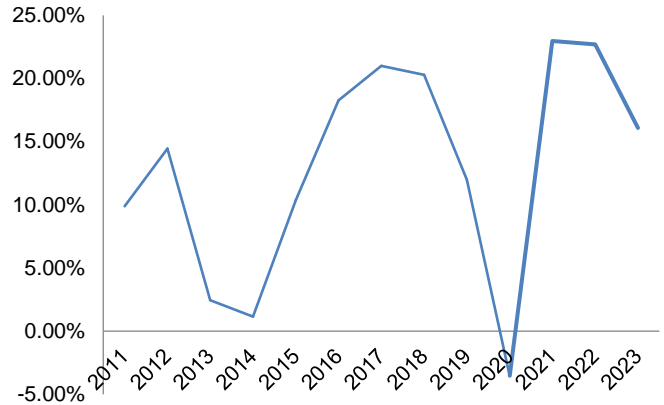
莱赛尔纤维溶解浆、醋酸纤维溶解浆、微晶纤维素等的研发工作。**产能层面**，公司于 2011 年对化学浆线进行技术升级改造暨转产溶解浆的改造工作实施顺利，根据公司投资者关系平台问答，截至 2023 年，公司山东基地拥有 50 万吨溶解浆产能，老挝基地拥有 30 万吨溶解浆产能，为中国最大、世界第三的溶解浆供应商。其中，2023 年，莱赛尔纤维溶解浆产量预计超过 10 万吨，醋酸纤维溶解浆、微晶纤维素预计将在未来 3 到 5 年量产。随着公司产能的持续扩建，公司溶解浆业务收入由 2011 年的 1.03 亿元提升至 2023 年的 36.67 亿元，毛利率由 2011 年的 9.89% 变化至 2023 年的 16.08%。

图表 58 2011-2023 年公司溶解浆业务收入及 yoy



资料来源：Wind，公司公告，华安证券研究所

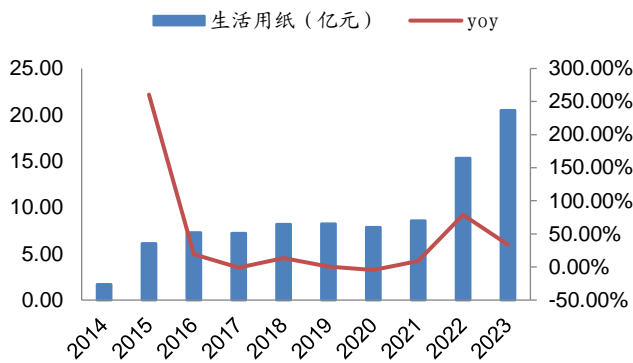
图表 59 2011-2023 年公司溶解浆业务毛利率



资料来源：Wind，公司公告，华安证券研究所

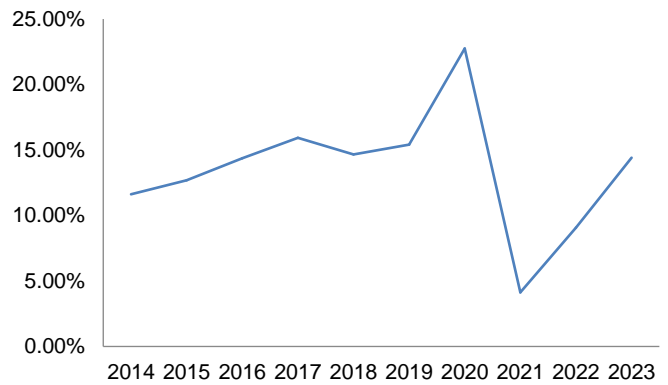
快速消费品：推出高端品牌“幸福阳光”，产品系列多元。2013 年 11 月，公司宣布进入快消品领域，子公司山东太阳生活用纸有限公司成立，产品品牌为“幸福阳光”，突出“洁净、阳光、幸福”的主题。**产品层面**，生活用纸公司把“幸福阳光”品牌定位为高档生活用纸，产品采用 100% 纯木浆，利用世界领先的造纸和加工技术，差异化的产品规格和包装设计，高度清洁的生产工艺和环境，旨在为广大城乡居民提供更加舒适、柔韧的高品质生活用纸。2015 年，公司推出“幸福阳光无添加”系列，成为世界上首个不添加干强剂、湿强剂、柔软剂、荧光增白剂等化学品的生活用纸产品。此外，公司坚持在传统卫生纸、纸巾纸基础上，拓宽产品使用领域，开发厨房用纸巾、吸水衬纸、抑菌湿巾等差异化产品。**产能层面**，公司于 2014 年正式投产生活用纸产线，截至 2023 年，公司生活用纸产能达 39 万吨。随着公司产能的持续扩建，公司生活用纸业务收入由 2014 年的 1.70 亿元提升至 2023 年的 20.49 亿元，毛利率由 2014 年的 11.62% 提升至 2020 年的 22.75%，2021 年毛利率大幅下滑主要系原材料成本影响所致，近年来趋于修复。

图表 60 2014-2023 年公司生活用纸业务收入及 yoy



资料来源: Wind, 公司公告, 华安证券研究所

图表 61 2014-2023 年公司生活用纸业务毛利率



资料来源: Wind, 公司公告, 华安证券研究所

产品矩阵配置齐全, 品牌享誉度高。公司始终坚持“高、精、特, 差异化竞争”的发展理念, 不断研发生产科技含量高、市场需求量大的新产品, 在创新引领下, 先后取得了溶解浆连续蒸煮技术、水解液中提取出木糖、“无添加”系列生活用纸三项颠覆性创新成果, 获得“国家科技进步一等奖”和“中国工业大奖表彰奖”两项国家级大奖。公司形成了高档文化办公用纸、高级美术铜版纸、高档生活用纸、特种纤维溶解浆等多个系列 150 多个品种规格, 已成为中国造纸行业中纸产品、浆产品配置最全的企业之一。公司拥有“金太阳”、“华夏太阳”、“天阳”、“九州太阳”、“幸福阳光”、“万国骄阳”、“万国联邦”、“万国润阳”、“万国润彩”、“威尔”等主要品牌, 其中“金太阳”品牌被评为中国驰名商标。

图表 62 公司品牌矩阵



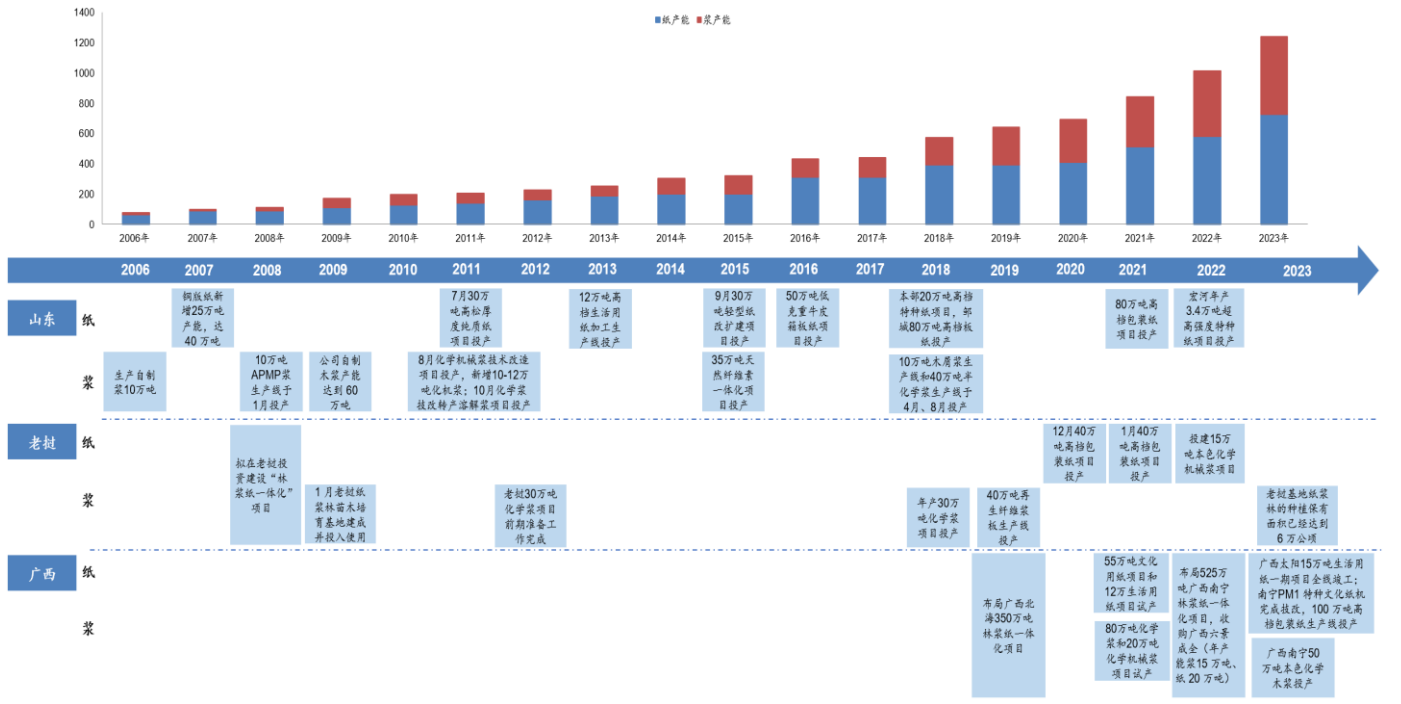
资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

3.2 产能: 三大基地协同发展, 产能规模有序扩张

历经多轮产能扩张, 成长路径明确。上市以来, 公司产能持续扩张, 带动产销量稳步增长, 包括 2007-2011 年山东基地有序拓产、2016-2018 年老挝基地产能落地、2020-2021 年老挝和广西北海基地陆续投产、2022 年广西南宁 525 万吨林浆纸一体化项目启动、2024 年广西南宁二期项目启动。目前, 公司拥有山东、广西、老挝三大造纸基地, 随着广西基地南宁园区新建和技改项目的逐步按计划实施完毕并进入试产阶段, 公司纸、浆合计总产能已超 1200 万吨, 公司山东、广西和老挝“三

大基地”的协同发展，稳步构建起了公司的“林浆纸一体化”全产业链，使公司具备了较强的产业链核心竞争力，更加有能力熨平行业的周期性波动，持续提升公司的可持续发展能力，为公司开启更加广阔的成长空间。

图表 63 公司山东、广西和老挝“三大基地”的产能情况 (万吨)



资料来源: 公司公告, 历年公司债券信用评级报告, 可转换公司债券募集说明书, 投关记录公告, 华安证券研究所

纸浆产能突破千万, 产能扩张驱动公司成长。2012-2022 年公司文化纸产能 CAGR 为 5.7%, 2016-2022 年包装纸产能 CAGR 为 20.1%, 产能有序扩张带动产销量稳步增长, 是公司成长的主要驱动力。截至 2023 年, 公司合并纸、浆总产能已超过 1200 万吨, 其中纸产品的年产能约为 725 万吨左右, 浆产品的年产能约为 500 万吨, 漂白木浆自给率达到 60%左右。

图表 64 公司纸、浆产能情况 (万吨)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
非涂布文化纸	90	120	120	120	140	160	160	216	236
铜版纸	80	80	80	80	80	80	80	80	80
生活用纸	12	12	12	12	12	12	12	24	39
淋膜原纸	20	20	20	20	20	20	20	20	30
牛皮箱板纸		80	80	160	140	140	240	240	340
纸产能合计	202	312	312	392	392	412	512	580	725
化机浆	70	70	70	90	90	120	120	140	140
溶解浆	30	50	50	80	80	80	80	80	80
化学浆			10	10	10	10	20	105	105
废纸浆						40	40	40	40
半化学浆					20	20	40	40	55
本色浆							20	20	70
木屑浆					10	10	10	10	10
浆产能合计	100	120	130	180	250	280	330	435	500

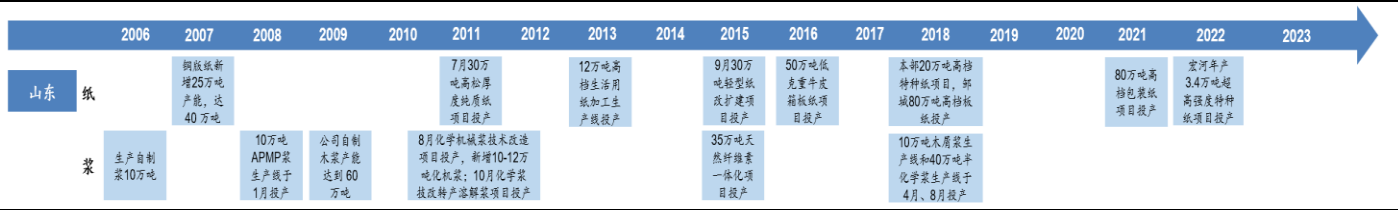
纸、浆产能合计	302	432	442	572	642	692	842	1015	1225
---------	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	------	------

资料来源：公司公告，历年公司债券信用评级报告，可转换公司债券募集说明书，华安证券研究所

➤ 山东基地:

山东地区深耕多年，产品结构多元。公司植根于山东，前身为成立于 1976 年的山东省兖州县城关公社纤维板厂，历经兖州县城关公社制浆厂、兖州城关公社造纸厂、兖州县造纸厂、兖州市造纸厂、山东太阳集团总公司、山东太阳纸业集团总公司和山东太阳纸业集团有限公司，在山东沉淀了深厚的企业基因，并不断扩建产能规模，做大做强。目前，山东基地是公司总部所在地，包含济宁兖州本部厂区、颜店厂区、邹城宏河厂区三大生产园区。

图表 65 公司山东基地发展历程



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 66 公司山东基地颜店厂区



山东基地颜店厂区

图表 67 公司山东基地邹城宏河厂区



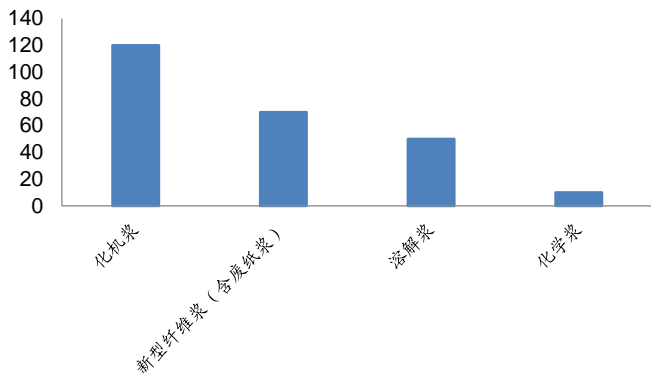
山东基地邹城宏河厂区

资料来源：公司官网，华安证券研究所

资料来源：公司官网，华安证券研究所

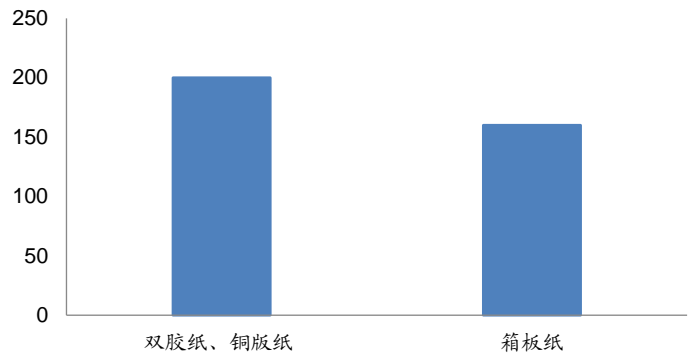
产品结构多元，产能充足。公司业务范围广泛，产品实现了多元化配置，以满足市场需求，同时，公司不断优化产能，产品结构实现进一步丰富和优化。目前，山东基地现拥有全球领先的制浆、造纸生产线，形成了以高档文化用纸、高档铜版纸、高档涂布包装纸板、高档工业包装用纸、高档生活用纸、特种纤维溶解浆、特种纸等为主导的系列产品结构。截至 2023 年，公司山东基地纸浆年产能可达化机浆 120 万吨、新型纤维浆 70 万吨、溶解浆 50 万吨、化学浆 10 万吨；纸年产能可达双胶纸、铜版纸 200 万吨，箱板纸 160 万吨；生活用纸产能可达 12 万吨。山东基地拥有金太阳、华夏太阳、幸福阳光、万国联邦、万国骄阳、天阳、威尔等主要品牌，其中“金太阳”为中国驰名商标。

图表 68 2023 年山东基地浆产能情况 (万吨/年)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所测算

图表 69 2023 年山东基地纸产能情况 (万吨/年)



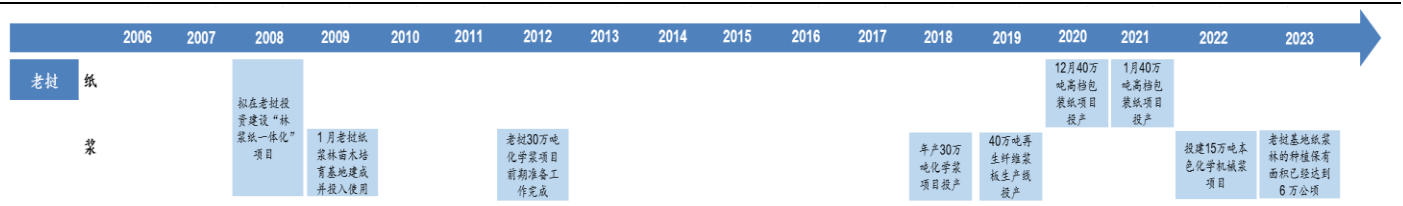
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所测算

税收、管理等优势突出, 助力山东基地。2021 年, 公司旗下全资子公司兖州天章纸业有限公司和山东太阳生活用纸有限公司均被认定为高新技术企业, 享受企业所得税按应纳税所得额的 15% 计缴的优惠待遇。此外, 公司推动人才梯队建设, 发挥管理优势, 2022 年荣获“第七届山东省企业管理创新成果奖”。

➤ **老挝基地:**

2008 年战略性出海老挝, 前瞻性布局林木资源。2008 年, 为解决原料供应问题, 公司战略性出海老挝, 实施“林浆纸一体化”项目, 布局老挝林木资源。2009 年 11 月与老挝政府签订了《林浆纸一体化项目发展合同》, 2016-2018 年老挝基地产能落地, 2018 年老挝化学浆项目投产, 2019 年再生纤维浆项目投产, 2020 年-2021 年老挝 80 万吨高档包装纸项目陆续投产, 2022 年为了保障公司 80 万吨高档包装纸项目的盈利稳定, 拟投资建设年产 15 万吨本色化学机械浆项目。截至 2023 年, 老挝基地已经形成 30 万吨溶解浆、80 万吨高档包装纸和 40 万吨再生纤维浆板的年生产能力。

图表 70 公司老挝基地发展历程



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 71 公司老挝基地



资料来源：公司官网，华安证券研究所

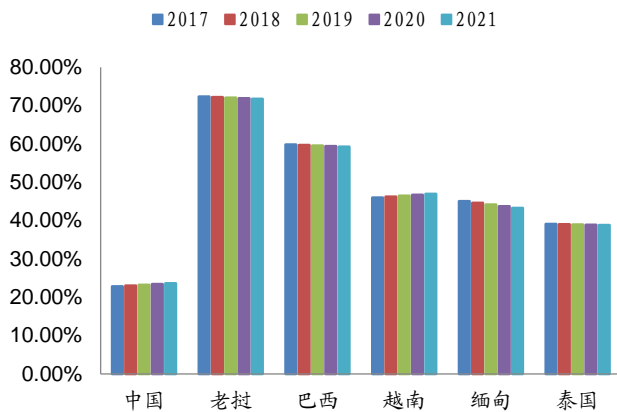
图表 72 公司老挝基地林场



资料来源：公司官网，华安证券研究所

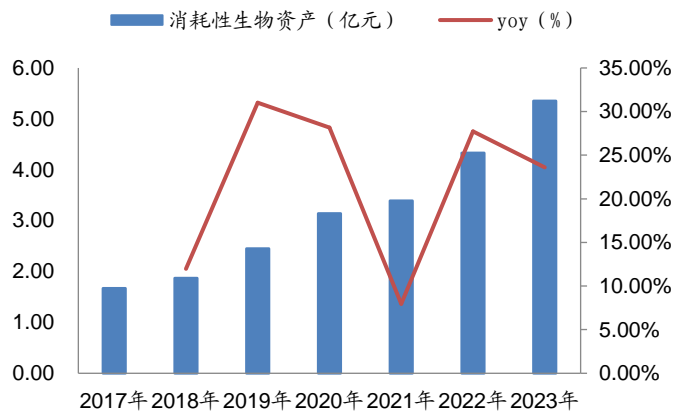
老挝基地地理位置优越，公司自有林地优势将逐步释放。老挝地处东南亚，森林资源、水利资源、矿产资源丰富，是重要的木片出口国。根据世界银行数据，截至 2021 年，老挝森林覆盖率约为 71.75%，高于巴西 (59.27%)、越南 (46.96%)、缅甸 (43.29%) 等其他木片出口大国，且远高于中国 (23.63%)。2008 年，公司战略性出海老挝实施“林浆纸一体化”项目；2009 年老挝纸浆林苗木培育基地建成并投入使用；2010 年，老挝项目自有造林面积达到 2300 公顷；2013 年，苗木培育技术取得突破，出材量提升；2015 年，老挝速生林陆续进入轮伐期。太阳纸业消耗性资产从 2009 年约 0.16 亿元增长至 2023 年 5.35 亿元。2023 年末，老挝基地纸浆林的种植保有面积达到 6 万公顷，未来几年，基地将以每年新增 1-1.2 万公顷种植规模稳步推进。

图表 73 各国森林面积占土地面积的比例



资料来源：世界银行，华安证券研究所

图表 74 2017-2023 年公司消耗性生物资产及 yoy



资料来源：公司公告，华安证券研究所

享受区位红利，构筑成本优势。老挝基地在原材料、土地、劳动力、运输和税收等方面也具备成本优势。**1) 原材料、土地与劳动力成本较低：**老挝沙湾拿吉省土地资源丰富，土壤适宜种植相思树、桉树等速生林木，原材料木片价格较低。作为农业国家，老挝首都万象的月平均税后工资约 2116 元人民币，劳动力成本显著低于国内；**2) 产品运输成本较低：**与其他木片出口大国如澳大利亚、巴西、智利、乌拉圭等相比，老挝与中国接壤，产品运输方便、成本较低；**3) 税收政策优惠：**2009

年 8 月 15 日,《中国-东盟自由贸易区投资协议》签署,中国向包括老挝在内的东盟成员国提供优惠的关税待遇。根据相关政策,老挝进口原料享受零关税待遇。此外,据太阳纸业 2020 年年度报告,老挝政府也为公司提供优惠的税收政策,太阳纸业控股老挝有限责任公司自 2019 年起 7 年内免除上缴利润税,到期后利润税率为 10%;太阳纸业沙湾有限公司自 2020 年起 8 年免除上缴利润税,到期后利润税率为 8%。

图表 75 公司老挝基地税收优惠情况

	开始日期	终止日期	税率	免税时长
太阳纸业控股老挝有限责任公司	2019/1/1	2025/12/31	0%	7 年
	2026/1/1	-	10%	
太阳纸业沙湾有限公司	2020/1/1	2027/12/31	0%	8 年
	2028/1/1	-	8%	

资料来源:公司公告,华安证券研究所

创新合作模式,本土化管理优势突出。公司针对有土地、有劳动力的当地居民和有土地、无劳动力的当地居民,分别实施“3+2”模式(老挝群众提供土地和劳动力,苗木、生产资料和种植技术、市场由公司负责,采伐时群众受益分成 40%)和“4+1”模式(老挝群众提供土地,劳动力、苗木、生产资料和种植技术、市场由公司负责,采伐时群众受益分成 20%),并且鼓励当地群众造林,不仅带动百姓脱贫致富,还增加森林覆盖率,满足公司的原料需求。根据公司公告,2023 年,老挝基地的自营林和百姓合作林种植面积约各 50%的面积分布,后面随着当地居民种植效应,积极性逐步提高,百姓合作林的种植面积也会随之加大。同时公司不断强化本土化运营,积极招聘老挝籍员工,开设“汉语言培训班”,定期组织座谈会加强专业知识培训,使当地员工能更好地适应生产工作。长期以来,公司在老挝通过植树造林带动当地百姓致富,并建成了老挝首个现代化浆纸产业园,为当地提供大量就业,并积极参与公益慈善事业,实现了经济、社会、生态的三重效益,成为中国在老挝投资最大的制造业企业。老挝前任国家主席本扬、现任国家主席通伦等十余位老挝党和国家领导人莅临老挝太阳纸业视察指导,对公司在老挝的发展给予高度评价和赞赏。鉴于林地建设、培养当地高素质员工团队的长周期性以及跨国筹建项目的复杂性,老挝基地作为长期稳定的原料来源,已然成为公司有效的竞争壁垒。

图表 76 公司老挝基地“3+2”和“4+1”合作模式

	提供苗木	指导种植	回购林木	提供劳动力	提供土地
“3+2”合作模式	太阳纸业	太阳纸业	老挝种植户	老挝种植户	老挝种植户
“4+1”合作模式	太阳纸业	太阳纸业	太阳纸业	太阳纸业	老挝种植户

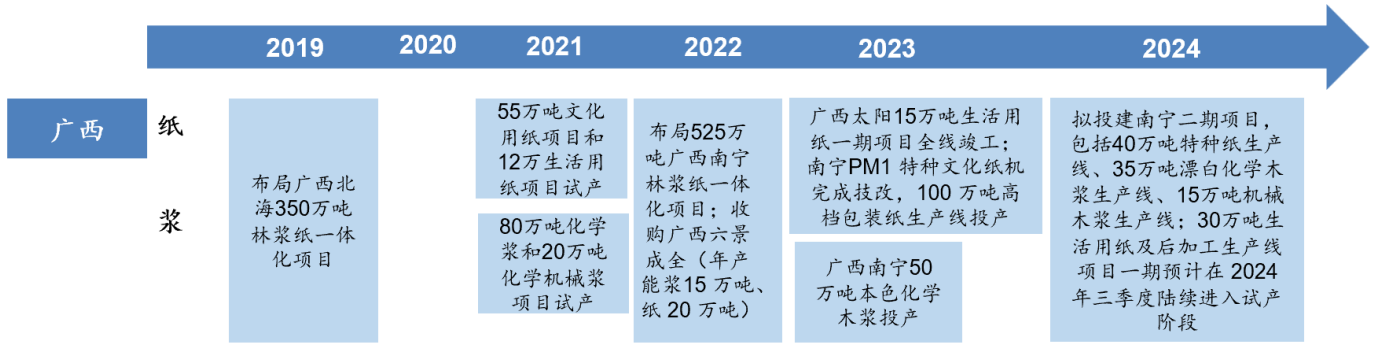
资料来源:公司公告,华安证券研究所

➤ **广西基地:**

北海、南宁双园驱动,布局新的“林浆纸一体化”项目。2019 年,公司在广西北海建立基地,投资建设 350 万吨林浆纸一体化项目;2021 年北海基地一期投产 55 万吨文化纸、12 万吨生活纸、20 万吨化机浆、80 万吨化学浆产能;2022-2023 年将 PM23 号文化纸机搬迁至北海。2022 年 2 月,公司与南宁市人民政府签署了《战略合作框架协议》,在南宁市投资建设“年产 525 万吨林浆纸一体化技改及配套产业园项目”;2022 年 3 月,公司以 15 亿完成对广西六景成全收购,标的资产包括厂房设备(年产能浆 15 万吨、纸 20 万吨)、近 2000 亩工业用地,公司迅速高效地完成了收购资产的交接、整合和盘活工作,并在 2022 年上半年已经实现了盈利;2023

年, 南宁项目 (一期) 中的 100 万吨高档包装纸生产线 (南宁园区 PM2 和 PM3) 和 50 万吨本色化学木浆生产线陆续进入试产阶段; 2023 年 10 月, 公告建设年产 30 万吨生活用纸项目, 一期预计在 2024 年三季度陆续进入试产阶段; 2024 年 4 月, 公告投建广西南宁二期项目。公司在广西基地完成北海园区、南宁园区“双园驱动”布局, 充分利用当地资源优势、区位优势、市场优势, 加快向海发展, 实现与“一带一路”上老挝原料基地的协同互动, 完善南北市场的产品协调, 提升公司综合竞争力。

图表 77 公司广西基地发展历程



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 78 公司广西北海园区



图表 79 公司广西南宁园区



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

广西南宁项目将开启新一轮投产高峰。公司北海基地 350 万吨“林浆纸一体化” (一期) 项目, 包括 90 万吨/年文化纸项目 (包括广西 PM1 文化纸 55 万吨生产线、PM3 文化纸 35 万吨产线)、15 万吨/年生活用纸项目 (广西 PM9、PM10、PM11、PM12 生活用纸生产线)、80 万吨/年化学浆项目、20 万吨/年化学机械浆项目。南宁基地“年产 525 万吨林浆纸一体化”项目, 分二期陆续实施, 其中南宁项目 (一期) 将建设年产 220 万吨高档包装纸生产线、年产 50 万吨本色化学木浆生产线、年产 15 万吨漂白化学木浆生产线 (技改), 其中的 100 万吨高档包装纸生产线 (南宁园区 PM2 和 PM3) 和 50 万吨本色化学木浆生产线已投产; 此外, 后续规划 30 万吨生活用纸产能亦在逐步建设中; 南宁项目 (二期) 将建设年产 40 万吨特种纸生产线、年产 35 万吨漂白化学木浆生产线、年产 15 万吨机械木浆生产线及相关配套设施。

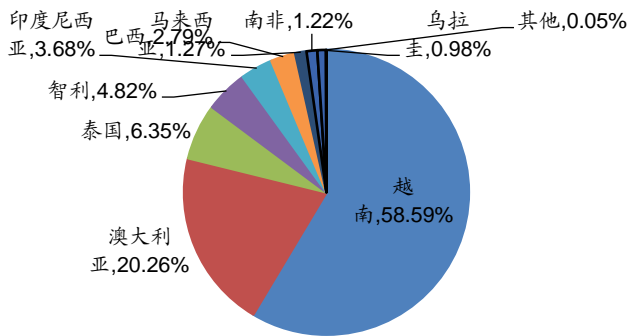
图表 80 2023 年公司广西基地产能情况

地点	品种	产能 (万吨)
北海	生活用纸	27
	文化用纸	90
	化学浆	80
	化机浆	20
	本色浆	50
	包装纸	100

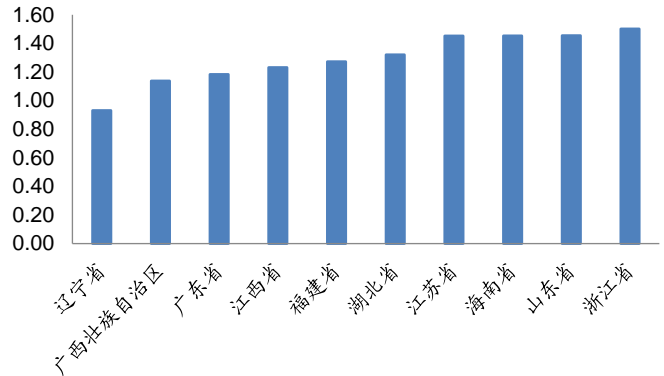
资料来源：公司公告，华安证券研究所测算

区位优势明显，林浆纸布局再优化。广西区位优势明显，我国大部分进口木片源自泰国、越南等地，广西毗邻为越南、泰国等阔叶木片产区，凭借地理优势可以有效的降低运输成本。根据海关总署数据，2023 年广西非针叶木的木片或木粒进口均价在各省市中较低，仅为 1137.46 元/吨。根据国家林业和草原局数据，2012 年到 2021 年间，广西森林蓄积量从 6.4 亿立方米增长到 9.78 亿立方米，年均增长 12.5%；木材年产量从 2100 万立方米增长到 3900 万立方米，年均增长 7.1%；林业产业总产值从 2194 亿元增长到 8487 亿元，年均增长 16.2%。截至 2022 年，广西森林覆盖率达 60.17%，排名全国第三，林木资源优势明显，为公司的生产创造了有利条件。

图表 81 2023 年非针叶木的木片或木粒进口金额 (以人民币计) 分国别占比



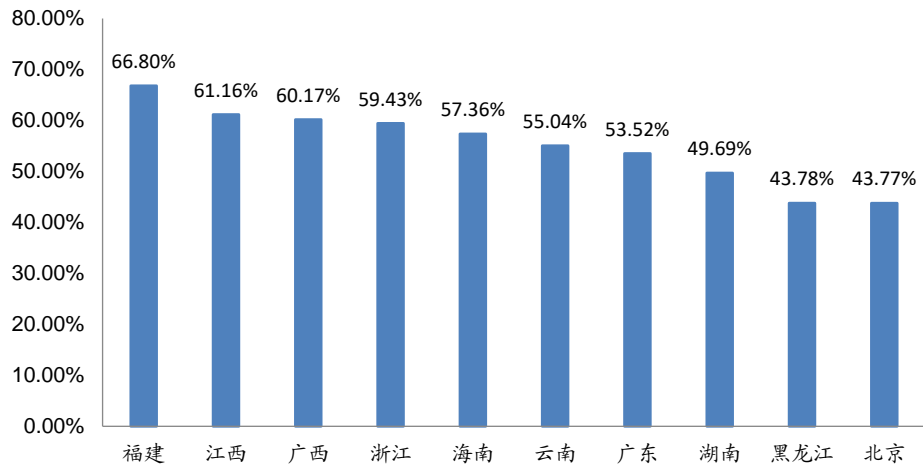
图表 82 2023 年各省市非针叶木的木片或木粒进口均价 (元/千克)



资料来源：海关总署，华安证券研究所

资料来源：海关总署，华安证券研究所

图表 83 2022 年全国森林覆盖率前 10 的省份



资料来源: Choice, 环境保护部, 华安证券研究所

双重税收优惠, 有效降低成本。公司全资子公司广西太阳纸业有限公司同时享有国家西部大开发和广西政府对北部湾经济区的双重税收优惠政策, 2021-2025 年, 子公司企业所得税按 9% 计缴, 2026 年起按 15% 计缴。凭借有利的选址, 公司在税收政策方面享受便利。

图表 84 公司广西基地税收优惠情况

	开始日期	终止日期	税率
广西太阳纸业有限公司	2021/1/1	2025/12/31	9%
	2026/1/1	-	15%

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

产能扩张稳步进行, 产品结构进一步优化。公司目前在三大基地均有项目投资建设, 广西基地北海园区全部建成后可形成年产 15 万吨生活用纸原纸的生产能力, 南宁园区随着收购六景成全公司交接工作的完成, 林浆纸一体化项目的建设, 将进一步优化广西基地的产品结构。老挝基地 15 万吨本色化学机械浆项目将保障公司高档包装纸项目的稳定盈利。山东基地超高强度特种纸项目可以进一步提高企业的经济效益和规模效益。

图表 85 公司计划新建产能

项目	纸产能 (/年)	浆产能 (/年)	地区	投资金额
广西南宁 525 万吨林浆纸一体化技改及配套产业园 (一期) 项目	220 万吨高档包装纸 (已投产 100 万吨)	50 万吨本色化学木浆、 15 万吨漂白化学木浆 (已投产)	广西南宁	不超过 90 亿元
太阳纸业沙湾有限公司投资建设年产 15 万吨本色化学机械浆项目		15 万吨本色化机浆	老挝沙湾	2.8 亿元
广西南宁年产 30 万吨生活用纸及后加工生产线项目	30 万吨生活用纸		广西南宁	不超过 13.50 亿元
广西南宁林浆纸一体化技改及配套产业园 (二)	40 万吨特种纸	35 万吨漂白化学木浆、 15 万吨机械木浆	广西南宁	不超过 70 亿元

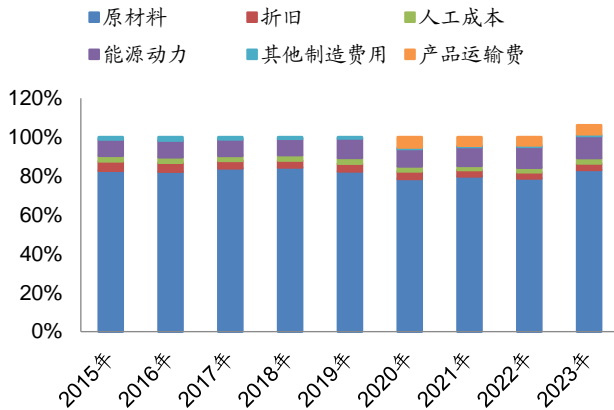
期) 项目

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

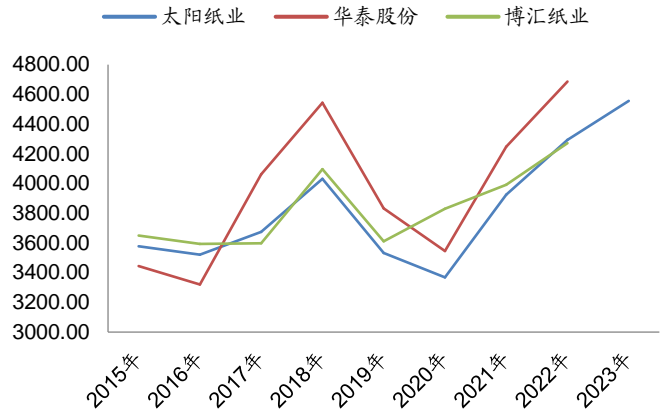
3.3 成本: 成本优势突出, 吨纸成本低于同行

原材料成本为核心成本, 原材料、能源动力、折旧及制造费用节降共筑综合成本优势。拆分公司营业成本, 2023 年, 公司纸制品业务中, 原材料/折旧/人工成本/能源动力/其他制造费用/产品运输费的成本占比分别为 83.19%/3.32%/2.77%/11.36%/0.86%/4.61%; 吨纸原材料/折旧/人工成本/能源动力/其他制造费用/产品运输费分别为 3572/142/119/488/37/198 元, 其中, 原材料和能源动力为核心成本项目。对比同行, 2022 年, 公司吨纸成本为 4293.69 元, 华泰股份/博汇纸业吨纸成本分别为 4686.06/4271.73 元, 公司的成本优势主要来自于原材料、能源动力、折旧及其他制造费用。

图表 86 2015-2023 年公司营业成本构成



图表 87 2015-2023 年公司 & 可比公司吨纸成本 (元/吨)



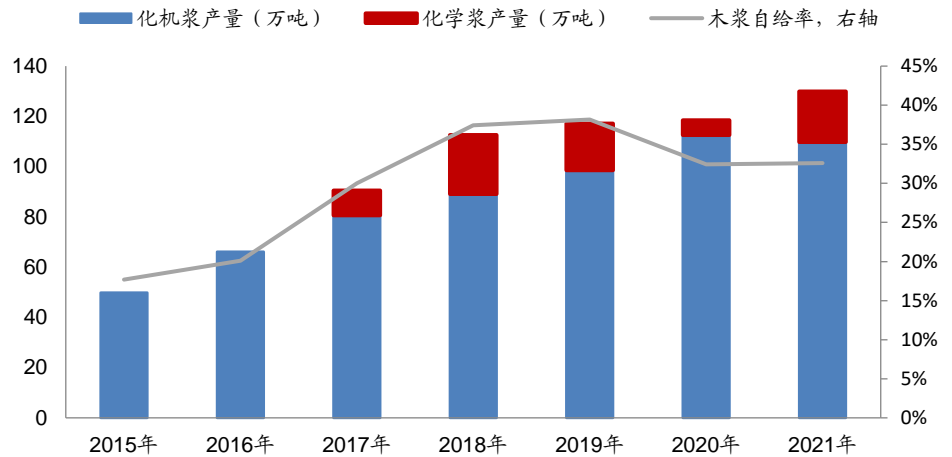
资料来源: Wind, 公司公告, 华安证券研究所 (太阳纸业为纸制品业务加总)

资料来源: Wind, 公司公告, 华安证券研究所 (太阳纸业为纸制品业务加总, 华泰股份为机制纸业务, 博汇纸业为造纸业业务)

原材料成本:

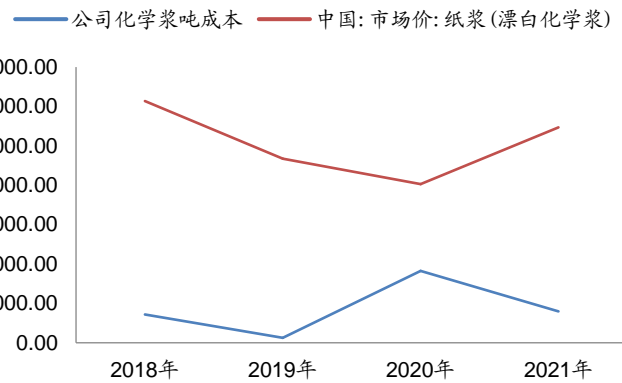
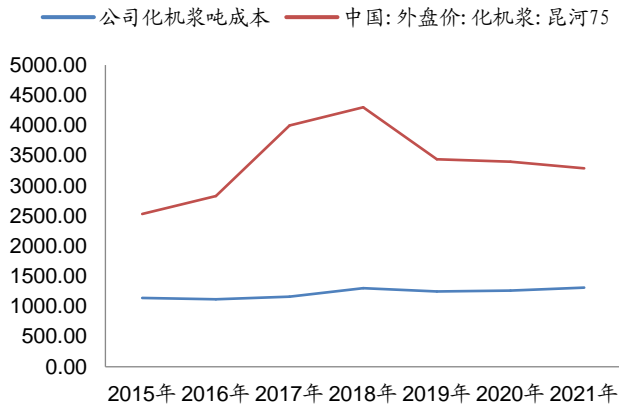
文化纸: 木浆自给率波动提升, 浆价较高时成本节降更为明显。文化纸的主要原材料木浆为全球定价、依赖进口的大宗商品, 价格波动较大。公司积极布局木浆产线, 提升木浆自给率, 平抑成本波动, 强化盈利稳定性。根据我们的测算, 公司的木浆自给率在 30% 左右波动提升, 随着 2022 年广西北海林浆纸一体化项目陆续投产, 新增产能化学浆 80 万吨/年、化机浆 20 万吨/年, 目前公司制浆产能大幅提升至化机浆 140 万吨/年、化学浆 105 万吨/年, 漂白木浆自给率达到 60% 左右。根据我们测算, 2021 年化机浆市场均价为 3288 元/吨, 而公司自产化机浆成本约为 1312 元/吨, 成本优势约为 1976 元/吨。在浆价较高的时期木浆自给带来的成本优势更为明显, 不仅有效降低了原材料成本, 可以通过使用自制浆的产出平抑价格, 在采购时获得更多话语权。

图表 88 2015-2021 年公司木浆自给率情况



资料来源：历年公司债券信用评级报告，可转换公司债券募集说明书等公司公告，华安证券研究所测算（假设非涂布文化纸、铜版纸、生活用纸、淋膜原纸吨浆耗分别为 0.8/0.75/1/1，化机浆产量-销量等于自用量）

图表 89 2015-2021 年公司自产化机浆成本与市场价 (元/吨) 图表 90 2015-2021 年公司自产化学浆成本与市场价 (元/吨)



资料来源：历年公司债券信用评级报告，可转换公司债券募集说明书等公司公告，Wind，华安证券研究所

资料来源：历年公司债券信用评级报告，可转换公司债券募集说明书等公司公告，Wind，国家统计局，华安证券研究所

箱板纸：海外基地具备先发优势，积极布局废纸原材料产能，降低固废依赖。 2021 年我国全面禁止进口废纸，固废价格因供需不平衡快速提高，各纸厂纷纷在东南亚设立废纸浆生产线，而太阳纸业早于同业公司布局老挝，在海外浆纸基地建设方面拥有先发优势。2019 年老挝新增 40 万吨废纸浆产能，2020-2021 年新增 80 万吨高档包装纸产能，主要使用美废原材料。同时，公司还布局了 10 万吨木屑浆、40 万吨半化学浆和 20 万吨本色浆等新兴纤维浆产能，可作为废纸浆的有效补充，缓解了公司箱板纸原材料短缺问题。

图表 91 2021 年公司废纸系原料来源

牛皮箱板纸	原料来源	类型	数量 (万吨)
已有产能 340 万吨 (山东基地 160 万吨、	本色浆	新型纤维浆	70
	半化学浆	新型纤维浆	55

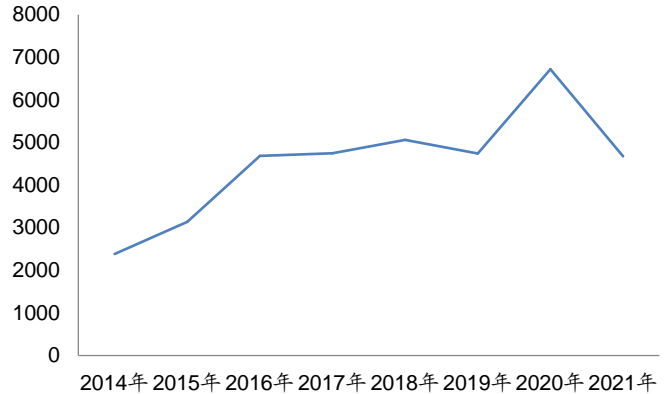
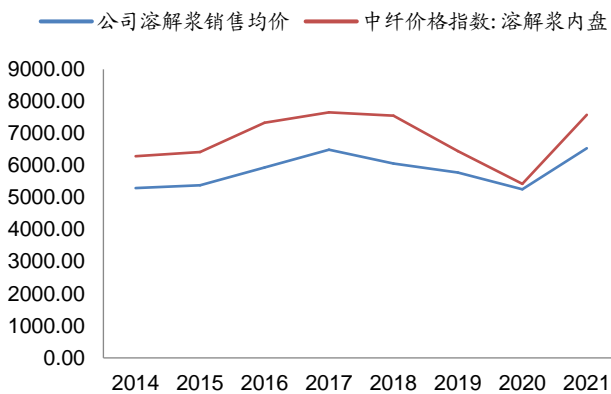
老挝基地 80 万吨、广西南海基地 100 万吨)	木屑浆	新型纤维浆	10
	废纸浆		40

资料来源：2022 年第一季度可转换公司债券转股情况公告，公司公告，华安证券研究所

溶解浆：溶解浆转产灵活，技术优势拓宽利润空间。公司可以根据市场价格，将溶解浆产线可以灵活转产化学浆，在溶解浆外售和木浆自给中寻求平衡，平滑盈利变动。公司重视技术创新，在世界首创溶解浆连续蒸煮技术，天丝溶解浆的研发已经取得了进展，醋酸纤维溶解浆、微晶纤维素等产品的研发工作也在推进，有望持续提高产品附加值，拓宽利润空间。此外，随着公司在老挝纸浆林建设的不断推进，自产木片的产量逐步增加，溶解浆的生产成本有望进一步降低。

图表 92 公司溶解浆价格与市场价格 (元/吨)

图表 93 公司溶解浆吨成本情况 (元/吨)

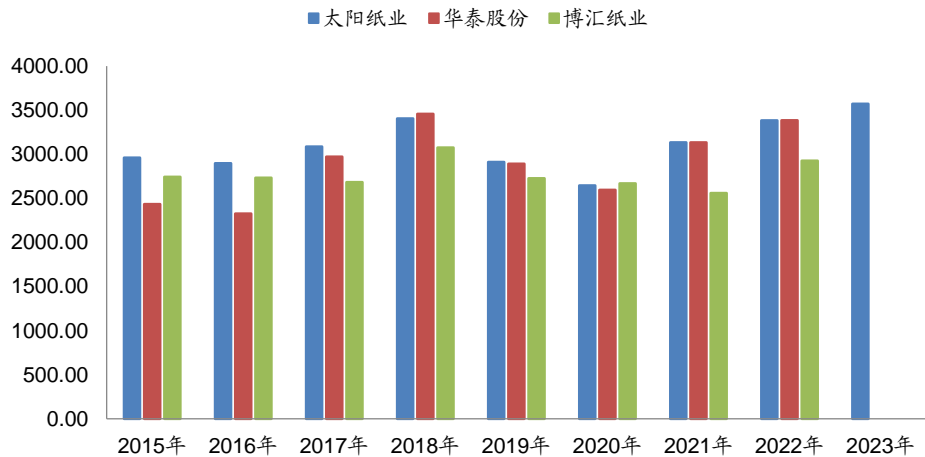


资料来源：Wind，公司公告，华安证券研究所

资料来源：Wind，公司公告，华安证券研究所

原材料成本持续优化，增加利润空间。公司的吨纸原材料成本从 2015 年的 2961 元/吨下降到了 2020 年的 2646 元/吨，目前由于浆价较高，导致公司的成本略有上升，同期同行业公司成本也略有上升。公司原材料成本持续优化，主要系：(1) 林浆纸一体化进程不断推进，木浆自给率波动提升，有效降低了原材料成本。(2) 浆纸产能不断提升，站上一千万吨的新台阶，规模优势突出。对比同行，2022 年，公司吨纸原材料成本为 3383 元，华泰股份/博汇纸业为 3384/2926 元。

图表 94 2015-2022 年公司及其可比公司吨纸原材料成本 (元/吨)



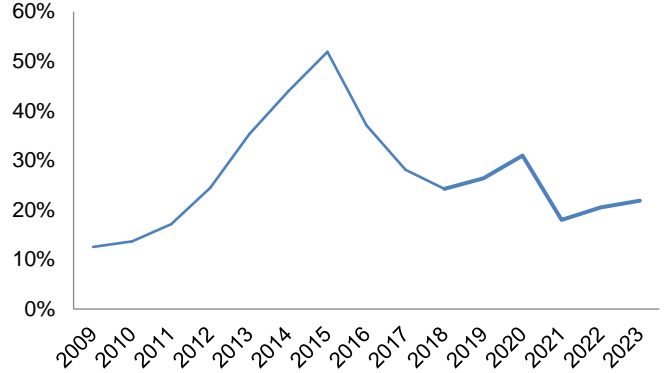
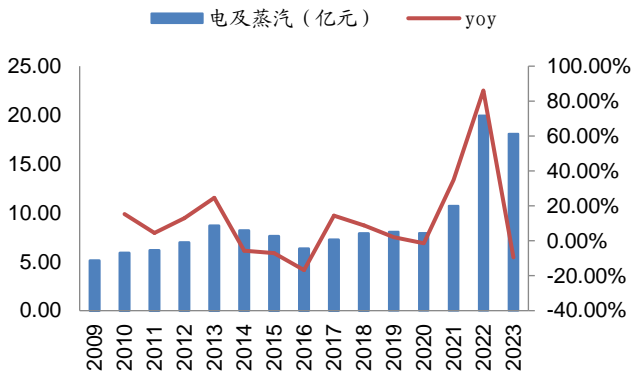
资料来源：公司公告，华安证券研究所

➤ 能源成本:

三大基地均有自备热电, 电及蒸汽基本可以自给自足。公司山东、老挝、广西三大基地均配备热电厂, 老挝、广西基地热电完全自给, 山东基地大部分可以自给。除了满足自身需求, 剩余的电及蒸汽还可以对外销售, 电及蒸汽收入在波动中提升, 从 2009 年的 5.12 亿元提升至 2023 年的 18.07 亿元。公司具备自主发电能力, 且持续布局生物质发电、碱回收项目, 有望持续降低能源成本。同时, 公司与兖州当地煤炭供应商保持长期商业合作关系, 且运输距离近, 煤炭能源充足。

图表 95 2009-2023 年公司电及蒸汽业务收入及 yoy

图表 96 2009-2023 年公司电及蒸汽业务毛利率情况



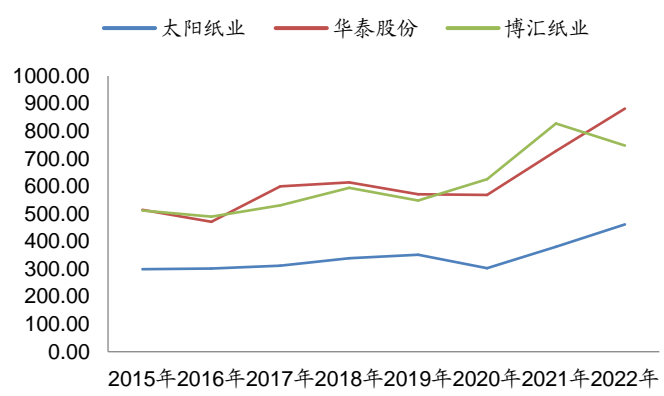
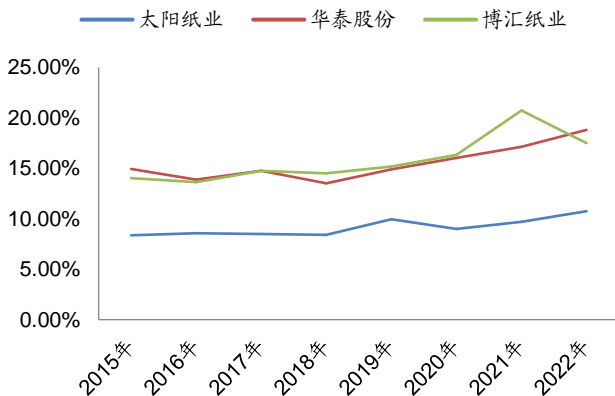
资料来源: Wind, 公司公告, 华安证券研究所

资料来源: Wind, 公司公告, 华安证券研究所

能源成本优势明显, 显著低于同行。从能源成本占比来看, 2022 年, 公司纸制品业务中, 能源动力成本占比为 10.75%, 低于华泰股份/博汇纸业的 18.82%/17.50%。从吨纸能源成本来看, 2022 年, 公司吨纸能源成本为 462 元, 低于华泰股份/博汇纸业的 882/748 元, 公司能源成本优势显著。

图表 97 2015-2022 年公司及其可比公司能源动力成本占比情况

图表 98 2015-2022 年公司及其可比公司吨纸能源成本 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所 (太阳纸业为纸制品业务加总, 华泰股份为机制纸业务, 博汇纸业为造纸业业务)

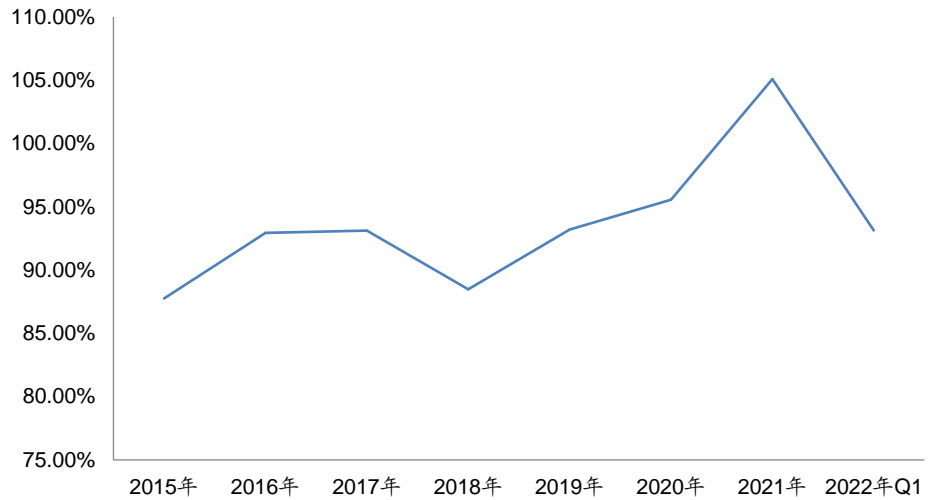
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所 (太阳纸业为纸制品业务加总, 华泰股份为机制纸业务, 博汇纸业为造纸业业务)

➤ 折旧及制造费用:

产能利用率持续高位, 有效降低成本。2015-2021 年, 公司文化纸产能利用率基本保持在 90% 以上, 2021 年更是突破 100%, 达到 105.09%。公司领先同行的

成本优势以及稳健的产能扩张,使得公司在行业下行时凭借成本优势维持高产能利用率,摊薄折旧;在行业景气时,合理拓产,保障高水平的产能利用率。

图表 99 2015-2022Q1 公司文化纸产能利用率情况

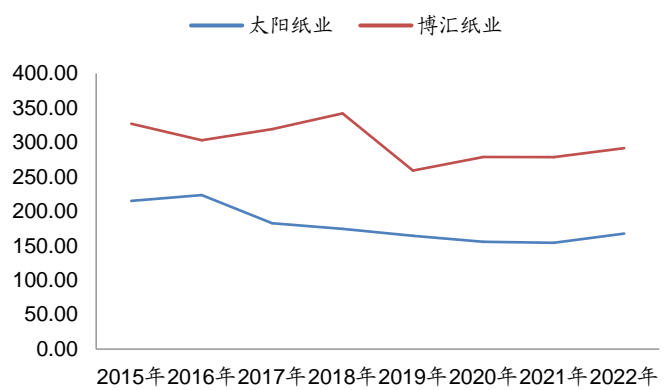
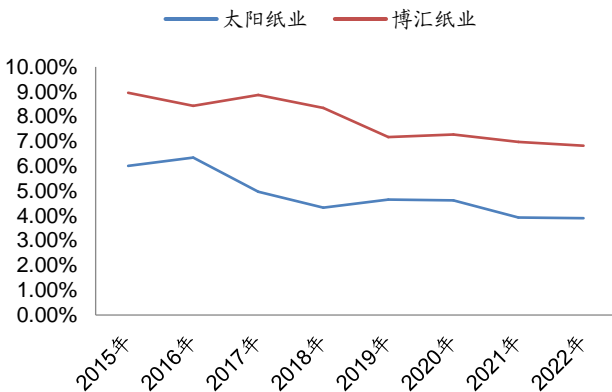


资料来源:公司公告,华安证券研究所

单吨折旧及制造费用处于较低水平,显著低于同行。从费用占比来看,2022年,公司纸制品业务中,折旧费用占比为 3.18%,低于博汇纸业的 4.96%;公司其他制造费用占比为 0.73%,低于博汇纸业的 1.86%。从吨纸费用来看,2022年,公司吨纸折旧费用为 136 元,低于博汇纸业的 212 元;公司吨纸其他制造费用为 31 元,低于博汇纸业的 80 元,成本优势明显。2015-2022 年,公司单吨折旧及其他制造费用基本低于 200 元,公司成本管理先进,有效拓宽利润空间。

图表 100 2015-2022 年公司及其可比公司吨纸“折旧+其他制造费用”占比情况

图表 101 2015-2022 年公司及其可比公司吨纸“折旧+其他制造费用”(元/吨)

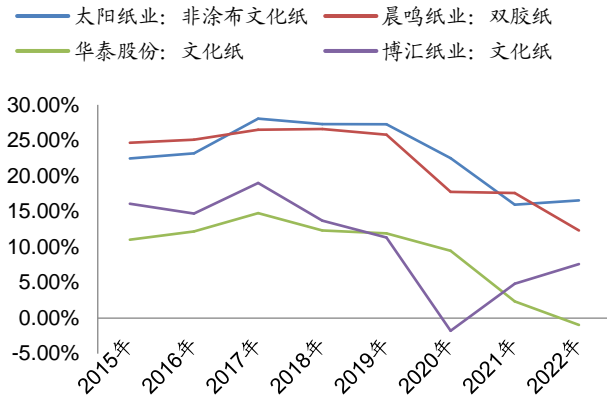


资料来源:公司公告,华安证券研究所(太阳纸业为纸制品业务加总,博汇纸业为造纸业业务)

资料来源:公司公告,华安证券研究所(太阳纸业为纸制品业务加总,博汇纸业为造纸业业务)

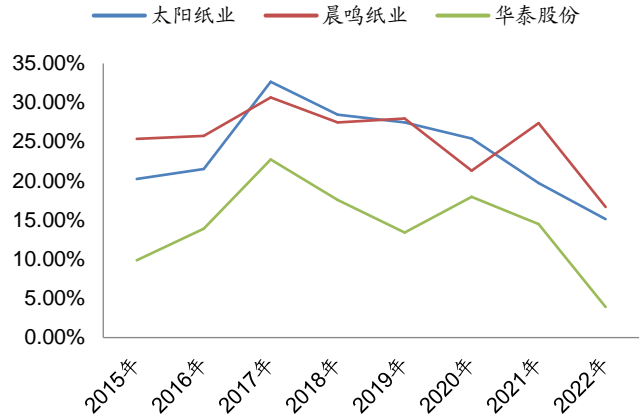
成本优势下盈利能力显著高于同行,文化纸铜版纸毛利率位居前列。2015-2023 年公司非涂布文化纸和铜版纸的平均毛利率分别为 22.21%和 22.61%,处于行业前列,显著高于博汇纸业和华泰股份,整体利润水平优于同行。

图表 102 2015-2022 年公司及可比公司非涂布文化纸毛利率对比



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 103 2015-2022 年公司及可比公司铜版纸毛利率对比



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

4 盈利预测及投资建议

我们对公司主营业务进行拆分并做出收入和利润预测:

(1) **文化纸:** 2024 年 2 月以来, 文化纸企业多轮提价函落地顺畅, 3-5 月为文化纸传统旺季, 且文化纸竞争格局较为稳定, 随着纸价进一步提涨, 文化纸企业盈利能力将进一步修复。我们预计 2024-2026 年公司非涂布文化纸销量为 222/243/268 万吨, 单价为 6300/6200/6000 元/吨, 业务收入增速为 5%/8%/6%; 公司铜版纸销量为 75/76/78 万吨, 单价为 4850/4900/4900 元/吨, 业务收入增速为 4%/2%/2%。

(2) **牛皮箱板纸:** 随着广西南宁基地 220 万吨高档包装纸投产, 公司箱板纸产能有望迈上新台阶。我们预计 2024-2026 年公司牛皮箱板纸销量为 320/333/345 万吨, 单价为 3800/3800/3700 元/吨, 业务收入增速为 24%/4%/1%。

(3) **生活用纸:** 公司广西南宁年产 30 万吨生活用纸及后加工生产线项目一期预计在 2024 年三季度陆续进入试产阶段, 公司生活用纸业务将得到新发展。我们预计 2024-2026 年公司生活用纸销量为 45/58/62 万吨, 单价为 6200/6100/6000 元/吨, 业务收入增速为 37%/26%/5%。

(4) **浆制品:** 公司 50 万吨本色化学木浆生产线于 2023 年投产并已实现达产, 并于 2024 年 4 月公告投建广西南宁林浆纸一体化(二期)项目, 包含年产 35 万吨漂白化学木浆生产线、年产 15 万吨机械木浆生产线, 投产后既能提升自给率增厚利润, 又能带动浆制品产销量增长。我们预计 2024-2026 年公司浆制品(化机浆、溶解浆、化学浆)业务收入增速为 3%/5%/8%。

图表 104 公司分业务收入预测 (百万元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
非涂布文化纸	10,858.22	13,310.41	13,983.35	15,084.75	16,063.20
yoy	25%	23%	5%	8%	6%
铜版纸	3,176.47	3,506.08	3,649.14	3,725.57	3,802.40
yoy	-23%	10%	4%	2%	2%
牛皮箱板纸	10,393.69	9,806.84	12,151.26	12,662.89	12,765.00
yoy	5%	-6%	24%	4%	1%
生活用纸	1,532.48	2,048.99	2,817.34	3,541.87	3,726.00

yoy	79%	34%	37%	26%	5%
淋膜原纸	1,676.86	1,263.77	1,336.50	1,336.50	2,425.50
yoy	4%	-25%	6%	0%	81%
瓦楞纸	95.07	45.98	50.58	55.64	61.20
yoy	142%	-52%	10%	10%	10%
溶解浆	4,171.05	3,667.24	3,883.60	4,147.20	4,407.68
yoy	28%	-12%	6%	7%	6%
化学机械浆	1,993.67	1,838.60	1,946.32	1,999.44	2,305.94
yoy	9%	-8%	6%	3%	15%
化学浆	3,360.41	1,752.73	1,665.09	1,748.35	1,835.77
yoy	2140%	-48%	-5%	5%	5%
电及蒸汽	1,994.85	1,806.91	1,897.26	1,992.12	2,091.73
yoy	86%	-9%	5%	5%	5%
石灰	21.99	185.76	204.34	224.77	247.25
yoy	66%	745%	10%	10%	10%
其他业务	492.18	311.03	342.14	376.35	413.98
yoy	-8%	-37%	10%	10%	10%
总收入	39,766.93	39,544.34	43,926.92	46,895.45	50,145.64
yoy	24%	-1%	11%	7%	7%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司作为国内领先的造纸企业，林浆纸一体化成本优势明显。短期随着广西南宁基地一期项目达产及二期项目投建，产能扩张贡献业绩增量，长期老挝基地林木资源壁垒稳固。我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 439.27/468.95/501.46 亿元，分别同比增长 11.1%/6.8%/6.9%；归母净利润分别为 36.73/41.37/45.99 亿元，分别同比增长 19.0%/12.6%/11.1%。截至 2024 年 4 月 24 日总股本及收盘市值对应 EPS 分别为 1.31/1.48/1.65 元，对应 PE 分别为 11.85/10.52/9.46 倍。

图表 105 盈利预测和估值

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	39544	43927	46895	50146
收入同比 (%)	-0.6%	11.1%	6.8%	6.9%
归母净利润 (百万元)	3086	3673	4137	4599
归母净利润同比 (%)	9.9%	19.0%	12.6%	11.1%
毛利率 (%)	15.9%	16.3%	16.6%	16.8%
ROE (%)	11.8%	12.2%	12.1%	11.7%
每股收益 (元)	1.10	1.31	1.48	1.65
P/E	11.02	11.85	10.52	9.46

资料来源：公司公告，华安证券研究所 (截至 2024 年 4 月 24 日)

按照申万二级行业分类，公司所属行业分类为“轻工制造—造纸”，我们选取申万二级行业分类造纸下的所有上市公司作为可比公司，采用 PE 估值法对其进行估值。采用 2024 年 4 月 23 日收盘价，根据 Wind 一致预期，造纸公司的 PE (TTM) /PE (2024E) /PE (2025E) 分别为 28.72/16.83/13.16 倍，太阳纸业的 PE (TTM) /PE (2024E) /PE (2025E) 分别为 13.96/10.52/9.46 倍，均低于可比公司平均值。

首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 106 可比公司估值

证券代码	证券简称	PE (TTM)	PE (2024E)	PE (2025E)
801143.SI	轻工制造—造纸	28.72	16.83	13.16
002078.SZ	太阳纸业	13.96	10.52	9.46

资料来源：公司公告，华安证券研究所（截至 2024 年 4 月 23 日，造纸指数的盈利预测采用 Wind 一致预期，太阳纸业的盈利预测采用华安证券的盈利预测）

5 风险提示

(1) 市场竞争加剧的风险。未来几年，国内造纸行业普遍存在的同质化严重、供需失衡，周期性波动剧烈等情形将保持常态化。如果公司不能在竞争中持续保持领先优势，将对公司经营产生不利影响。

(2) 原材料价格波动的风险。公司生产所需主要原材料为木浆、木片、制浆造纸化学品等，如果未来相关原材料的价格出现大幅波动的情形，将影响公司产品的生产成本，对公司的正常生产经营带来一定影响。

(3) 汇率波动的风险。公司生产所需原材料如木浆、木片等很大部分需要从国外采购，新项目建设、设备升级改造等所需关键设备均需进口解决，前述交易主要使用美元、欧元等外币结算，公司日常运营会涉及美元、欧元等外币，而公司的合并报表采用人民币编制，伴随着人民币与美元、欧元等外币之间的汇率变动，将可能给公司带来汇兑变动风险。

(4) 客户的信用风险。如果公司供应商不能按照双方合同或协议的要求按时、保质、保量地提供生产要素，就产生了供应商的信用风险；另外公司在销售产品或提供劳务等方面，可能会因赊欠产生客户不予支付的风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	12868	15548	17605	20979	营业收入	39544	43927	46895	50146
现金	2495	3733	5197	7960	营业成本	33261	36765	39099	41697
应收账款	1954	2314	2447	2602	营业税金及附加	220	242	253	271
其他应收款	75	105	101	109	销售费用	154	167	174	181
预付账款	576	687	719	764	管理费用	957	1059	1125	1203
存货	4574	5275	5628	5951	财务费用	760	809	796	782
其他流动资产	3194	3435	3513	3593	资产减值损失	-67	-5	-5	-5
非流动资产	37683	40451	42741	44906	公允价值变动收益	-18	0	0	0
长期投资	277	277	277	277	投资净收益	21	22	23	25
固定资产	33966	33525	38122	37619	营业利润	3296	3945	4446	4944
无形资产	1883	2149	2403	2638	营业外收入	31	33	35	37
其他非流动资产	1556	4500	1938	4372	营业外支出	8	9	10	11
资产总计	50551	56000	60346	65884	利润总额	3320	3969	4471	4970
流动负债	16879	18110	18380	18940	所得税	219	278	313	348
短期借款	8079	8079	8079	8079	净利润	3101	3691	4158	4622
应付账款	4324	4705	4953	5323	少数股东损益	15	18	21	23
其他流动负债	4477	5326	5349	5538	归属母公司净利润	3086	3673	4137	4599
非流动负债	7516	7686	7496	7496	EBITDA	6207	7128	7697	8522
长期借款	6702	6702	6702	6702	EPS (元)	1.10	1.31	1.48	1.65
其他非流动负债	814	984	794	794					
负债合计	24395	25796	25876	26436					
少数股东权益	104	123	143	166					
股本	2795	2795	2795	2795					
资本公积	3632	3632	3632	3632					
留存收益	19625	23655	27900	32855					
归属母公司股东权益	26051	30081	34326	39282					
负债和股东权益	50551	56000	60346	65884					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	6617	7174	7218	8299	成长能力				
净利润	3086	3673	4137	4599	营业收入	-0.6%	11.1%	6.8%	6.9%
折旧摊销	2183	2462	2546	2897	营业利润	8.7%	19.7%	12.7%	11.2%
财务费用	607	834	834	834	归属于母公司净利	9.9%	19.0%	12.6%	11.1%
投资损失	-21	-22	-23	-25	获利能力				
营运资金变动	728	229	-277	-6	毛利率 (%)	15.9%	16.3%	16.6%	16.8%
其他经营现金流	2392	3444	4415	4607	净利率 (%)	7.8%	8.4%	8.8%	9.2%
投资活动现金流	-4769	-5272	-4730	-4703	ROE (%)	11.8%	12.2%	12.1%	11.7%
资本支出	-4736	-4910	-4769	-4749	ROIC (%)	8.7%	9.2%	9.3%	9.3%
长期投资	-33	1	1	1	偿债能力				
其他投资现金流	0	-363	38	45	资产负债率 (%)	48.3%	46.1%	42.9%	40.1%
筹资活动现金流	-1846	-664	-1024	-834	净负债比率 (%)	93.3%	85.4%	75.1%	67.0%
短期借款	-91	0	0	0	流动比率	0.76	0.86	0.96	1.11
长期借款	63	0	0	0	速动比率	0.46	0.53	0.61	0.75
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	58	0	0	0	总资产周转率	0.78	0.78	0.78	0.76
其他筹资现金流	-1876	-664	-1024	-834	应收账款周转率	20.24	18.98	19.17	19.27
现金净增加额	6	1238	1464	2763	应付账款周转率	7.69	7.81	7.89	7.83
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.10	1.31	1.48	1.65
					每股经营现金流薄)	2.37	2.57	2.58	2.97
					每股净资产	9.32	10.76	12.28	14.06
					估值比率				
					P/E	11.02	11.85	10.52	9.46
					P/B	1.31	1.45	1.27	1.11
					EV/EBITDA	7.80	7.98	7.17	6.16

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：徐偲，南洋理工大学工学博士，CFA 持证人。曾在宝洁（中国）任职多年，兼具实体企业和二级市场经验，对消费品行业有着独到的见解。曾就职于中泰证券、国元证券、德邦证券，负责轻工，大消费，中小市值研究。2023 年 10 月加入华安证券。擅长深度产业研究和市场机会挖掘，多空观点鲜明。在快速消费品、新型烟草、跨境电商、造纸、新兴消费方向有丰富的产业资源和深度的研究经验。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

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

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

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

行业评级体系

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

公司评级体系

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