

太阳纸业 (002078.SZ)

买入 (首次评级)

林浆纸一体化龙头，盈利改善在即

投资要点:

深耕造纸四十余年，浆纸龙头腾空跃升

公司主要从事机制纸、纸制品、木浆、纸板的生产和销售。历经 40 多年的发展，公司已成为国内有影响力的林浆纸一体化综合性造纸上市公司之一。根据公告，2023 年末公司纸、浆合计总产能超 1200 万吨，三大基地进入全面协同发展的新阶段。2024 年前三季度公司实现营收 309.75 亿元，同比 +6.07%；归母净利润 24.59 亿元，同比 +15.08%。单三季度营收 104.51 亿元，环比 +1.09%，用浆成本增长+纸价承压，及南宁基地固定资产清理（Q3 非经损失约 7327 万元）影响，归母净利润 7.01 亿元，环比 -12.61%。

成本优势巩固，林浆纸一体化助力穿越周期

公司经营韧性强，ROE、净利率表现稳定且领先于行业。2019-2023 年公司平均 ROE、净利率分别为 14.3%/8.6%，较可比公司平均水平分别高出 8.6/5.0pct。公司不断加强精细化管理能力，提高生产智能化水平，多举措降本增效，生产效率领先。公司现金流稳定，近年来逐步降低资产负债水平，2023 年公司资产负债率降至 50% 以下，有效降低公司财务负担。三大基地协同发展，产能稳步扩张，当前公司浆纸产能合计超 1200 万吨，未来公司南宁二期项目将建设 40 万吨特种纸、35 万吨漂白化学木浆、15 万吨机械木浆生产线及相关配套设施。

短期供需迎来改善，纸价回升盈利修复可期

11 月晨鸣发布停产公告，我们认为在晨鸣大规模复产前，短期文化纸的供需格局有望得到改善。根据卓创资讯，截至 2024 年 11 月晨鸣双胶纸产能约 235 万吨，占我国双胶纸总产能的 13.5%，晨鸣停产行业发布文化纸涨价函 300 元/吨，目前落地情况良好，12 月以来纸企普遍执行新价格，其中公司双胶纸出厂价已上调 200 元，后续纸价有望持续修复。成本方面，24 年中期国内外两大浆厂投产，考虑爬坡及运输周期，预期 25H1 阔叶浆供应宽松，浆价自 7 月以来回落，12 月最新外盘报价 550 美金，较年内高点下滑 220 美金，我们判断 25 年浆价上涨空间有限。24Q4 低价浆耗用逐步反映至成本，公司盈利逐季改善可期。

盈利预测与投资建议。

我们预计公司 2024-2026 年收入增速分别为 2.8%、6.6%、6.2%，归母净利润增速分别为 -0.5%、6.8%、17.4%，对应 EPS 分别为 1.10 元、1.17 元、1.38 元。采用可比公司估值法，2025 年可比公司平均 PE 倍数为 17 倍。我们认为，公司作为行业龙头，且管理优势显著，随着林浆纸一体化的稳步推进，公司业绩有望稳定增长。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

市场竞争加剧、下游需求不及预期、原材料价格大幅波动、产能建设项目进度不及预期等

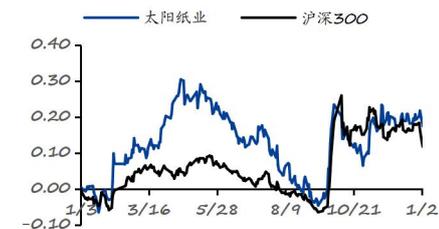
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	39,767	39,544	40,647	43,323	46,015
增长率	24%	-1%	3%	7%	6%
净利润（百万元）	2,809	3,086	3,069	3,277	3,849
增长率	-5%	10%	-1%	7%	17%
EPS（元/股）	1.01	1.10	1.10	1.17	1.38
市盈率（P/E）	14.3	13.0	13.1	12.2	10.4
市净率（P/B）	1.7	1.5	1.4	1.3	1.2

数据来源：公司公告、华福证券研究所

基本数据

日期	2025-01-03
收盘价:	14.35 元
总股本/流通股本(百万股)	2,794.54/2,775.31
流通 A 股市值(百万元)	39,825.66
每股净资产(元)	9.91
资产负债率(%)	46.37
一年内最高/最低价(元)	16.56/11.36

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 李宏鹏(S0210524050017)
 lhp30568@hfzq.com.cn
 分析师: 汪浚哲(S0210524050024)
 wjz30579@hfzq.com.cn

相关报告



正文目录

1	太阳纸业：深耕造纸四十余年，浆纸龙头腾空跃升	3
2	成本优势巩固，林浆纸一体化助力穿越周期	7
3	盈利预测与投资建议	8
3.1	盈利预测	8
3.2	投资建议	10
4	风险提示	11

图表目录

图表 1:	公司主要发展历程	3
图表 2:	公司主要产品及品牌	3
图表 3:	公司股权结构（截至 24/09/30）	4
图表 4:	公司历年营收及增速	4
图表 5:	公司历年归母净利润及增速	4
图表 6:	公司历年分产品营收（亿元）	5
图表 7:	2023 年公司分行业营收占比	5
图表 8:	公司历年销售毛利率、净利率	5
图表 9:	公司主要产品毛利率	5
图表 10:	公司期间费用率明细	6
图表 11:	可比公司经营性现金净流量/营业收入	6
图表 12:	可比公司 ROE	7
图表 13:	可比公司销售净利率	7
图表 14:	可比公司总资产周转率	7
图表 15:	可比公司资产负债率	7
图表 16:	公司各产品产能	8
图表 17:	公司业绩拆分预测表	9
图表 18:	可比公司估值表	11
图表 19:	财务预测摘要	12

1 太阳纸业：深耕造纸四十余年，浆纸龙头腾空跃升

深耕造纸四十余年，国内浆纸领军企业。公司主要从事机制纸、纸制品、木浆、纸板的生产和销售。历经 40 多年的发展，公司已成为国内有影响力的林浆纸一体化综合性造纸上市公司之一。2006 年公司在深交所成功上市，2008 年进入老挝实施“林浆纸一体化”项目；2012 年提出并稳步实施太阳纸业“四三三”中长期发展战略；2019 年太阳纸业广西基地北海园区启动建设；2022 年在广西南宁布局新的林浆纸一体化项目。凸显区位优势的山东、广西和老挝“三大基地”布局构建完成。2023 年末，公司纸、浆合计总产能超 1200 万吨，三大基地进入全面协同发展的新阶段，在林浆纸一体化全产业链上延伸和拓展，不断提升产业链核心竞争力。

图表 1：公司主要发展历程

1982-1992 艰辛起步 创业发展	1993-2005 稳步提升 规模扩张	2006-2011 上市拓疆 高速增长	2012-2016 转型升级 跨越腾飞	2017-至今 倍道兼行 新图大展
<p>晨光初现的太阳： 上世纪80年代初，太阳纸业开启了筚路蓝缕的创业历程，历经兖州县城关公社造纸厂、兖州县造纸厂、山东省济宁市造纸厂的三次变更，企业规模初具，蓄势待发。</p>	<p>冉冉升起的太阳： 公司引进外资，分别与美国、加拿大、中国香港地区的投资者成立了4家合资企业，解决资金问题同时提高自身的技术管理水平，跻身中国造纸第一集团军，完成了股份制改造，为上市做好了铺垫</p>	<p>磅礴而起的太阳： 2006年11月16日深交所成功上市，同年美国国际纸业与太阳纸业达成合作，成立万国纸业太阳白卡纸有限公司；2008年启动老挝林浆纸一体化项目，国际化战略全面开启。产品结构向高档化、高附加值方向的探索与发展，综合实力跻身世界造纸百强。</p>	<p>光耀东方的太阳： 2012年制定“四三三”发展战略，坚持主业基础上进军生物质新材料和快消品领域。公司进入中国企业500强、世界造纸50强。在全球经济一体化的背景下，具有国际视野的新一代管理者李娜、李鲁开始走上了领导岗位。</p>	<p>腾空跃升的太阳： 2017年1月老挝30万吨化学浆开工，是太阳第一个海外投资建设实体项目。2019年10月，广西北海年产350万吨林浆纸一体化项目开工。2022年2月启动南宁“年产525万吨林浆纸一体化及配套产业园项目”。山东、广西、老挝“三大基地”战略布局成功构建，开启了向千亿级企业冲刺的新征程。</p>

数据来源：公司官网，华福证券研究所

产品矩阵多元，多纸种齐头并进。公司业务范围覆盖产业用纸、生物质新材料、快速消费品三大部分，产品实现了多元化、高端化和差异化；公司主要产品包括文化用纸（双胶纸、铜版纸）、包装用纸（牛皮箱板纸、瓦楞原纸）、快消类产品（生活用纸等）、特种纸、食品纸（淋膜原纸等）、浆产品（溶解浆、漂白和本色化学浆、化学机械浆、新型纤维原料等）。

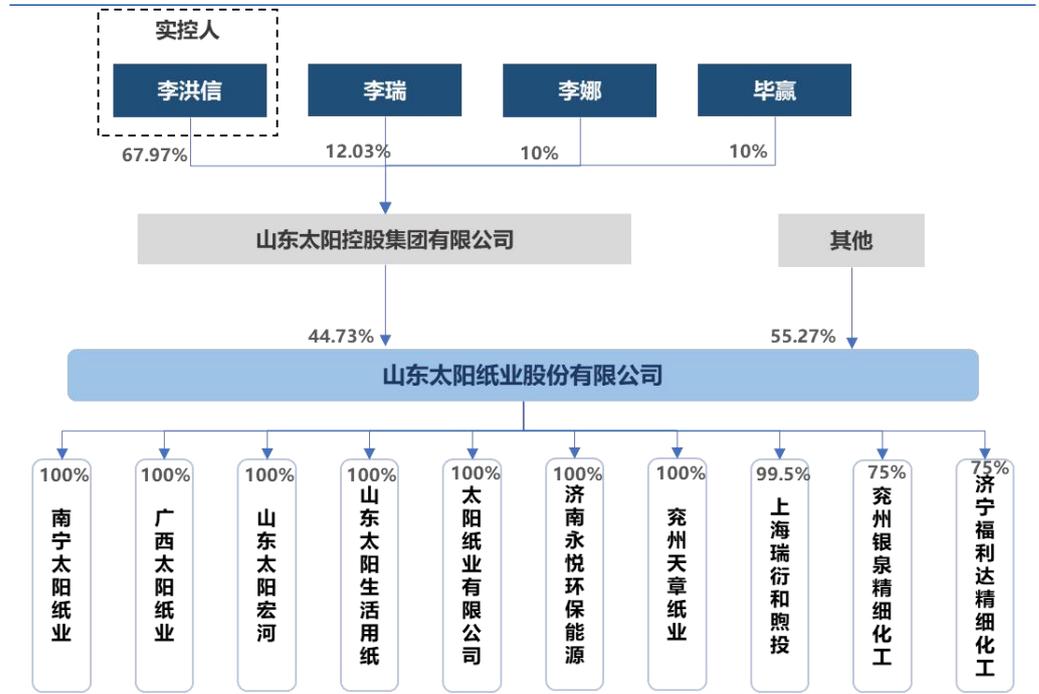
图表 2：公司主要产品及品牌

数据来源：公司官网，华福证券研究所



公司股权结构稳定，截至 2024 年 9 月 30 日，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。李洪信先生为公司实控人，持有山东太阳控股集团有限公司 67.97% 的股份。公司旗下设有山东太阳宏河纸业、广西太阳纸业、南宁太阳纸业、山东太阳生活用纸等众多全资子公司，主要经营造纸、环保等业务，与太阳纸业有效地实现业务经营协同。

图表 3: 公司股权结构 (截至 24/09/30)

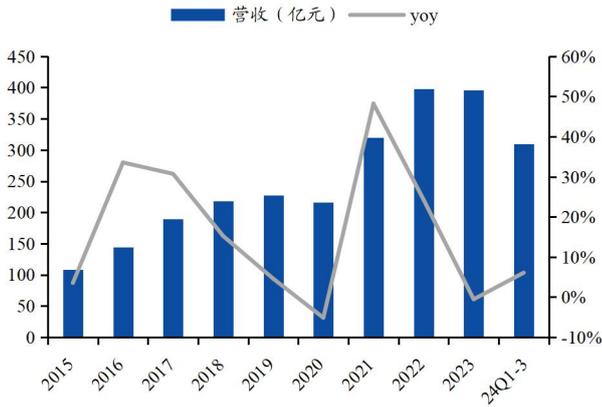


数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

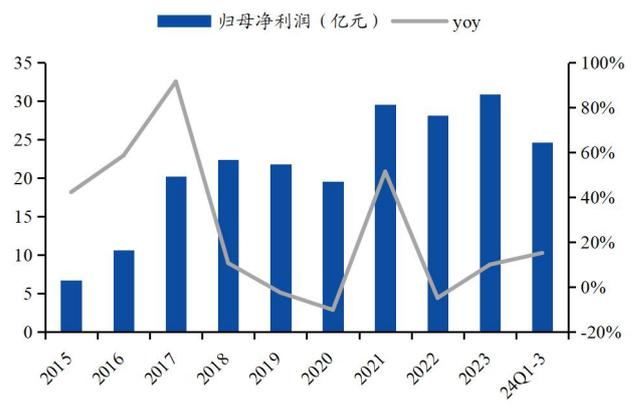
公司经营稳健，业绩修复可期。公司历年经营业绩整体稳健，2023 年公司实现营收 395.44 亿元，同比-0.6%，归母净利润实现 30.86 亿元，同比+9.9%。2024 年前三季度公司实现营收 309.75 亿元，同比+6.07%；实现归母净利润 24.59 亿元，同比+15.08%。单三季度公司实现营收 104.51 亿元，环比+1.09%，受用浆成本增长+行业竞争加剧纸价承压，以及南宁基地固定资产清理（Q3 非经损失约 7327 万元）影响，24Q3 归母净利润 7.01 亿元，环比-12.61%。展望后续，预计低价纸浆将陆续于四季度开始入库，成本端压力有望得到释放，公司盈利有望逐步企稳回升。

图表 4: 公司历年营收及增速

图表 5: 公司历年归母净利润及增速



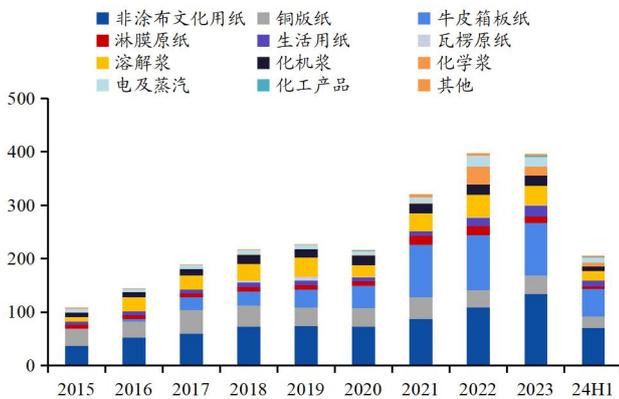
数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

2023 年公司造纸业务营收达 299.82 亿元, 为公司核心业务, 占比 75.8%。分纸种来看, 非涂布文化纸/铜版纸/牛皮箱板纸/淋膜原纸/生活用纸/瓦楞原纸营收分别 133/35/98/13/20/0.46 亿元, 同比分别+22.6%/+10.4%/-5.6%/-24.6%/+33.7%/-51.6%。第二业务为制浆, 2023 年公司制浆业务 72.59 亿元, 占比达 18.4%, 其中溶解浆/化机浆/化学浆营收 36.67/18.39/17.53 亿元, 同比-12.1%/-7.8%/-47.8%。第三大业务为电及蒸汽, 2023 年营收 18.07 亿元, 占比 4.6%。

图表 6: 公司历年分产品营收 (亿元)



图表 7: 2023 年公司分行业营收占比

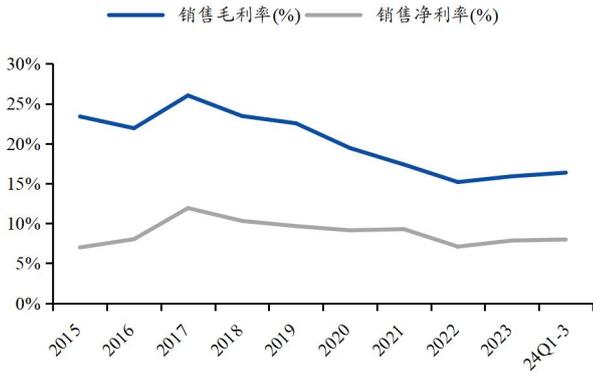
数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

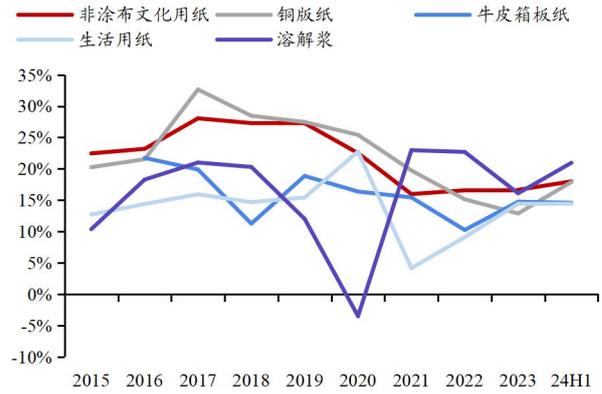
林浆纸一体化+多元化产品矩阵, 有效应对周期波动。公司积极向上游延伸产业链, 从木片到制浆及能源化工均有布局, 从而享有制浆链条的利润, 有效降低原料端周期波动。公司产品种类丰富多元, 不同浆纸产品由于其供需格局的差异, 盈利能力或出现一定分化, 多品种的均衡布局也将稳定综合盈利能力。公司 24Q1-3 销售毛利率 16.4%, 净利率 8.0%, 同比均有小幅提升。

图表 8: 公司历年销售毛利率、净利率

图表 9: 公司主要产品毛利率



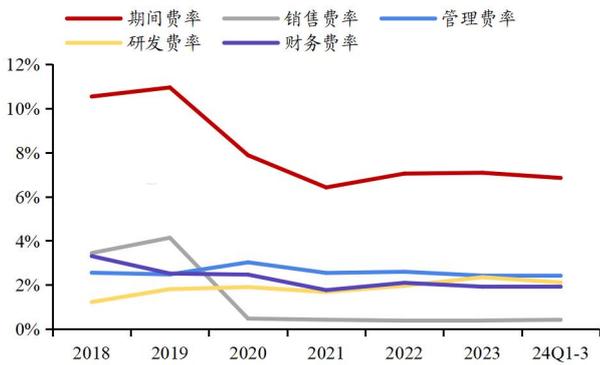
数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所; 注: 选取 2023 年营收占比超 5% 的产品

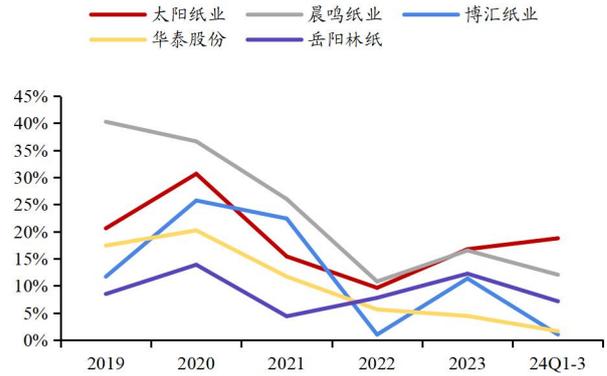
精细化运营降本提效, 现金收入与回款能力高。公司期间费用率控制较好, 2020 年期间费用率回落主因运费调整至成本所致, 2020 年以来公司期间费用率低于 8%, 近两年仍在持续优化。从公司收入质量来看, 公司经营性现金流净流量/营业收入比例处于行业前列, 体现出较高的销售回款能力。

图表 10: 公司期间费用率明细



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 11: 可比公司经营性现金净流量/营业收入



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

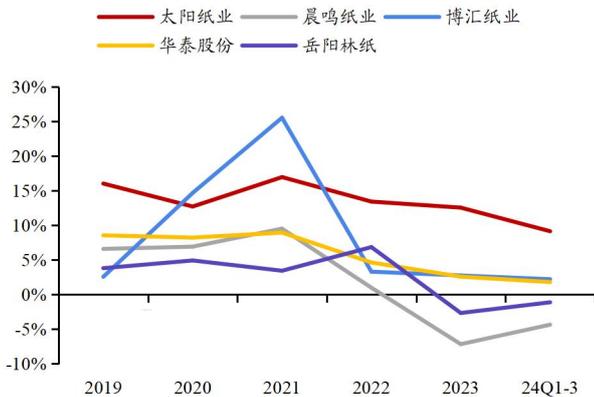


2 成本优势巩固，林浆纸一体化助力穿越周期

公司经营韧性强，ROE、净利率表现稳定且领先于行业。2019-2023 年公司平均 ROE 为 14.3%，较可比公司平均 ROE 高 8.6pct，同期公司平均净利率 8.6%，较可比公司平均净利率高 5.0pct；24Q1-3 太阳纸业 ROE 为 9.15%，较可比公司平均 ROE 高 9.5pct，同期净利率 8.0%，较可比公司平均净利率高 8.7pct。

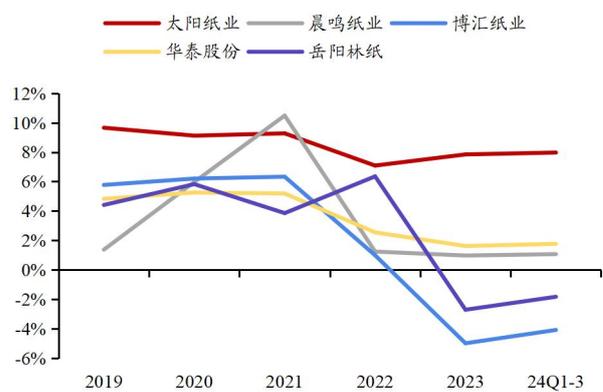
从营运效率来看，2019-2023 年公司平均总资产周转率为 0.77 次，高于行业平均水平。公司不断加强精细化管理能力，提高生产智能化水平，多举措降本增效，生产效率领先；从资本结构来看，大宗用纸为资本密集型行业，单吨设备投资成本较高，公司现金流稳定，近年来逐步降低资产负债水平，2023 年公司资产负债率降至 50%以下，有效降低公司财务负担。

图表 12: 可比公司 ROE



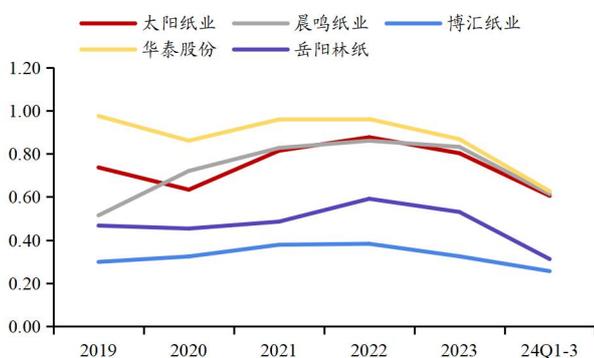
数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 13: 可比公司销售净利率



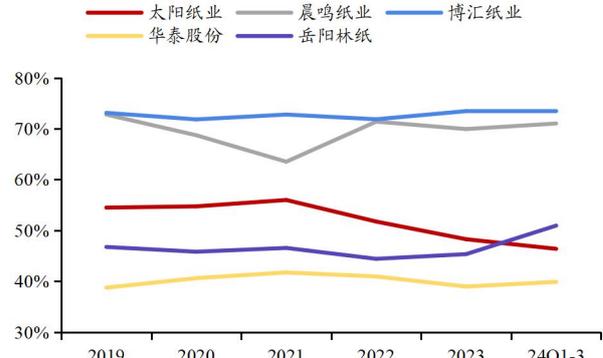
数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 14: 可比公司总资产周转率



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 15: 可比公司资产负债率



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

三大基地协同发展，产能稳步扩张。公司目前已建立山东、广西、老挝三大造纸基地，浆、纸合计总产能已超 1200 万吨，林浆纸一体化战略持续深入。自 2021 年以来，公司广西北海、南宁基地浆纸一体化项目逐步建设投产，2021 年起北海基



地一期项目陆续投产，包括 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 年公司 PM23 文化纸机搬迁至北海，2021 年南宁太阳完成收购六景，新增 15 万吨化学浆、20 万吨文化纸产能，2023 年 10 月南宁一期 100 万吨包装纸及 50 万吨配套本色化学浆投产，后续规划的 30 万吨生活用纸一期产能于 24Q3 投产。

南宁一期项目中 PM11/PM12 高档包装纸生产线已经启动实施，预计将 2025 年四季度陆续进入试产阶段。2024 年 5 月，公司召开 2023 年年度股东大会，审议通过了《关于投资建设广西南宁林浆纸一体化技改及配套产业园（二期）项目的议案》。南宁二期项目将建设年产 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，预计总投资不超过人民币 70 亿元。广西基地南宁园区的项目建设是公司未来几年的工作重心。

图表 16: 公司各产品产能

单位: 万吨	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
文化用纸	200	200	200	220	240	295	295	315	315
非涂布文化纸	120	120	120	140	160	215	215	235	235
铜版纸	80	80	80	80	80	80	80	80	80
生活用纸	12	12	12	12	12	24	24	24	39
淋膜原纸	20	20	20	20	20	20	30	30	30
牛皮箱板纸 (含瓦楞纸)	80	80	120	140	140	240	240	340	340
纸产能合计	312	312	352	392	412	579	589	709	724
化机浆	70	70	90	90	120	140	140	140	140
化学浆		10	10	10	10	105	105	105	105
半化学浆				20	20	40	40	40	40
本色浆						20	20	70	70
木屑浆				10	10	10	10	10	10
废纸浆				40	40	40	40	40	40
溶解浆	50	50	80	80	80	80	80	80	80
浆产能合计	120	130	180	250	280	435	435	485	485
浆纸产能合计	432	442	532	642	692	1014	1024	1194	1209

数据来源: 公司公告, ifind, 公司官方公众号, 维美德公众号, 华福证券研究所

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

我们对 2024-2026 年业绩做出以下假设:

(1) 文化纸 (非涂布文化纸+铜版纸): 文化纸需求相对刚性, 公司文化纸历史上产销较为饱和, 未来三年暂无新增文化纸产能, 预计产销量保持稳定。价格方面, 24 年 1-11 月文化纸价格先扬后抑, 12 月以来价格又温和复苏, 我们假设 24 年文化纸价格小幅下滑, 25-26 年纸价温和复苏。成本方面, 24 年下半年以来浆价有明显回



落，我们预期 25-26 年木浆价格基本稳定。公司具备林浆纸一体化优势，且持续加强精细化管理能力，单位成本有望持续优化。

(2) 包装纸（牛皮箱板纸+瓦楞纸）：根据投资者公开交流，公司 25Q4 预期还将有 120 万吨包装纸产能投放，进一步提升规模。包装纸景气程度与宏观经济及消费需求紧密相关，24 年上半年整体宏观需求放缓，但随下半年以来内需提振政策的持续推动，预期 25-26 年内需有望回暖，包装纸销售及纸价企稳回升。成本方面，25 年新产能投放爬坡或将影响短期盈利，但随规模增长单位成本仍有节降空间。

(3) 淋膜原纸及生活用纸：二者均为消费类纸品，24 年淋膜原纸需求承压，纸价预计小幅下滑，生活用纸 24H1 营收增长，我们预期主要系销量的增长。25-26 年随内需修复，淋膜原纸与生活用纸销量及纸价有望上涨，成本端受益浆价稳定及规模效益带来的成本优化。

(4) 溶解浆：依托于老挝基地的林地资源，公司溶解浆业务在行业里更具备竞争优势，溶解浆经加工后可以生产粘胶纤维、纤维素醚、硝酸纤维和醋酸纤维等中间产品，在纺织、军工、烟草、电子等领域有广泛应用。公司 24Q4 溶解浆产线有搬迁，短期对收入端有一定的影响。我们预计 24-26 年收入增速缓慢修复，成本端随老挝林地种植面积和轮伐面积的增长，成本波动也将更加稳定。

综上，我们预计公司 2024-2026 年收入增速分别为 2.8%、6.6%、6.2%，归母净利润增速分别为-0.5%、6.8%、17.4%，对应 EPS 分别为 1.10 元、1.17 元、1.38 元。

图表 17: 公司业绩拆分预测表

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营收 (亿元)	217.68	227.63	215.89	319.97	397.67	395.44	406.46	433.23	460.15
yoy	15.2%	4.6%	-5.2%	48.2%	24.3%	-0.6%	2.8%	6.6%	6.2%
营业成本 (亿元)	166.63	176.31	173.92	264.38	337.35	332.61	343.87	367.20	387.31
yoy	19.2%	5.8%	-1.4%	52.0%	27.6%	-1.4%	3.4%	6.8%	5.5%
毛利率	23.5%	22.5%	19.4%	17.4%	15.2%	15.9%	15.4%	15.2%	15.8%
分产品营收									
非涂布文化用纸	72.07	73.85	72.09	86.71	108.58	133.10	135.57	138.02	139.54
yoy	22.2%	2.5%	-2.4%	20.3%	25.2%	22.6%	1.9%	1.8%	1.1%
铜版纸	39.95	34.63	35.09	40.99	31.76	35.06	39.18	39.97	40.57
yoy	-10.2%	-13.3%	1.3%	16.8%	-22.5%	10.4%	11.8%	2.0%	1.5%
包装纸	29.78	40.49	42.47	99.09	104.89	98.53	106.96	125.32	143.31
yoy	24.5%	35.9%	4.9%	133.3%	5.9%	-6.1%	8.6%	17.2%	14.4%
淋膜原纸	8.81	8.74	8.26	16.10	16.77	12.64	10.81	10.64	10.75
yoy	26.7%	-0.8%	-5.6%	95.0%	4.2%	-24.6%	-14.5%	-1.5%	1.0%
生活用纸	8.19	8.24	7.86	8.57	15.32	20.49	23.09	26.48	29.48
yoy	13.4%	0.6%	-4.6%	9.0%	78.8%	33.7%	12.7%	14.7%	11.3%
溶解浆	31.66	35.87	21.78	32.55	41.71	36.67	34.86	36.09	37.93
yoy	17.4%	13.3%	-39.3%	49.5%	28.1%	-12.1%	-4.9%	3.5%	5.1%
化机浆	15.68	15.83	17.87	18.27	19.94	18.39	17.08	17.58	19.34



yoy	32.1%	1.0%	12.9%	2.3%	9.1%	-7.8%	-7.1%	2.9%	10.0%
化学浆	2.33	0.27	0.96	1.50	33.60	17.53	13.50	13.70	13.90
yoy		-88.4%	254.9%	56.3%	2140.4%	-47.8%	-23.0%	1.5%	1.5%
电及蒸汽	7.89	8.06	7.95	10.72	19.95	18.07	17.35	17.69	17.87
yoy		8.8%	2.1%	-1.3%	34.9%	86.1%	-9.4%	-4.0%	2.0%
化工产品	0.03	0.12	0.15	0.13	0.22	1.86	3.72	3.83	3.94
yoy		328.4%	22.1%	-12.5%	65.9%	744.9%	100.0%	3.0%	3.0%
其他	1.28	1.54	1.42	5.34	4.92	3.11	4.35	3.91	3.52
yoy		1.2%	19.9%	-7.7%	276.4%	-7.8%	-36.9%	40.0%	-10.0%
分产品成本									
非涂布文化用纸	52.40	53.71	55.87	72.88	90.60	110.96	115.54	115.41	114.96
yoy		23.5%	2.5%	4.0%	30.4%	24.3%	22.5%	4.1%	-0.1%
铜版纸	28.58	25.12	26.17	32.90	26.96	30.55	33.52	33.93	34.27
yoy		-4.6%	-12.1%	4.2%	25.7%	-18.1%	13.3%	9.7%	1.2%
包装纸	26.47	32.82	35.52	83.85	94.24	84.03	93.97	112.99	127.94
yoy		38.2%	24.0%	8.2%	136.1%	12.4%	-10.8%	11.8%	20.2%
淋膜原纸	6.50	6.44	6.05	12.50	14.71	12.05	9.23	9.03	9.04
yoy		24.1%	-1.0%	-6.1%	106.8%	17.6%	-18.1%	-23.4%	-2.1%
生活用纸	6.99	6.97	6.07	8.22	13.93	17.54	20.16	22.36	24.42
yoy		15.2%	-0.3%	-12.9%	35.3%	69.6%	25.9%	15.0%	10.9%
溶解浆	25.24	31.56	22.55	25.08	32.25	30.78	28.17	29.06	30.58
yoy		18.5%	25.1%	-28.6%	11.2%	28.6%	-4.6%	-8.5%	3.2%
化机浆	11.61	12.30	14.22	14.40	15.87	14.33	13.40	13.93	15.42
yoy		23.9%	6.0%	15.5%	1.3%	10.2%	-9.7%	-6.5%	4.0%
化学浆	1.69	0.23	1.07	1.60	28.94	14.47	11.00	11.11	11.22
yoy		-86.1%	357.1%	49.8%	1706.5%	-50.0%	-24.0%	1.0%	1.0%
电及蒸汽	5.98	5.93	5.49	8.80	15.85	14.11	12.84	13.10	13.23
yoy		14.7%	-0.8%	-7.5%	60.3%	80.2%	-11.0%	-9.0%	2.0%
化工产品	0.03	0.11	0.14	0.12	0.21	1.64	3.26	3.35	3.45
yoy		335.6%	19.5%	-11.6%	72.2%	689.0%	98.0%	3.0%	3.0%
其他	1.14	1.11	0.78	4.03	3.79	2.15	2.79	2.93	2.78
yoy		15.3%	-3.0%	-29.8%	417.1%	-6.0%	-43.3%	30.0%	-5.0%
分产品毛利率									
非涂布文化用纸	27.3%	27.3%	22.5%	16.0%	16.6%	16.6%	14.8%	16.4%	17.6%
铜版纸	28.5%	27.5%	25.4%	19.7%	15.1%	12.9%	14.5%	15.1%	15.5%
包装纸	11.1%	18.9%	16.4%	15.4%	10.2%	14.7%	12.1%	9.8%	10.7%
淋膜原纸	26.2%	26.3%	26.7%	22.3%	12.3%	4.7%	14.6%	15.2%	15.9%
生活用纸	14.7%	15.4%	22.8%	4.1%	9.1%	14.4%	12.7%	15.6%	17.2%
溶解浆	20.3%	12.0%	-3.5%	23.0%	22.7%	16.1%	19.2%	19.5%	19.4%
化机浆	26.0%	22.3%	20.4%	21.2%	20.4%	22.1%	21.6%	20.8%	20.3%
化学浆	27.7%	13.5%	-11.4%	-6.8%	13.9%	17.4%	18.5%	18.9%	19.3%
电及蒸汽	24.2%	26.4%	31.0%	18.0%	20.5%	21.9%	26.0%	26.0%	26.0%
化工产品	9.1%	7.6%	9.6%	8.7%	5.2%	11.5%	12.4%	12.4%	12.4%
其他	10.7%	27.8%	45.1%	24.6%	23.1%	30.9%	35.9%	25.2%	21.0%

数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

3.2 投资建议



我们选取与公司同属于大宗造纸行业的博汇纸业、岳阳林纸、山鹰国际为可比公司，2025年可比公司平均PE为17X，高于公司的12X。公司作为行业龙头，且管理优势显著，随着林浆纸一体化的稳步推进，公司业绩有望稳定增长。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 18: 可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价（元）		EPS（元）				PE（倍）			
		2025/1/3	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
600966.SH	博汇纸业	4.84	0.14	0.26	0.46	0.65	35.58	18.98	10.45	7.48	
600963.SH	岳阳林纸	4.62	-0.13	-0.02	0.18	0.22	-34.28	-198.28	25.20	20.69	
600567.SH	山鹰国际	1.85	0.03	0.06	0.12	0.17	64.79	30.83	14.88	10.70	
	平均值						50.19	24.91	16.84	12.96	
002078.SZ	太阳纸业	14.35	1.10	1.10	1.17	1.38	13.00	13.07	12.24	10.42	

数据来源：ifind一致预期，华福证券研究所

4 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）下游需求不及预期风险。公司营收占比较高的纸种为文化纸，当下游出版行业需求收窄、学龄青少年数量减少导致教辅教材需求量下滑时，公司文化纸销量将受到影响，继而影响公司业绩。

（3）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。

（4）产能建设进度不及预期风险。公司目前在建项目较多，前期资本投入较大，若由于不可抗力或行业变化导致产能建设进度不及预期，可能影响公司未来生产经营情况。



图表 19: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,495	8,129	8,665	9,203	营业收入	39,544	40,647	43,323	46,015
应收票据及账款	2,323	2,313	2,475	2,544	营业成本	33,261	34,388	36,720	38,731
预付账款	576	585	661	620	税金及附加	220	236	238	230
存货	4,574	5,469	5,840	5,020	销售费用	154	163	165	161
合同资产	0	0	0	0	管理费用	957	967	1,031	1,081
其他流动资产	2,900	2,845	3,423	3,175	研发费用	929	915	979	1,040
流动资产合计	12,868	19,341	21,063	20,561	财务费用	760	584	565	528
长期股权投资	277	277	277	277	信用减值损失	-10	-11	0	0
固定资产	33,966	32,767	33,127	33,363	资产减值损失	-67	-9	-60	-50
在建工程	573	1,273	2,473	2,573	公允价值变动收益	18	-10	-2	2
无形资产	1,883	2,020	2,158	2,218	投资收益	21	15	20	19
商誉	19	19	19	19	其他收益	70	0	0	0
其他非流动资产	964	989	1,016	1,021	营业利润	3,296	3,310	3,583	4,215
非流动资产合计	37,683	37,345	39,071	39,471	营业外收入	31	31	31	31
资产合计	50,551	56,686	60,134	60,033	营业外支出	8	42	42	42
短期借款	8,079	11,805	11,828	8,339	利润总额	3,320	3,299	3,572	4,204
应付票据及账款	4,815	5,433	6,132	6,429	所得税	219	214	279	336
预收款项	0	0	0	0	净利润	3,101	3,085	3,294	3,868
合同负债	581	732	780	828	少数股东损益	15	15	16	19
其他应付款	800	800	800	800	归属母公司净利润	3,086	3,069	3,277	3,849
其他流动负债	2,605	2,608	2,621	2,631	EPS (按最新股本摊薄)	1.10	1.10	1.17	1.38
流动负债合计	16,879	21,378	22,160	19,027					
长期借款	6,702	6,642	6,692	6,742					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	814	814	814	814					
非流动负债合计	7,516	7,456	7,506	7,556					
负债合计	24,395	28,835	29,667	26,583					
归属母公司所有者权益	26,051	27,732	30,331	33,295					
少数股东权益	104	119	136	155					
所有者权益合计	26,155	27,852	30,467	33,450					
负债和股东权益	50,551	56,686	60,134	60,033					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	6,617	5,526	5,832	8,232
现金收益	6,042	6,149	6,277	6,857
存货影响	765	-895	-371	820
经营性应收影响	254	9	-178	22
经营性应付影响	-340	618	699	297
其他影响	-103	-356	-595	235
投资活动现金流	-4,769	-2,136	-4,126	-2,841
资本支出	-4,689	-2,118	-4,116	-2,858
股权投资	-21	0	0	0
其他长期资产变化	-58	-18	-10	16
融资活动现金流	-1,846	2,244	-1,171	-4,852
借款增加	-193	3,667	73	-3,439
股利及利息支付	-1,154	-1,314	-1,577	-1,727
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-499	-109	334	315

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-0.6%	2.8%	6.6%	6.2%
EBIT 增长率	4.6%	-4.8%	6.5%	14.4%
归母公司净利润增长率	9.9%	-0.5%	6.8%	17.4%
获利能力				
毛利率	15.9%	15.4%	15.2%	15.8%
净利率	7.8%	7.6%	7.6%	8.4%
ROE	11.8%	11.0%	10.8%	11.5%
ROIC	9.5%	8.1%	8.2%	9.4%
偿债能力				
资产负债率	48.3%	50.9%	49.3%	44.3%
流动比率	0.8	0.9	1.0	1.1
速动比率	0.5	0.6	0.7	0.8
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.8
应收账款周转天数	19	17	17	17
存货周转天数	54	53	55	50
每股指标 (元)				
每股收益	1.10	1.10	1.17	1.38
每股经营现金流	2.37	1.98	2.09	2.95
每股净资产	9.32	9.92	10.85	11.91
估值比率				
P/E	13	13	12	10
P/B	2	1	1	1
EV/EBITDA	102	101	98	89

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn