

太阳纸业 (002078.SZ)

盈利一枝独秀，周期成长共舞

优于大市

核心观点

穿越周期的造纸龙头。公司是大型综合造纸龙头，四十年坚守主业，在林浆纸产业链上延伸和拓展业务，横向规模化、纵向一体化，主要产品文化纸、牛皮箱板纸与溶解浆收入占比 42.5%/24.8%/9.3%，具备规模与品牌优势。2014-2023 年公司收入与净利润复合增速 15.9%、23.3%，截至 2023 年，纸浆合计总产能超 1200 万吨，具备熨平造纸行业周期性波动的能力。

造纸行业：供需改善，短期有望回归动态平衡。2024 年行业需求弱复苏，长期供需矛盾仍存但短期供需有望回归动态平衡，供给端受益于龙头暂时停产而改善，需求有望迎来顺周期下的积极复苏，行业处于周期底部蓄势向上阶段。其中文化纸需求刚性，新增供给有限，主要由浆价主导盈利变化；箱板纸社零强相关，供给宽松，盈利修复弹性更多在于需求。

太阳纸业：产能有序扩张，周期与成长的共振。公司以产能的稳步扩张抵抗了造纸周期，显现出在周期中的成长性特征。2022-2024 年广西北海、南宁一期项目相继顺利投产，2025 年仍处于此轮产能扩张周期中，其中：1) 山东颜店&兖州：颜店 3.7 万吨特种纸基新材料项目预计将于 2025H1 投产，兖州 14 万吨特种纸项目二期工程已开工建设，2) 广西南宁：一期 100 万吨高档包装纸、二期 40 万吨特种纸+35 万吨漂白化学木浆+15 万吨机械木浆预计 2025 年底陆续试产，30 万吨生活用纸二期项目也在规划中。

渐入佳境：盈利一枝独秀，太阳竞争力持续显现。成本控制是行业竞争胜负手：造纸为传统的强周期性行业，需求与宏观经济息息相关，同时由于产能存在一定滞后，供需变化与错配带来浆、纸价波动，形成利润的周期性变化。2022 年以来造纸行业处于需求收缩、供给冲击与大宗价格高涨的周期底部，纸企盈利大幅波动且普遍承压。**盈利一枝独秀的太阳：**公司近 3 年利润率维持在 7-9%，其背后是管理层的高瞻远瞩与公司内外兼修的综合实力。其一，内部精细化管理提效控费；其二，多元化产品配置，调结构提毛利；其三，三大基地布局、原料自制率提升与高效生产优化成本；展望后续，老挝林木资源的布局将有望进一步内化外部成本，奠定中长期利润优势。

盈利预测与估值：公司是大型综合造纸龙头，盈利穿越周期，扩产能显成长。预计 2024-26 年归母净利润 28.9/32.9/39.2 亿元，同比-6.4%/14.1%/19.1%，摊薄 EPS=1.03/1.18/1.40 元，对应 PE=13.9/12.2/10.2x，通过多角度估值，预计公司合理股价 16.5-18.9 元/股，维持“优于大市”评级。

风险提示：汇率及原材料价格波动；价格提振不及预期；下游需求不及预期。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	39,767	39,544	41,412	43,452	48,996
(+/-%)	24.3%	-0.6%	4.7%	4.9%	12.8%
净利润(百万元)	2809	3086	2887	3293	3924
(+/-%)	-5.0%	9.9%	-6.4%	14.1%	19.1%
每股收益(元)	1.01	1.10	1.03	1.18	1.40
EBIT Margin	9.8%	10.2%	10.1%	10.4%	11.0%
净资产收益率 (ROE)	12.2%	11.8%	10.4%	11.1%	12.4%
市盈率 (PE)	14.3	13.0	13.9	12.2	10.2
EV/EBITDA	10.9	10.4	10.5	9.6	8.3
市净率 (PB)	1.74	1.54	1.44	1.36	1.26

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

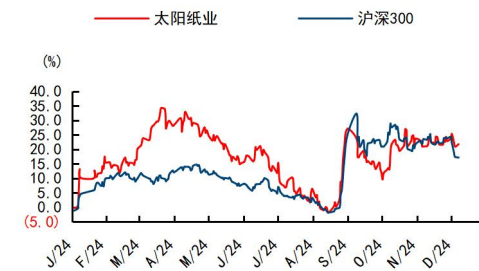
轻工制造·造纸

证券分析师：陈伟奇 0755-81982606 chenweiqi@guosen.com.cn S0980520110004
 证券分析师：王兆康 0755-81983063 wangzk@guosen.com.cn S0980520120004
 证券分析师：邹会阳 0755-81981518 zouhuiyang@guosen.com.cn lijing29@guosen.com.cn S0980523020001
 联系人：李晶

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
 合理估值 16.50 - 18.90 元
 收盘价 14.45 元
 总市值/流通市值 40381/40103 百万元
 52 周最高价/最低价 16.56/11.36 元
 近 3 个月日均成交额 344.03 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《太阳纸业 (002078.SZ) - 2024 年三季度报点评：三季度营收稳健，资产处置短期影响利润》——2024-11-07
- 《太阳纸业 (002078.SZ) - 2024 年半年报点评：营收稳健，扣非利润增长较好，产能稳步推进》——2024-09-02
- 《太阳纸业 (002078.SZ) - 2023 年年报点评：Q4 业绩高增，林浆纸一体化优势夯实》——2024-04-11
- 《太阳纸业 (002078.SZ) - 2023 年中报点评：二季度盈利能力环比改善，产业链一体化有力推进》——2023-08-31
- 《太阳纸业 (002078.SZ) - 归母净利润下滑 5%，浆价高位致盈利承压》——2023-04-23

内容目录

太阳纸业：穿越周期的造纸龙头	6
1.1 太阳纸业：倍道兼行的综合性造纸龙头	6
1.2 经营复盘：产能扩张驱动成长，内外兼修盈利稳健	9
周期成长：行业短期供需改善，扩产能显成长	11
2.1 造纸周期：供需改善，短期有望回归动态平衡	11
2.1.1 文化纸：需求刚性，新增供给有限，浆价主导盈利变化	13
2.1.2 箱板纸：社零强相关，供给宽松，盈利修复弹性在于需求	15
2.2 太阳纸业：产能有序扩张，周期与成长的共振	17
渐入佳境：盈利一枝独秀，太阳竞争力持续显现	19
3.1 管理出众：ROE 优异，精细化管理提效控费	20
3.2 产品特点：多元化配置，调结构提毛利	21
3.3 成本优势一：三大基地布局，原料自给率持续提升	25
3.4 成本优势二：高效生产，单吨原料能源折旧成本低	29
3.5 成本优势三：布局林木，林浆纸一体奠定长期优势	32
盈利预测	33
假设前提	33
未来 3 年业绩预测	35
盈利预测的敏感性分析	35
估值与投资建议	36
绝对估值：以 FCFE 方法得到合理股价为 15.4-20.1 元	36
相对估值：通过 PE 估值法得到合理股价为 16.5-18.9 元	37
投资建议	39
风险提示	40
附表：财务预测与估值	42

图表目录

图 1: 太阳纸业历史复盘: 四十年坚守造纸主业, 全产业链延伸布局	6
图 2: 太阳纸业股价复盘: 与宏观经济、造纸周期与公司业绩等相关性高	7
图 3: 短期看浆价斜率是最重要的启动信号, 终端需求决定行情持续性	8
图 4: 太阳纸业股权结构: 实控人及其家族合计持股约 45%	8
图 5: 2014-2023 年太阳纸业收入年复合增速 15.9%	9
图 6: 2014-2023 年归母净利润年复合增速 23.3%	10
图 7: 2022 年以来公司毛利率与净利率底部企稳回升	10
图 8: 分产品毛利率: 浆产品较纸制品盈利波动更大	11
图 9: 公司期间费用率控制优异	11
图 10: 造纸周期复盘: 当前或已进入需求弱复苏下的主动补库阶段	12
图 11: 细分纸种供需格局与盈利状态: 文化纸>箱板瓦楞纸>白卡	12
图 12: 晨鸣纸业在文化纸与白卡的产能市占率较高	13
图 13: 2024/12 以来文化纸与白卡纸价企稳回升	13
图 14: 2024 年以来文化纸先涨后跌, 12 月小幅回升	13
图 15: 文化纸库存自 2023Q3 持续攀升	13
图 16: 2024 年浆、纸价差走势造成文化纸生产毛利收窄	14
图 17: 2024H2 文化纸产能利用率大幅下滑	14
图 18: 双胶纸供需平衡表	14
图 19: 铜版纸供需平衡表	14
图 20: 2024-2025 年双胶纸投产规划	15
图 21: 2024Q1-Q3 包装纸价弱势盘整, Q4 纸价提涨	15
图 22: 2024Q4 箱板瓦楞纸厂内库存下降、开工率上行	15
图 23: 箱板瓦楞纸月度供需差 (万吨)	16
图 24: 2024Q4 国补政策刺激下包装纸需求积极复苏	16
图 25: 2024Q4 箱板瓦楞纸生产毛利环比改善	16
图 26: 2024 年废旧黄板纸价格低位盘整, 2024Q4 小幅上行	16
图 27: 2024-2026 年箱板瓦楞纸产能规划	16
图 28: 箱板瓦楞纸下游与社零强相关, 包括餐饮、家电等	17
图 29: 2022-2025 年太阳纸业产能规划: 主要集中于广西北海、广西南宁与山东颜店基地	18
图 30: 太阳纸业收入结构 (2024H1)	18
图 31: 太阳纸业毛利结构 (2024H1)	18
图 32: 太阳纸业净利润维持在行业较高水平	19
图 33: 太阳纸业净利率高于行业且相对稳定	19
图 34: 太阳纸业毛利率维持在行业较高水平	19
图 35: 太阳纸业期间费用率低于行业平均	19
图 36: 太阳纸业高盈利能力、高资产周转率、低资产负债率	20
图 37: 太阳纸业各项费用率均明显低于行业竞对 (2024Q1-Q3)	20

图 38: 太阳纸业产品结构丰富, 多元化配置	21
图 39: 文化纸格局相对较优, 白卡新进入者较多, 箱板瓦楞纸受进口冲击, 生活用纸集中度低	21
图 40: 文化纸价随成本与供需变化而波动	22
图 41: 箱板瓦楞纸、白卡纸价相对低迷	22
图 42: 公司根据市场需求、景气度灵活转产溶解浆与化学浆	22
图 43: 公司根据市场景气度在文化纸与箱板纸之间灵活转产	22
图 44: 公司文化纸毛利率处于行业领先水平	23
图 45: 公司文化纸销售均价处于行业较高水平	23
图 46: 公司箱板纸毛利率优于行业	24
图 47: 公司箱板纸定位高端, 销售价格明显提升	24
图 48: 2024 年以来美废价格走势偏强, 成本优势收窄	24
图 49: 2022 年全球溶解浆主要产地及产量分布	25
图 50: 2022 年太阳纸业溶解浆产能占国内的 19%	25
图 51: 太阳纸业溶解浆收入及毛利	25
图 52: 太阳纸业的山东、广西与老挝三大基地布局	26
图 53: 老挝林地资源丰富, 森林覆盖率超 70%	27
图 54: 老挝人力成本处于较低水平	27
图 55: 广西森林覆盖率约 63%, 处于全国第一梯队	28
图 56: 广西林木资源丰富且靠近港口, 木片采购价格便宜	28
图 57: 公司细分纸种成本拆分	30
图 58: 公司能源采购价格具备优势	30
图 59: 公司电及蒸汽收入、毛利与毛利率	30
图 60: 公司文化纸吨原料成本较低	31
图 61: 公司文化纸吨能源成本较低	31
图 62: 公司箱板纸吨原料成本较低	31
图 63: 公司箱板纸吨能源成本较低	31
图 64: 公司产能利用率处于行业较高水平	31
图 65: 公司吨折旧成本低于行业	31
图 66: 全球森林资源集中在俄罗斯、北美与拉美等地区	32
图 67: 全球主要商品浆厂产能 CR10 达 69% (2022 年)	32
图 68: 公司原木及木片采购量 (万吨)	32
图 69: 公司原木及木片采购均价 (元/吨)	32
图 70: 老挝林地资源分布	33
图 71: 太阳纸业 PE 复盘: 顺周期阶段估值提升	38

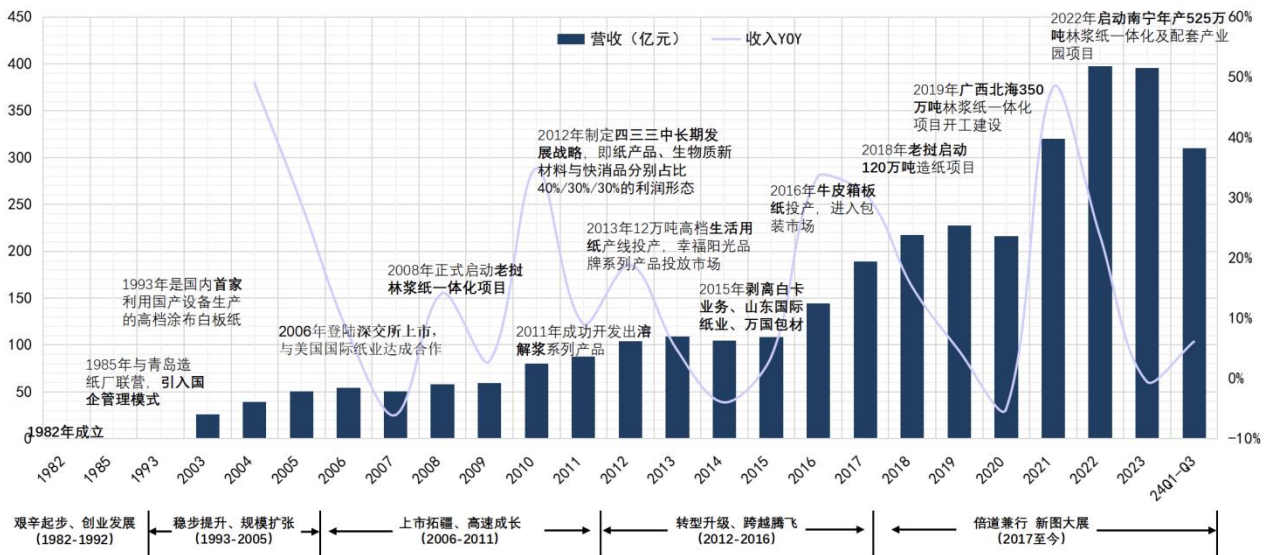
表1: 太阳纸业三大生产基地 (2023)	6
表2: 太阳纸业产能布局	7
表3: 太阳纸业管理层履历丰富	9
表4: 文化纸、箱板瓦楞纸与溶解浆是公司三大核心品类	10
表5: 公司包装纸原料供给概况	23
表6: 山东基地产能梳理	26
表7: 老挝基地产能梳理	27
表8: 公司老挝基地享有税收优惠	27
表9: 广西基地产能梳理	28
表10: 广西基地享有税收优惠	28
表11: 公司木浆自给率持续提升	29
表12: 太阳纸业收入分业务拆分	34
表13: 未来3年盈利预测表	35
表14: 情景分析 (乐观、中性、谨慎)	35
表15: 公司盈利预测假设条件 (%)	36
表16: 资本成本假设	36
表17: 公司 FCFE 估值表	36
表18: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	37
表19: 可比公司具体概况	37
表20: 同类公司估值比较	38

太阳纸业：穿越周期的造纸龙头

1.1 太阳纸业：倍道兼行的综合性造纸龙头

大型综合造纸龙头，四十年坚守主业、砥砺前行。太阳纸业成立于1982年，2006年在深交所上市，2008年启动老挝林浆纸一体化项目，开启国际化战略，2012年制定四三三中长期战略，即纸产品、生物质新材料与快消品各占40%/30%/30%的利润格局。公司四十余年坚守造纸主业，横向规模化、纵向一体化，在林浆纸产业链上延伸和拓展业务，主要产品文化纸、牛皮箱板纸与溶解浆等市占率较高，规模与品牌优势突出，截至2023年末，公司纸、浆合计总产能超1200万吨，具备熨平造纸行业周期性波动的能力。

图1：太阳纸业历史复盘：四十年坚守造纸主业，全产业链延伸布局



资料来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

产品多元化，三大基地南北呼应、内外联动。公司产品包括文化纸、包装纸、生活原纸、特种纸与各类浆产品等，其中溶解浆全部外售、其他浆种基本自用或销售给关联公司。三大生产基地布局形成攻守兼备的能力，山东基地服务北方市场，广西基地服务南方市场，老挝基地定位为原料基地。

表1：太阳纸业三大生产基地（2023）

基地	纸产能	浆产能
山东基地	公司总部，包括济宁兖州本部、颜店厂区、邹城宏河三大园区，合计413万吨纸产能+250万吨浆产能	120万吨化机浆+10万吨化学浆+40万吨半化学浆+20万吨本色浆+10万吨木屑浆+50万吨溶解浆
广西基地	北海（2019年启动）与南宁（2022年启动）双园区。合计232万吨纸产能+165万吨浆产能	105万吨非涂布文化纸+27万吨生活用纸+100万吨牛皮箱板纸
老挝基地	合计80万吨纸产能+70万吨浆产能，纸浆林种植保有面积达6万公顷，同时将以每年新增1-1.2万公顷80万吨高档包装纸种植规模稳步推进速生林建设	20万吨化机浆+95万吨化学浆+50万吨本色浆 30万吨溶解浆+40万吨再生纤维浆板+15万吨本色化机浆（暂未投产）

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理与测算

表2: 太阳纸业产能布局

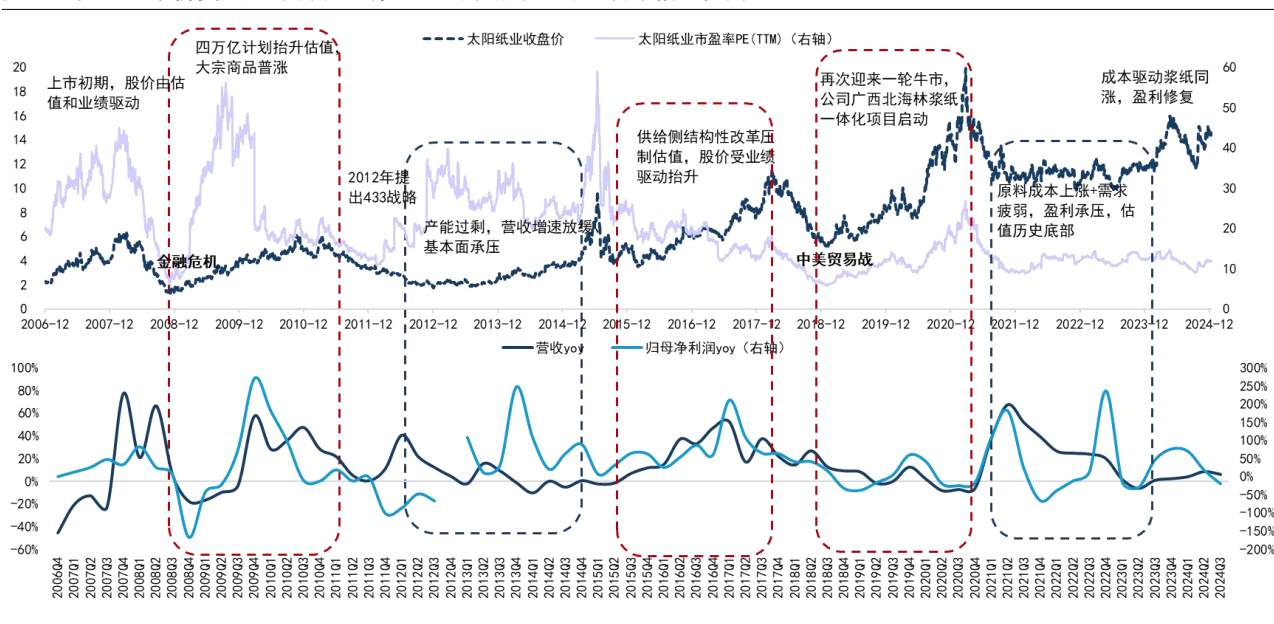
产能	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
非涂布文化纸	90	90	120	120	120	140	160	160	216	236
铜版纸	80	80	80	80	100	80	80	80	80	80
生活用纸	12	12	12	12	12	12	12	12	24	39
淋膜原纸	20	20	20	20	20	20	20	20	20	30
牛皮箱板纸			80	80	160	140	140	240	240	340
纸产能合计	202	202	312	312	392	392	412	512	580	725
化机浆	70	70	70	70	90	90	120	120	140	140
化学浆	30	30	-	10	10	10	10	20	105	105
半化学浆	-	-	-	-	20	20	20	40	40	40
本色浆	-	-	-	-	-	-	-	20	20	85
木屑浆	-	-	-	-	-	10	10	10	10	10
溶解浆	30	30	50	50	80	80	80	80	80	80
废纸浆	-	-	-	-	-	40	40	40	40	40
浆产能合计	100	100	120	130	200	250	280	330	435	500
纸浆总产能	302	302	432	442	592	642	692	842	1015	1225

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

股价复盘: 长期与宏观经济、造纸周期相关性高, 短看浆价斜率变化下的业绩弹性。历史上看公司股价波动与宏观经济周期、造纸周期等相关, 股价低位拐点基本为主动去库到被动去库的拐点, 即需求复苏; 高点为主动补库后期, 即需求回落。下行区间估值 PE 中枢 10-12 倍, 上行 PE 中枢 17-18 倍。

近两年以浆价触底+斜率转正为启动信号, 终端纸价(表面是即期利润, 背后是供需矛盾)决定了行情的持续性。1) 2023/6 以来, 需求回暖拉动囤浆补库需求, 叠加海外罢工、山火与浆厂停机减产等供应扰动, 驱动木浆价格上行; 2) 2024/2 以来, 浆价由于红海事件、海外罢工与停机检修等带来的短期供给波动和欧洲需求回暖而上涨。在原料成本支撑走强下文化纸等纸种提涨顺利, 浆、纸价剪刀差扩大, 推动公司盈利修复与股价上行。

图2: 太阳纸业股价复盘: 与宏观经济、造纸周期与公司业绩等相关性高



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

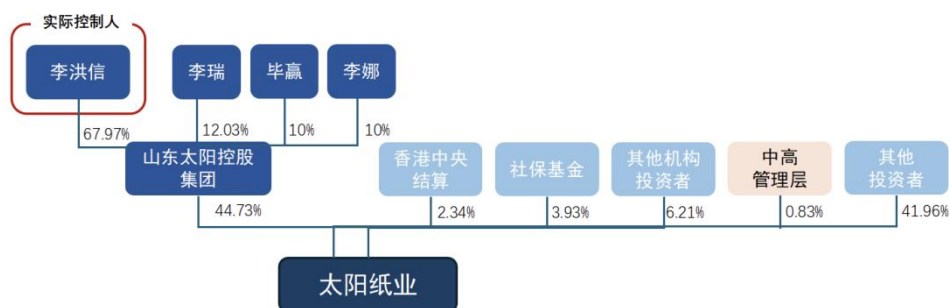
图3: 短期看浆价斜率是最重要的启动信号, 终端需求决定行情持续性



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

民营控股，股权相对集中，稳定、优秀的管理团队是公司核心资产。截至 2024Q3，山东太阳控股集团持股比例 44.7%，为公司控股股东；创始人李洪信先生通过太阳控股间接持有公司 30.4% 股权，为实际控制人。公司拥有一支经过长期磨合形成的专业且稳定的中高层管理团队，拥有 20-30 年造纸行业经验且具备国际视野，上市以来的 4 轮股权激励顺利实施、绑定利益。2024 年 11 月，新一代管理者李娜正式接替李洪信出任董事长，将有望引领公司迈上新台阶。

图4: 太阳纸业股权结构: 实控人及其家族合计持股约 45%



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

注: 中高层管理层包括应广东 (0.18%)、刘泽华 (0.17%)、王宗良 (0.12%)、陈文俊 (0.11%)、庞福成 (0.09%)、曹衍军 (0.08%) 等。

表3: 太阳纸业管理层履历丰富

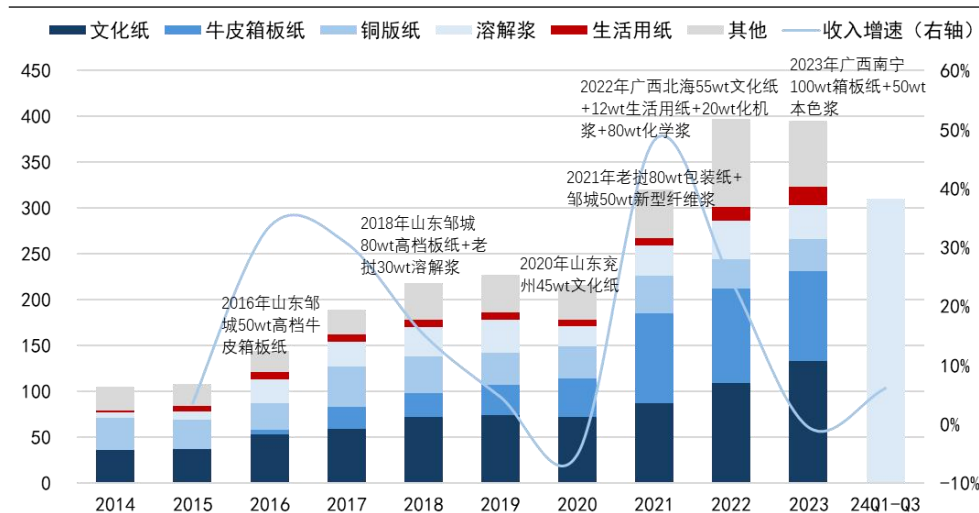
姓名	职位	学历	工作经历
李洪信	前董事长 (2024/11 离任)	大学学历、高级经济师	曾任兖州造纸厂技术科长/厂长/山东太阳纸业集团总公司董事长
李娜	董事长	法学博士	2011 年加入公司, 曾任公司副总经理
刘泽华	总经理	本科学历、高级工程师	1995 年加入公司, 历任公司工艺员、技术科长、技术处长、兖州天颐纸业有限公司总经理, 公司副总工程师, 公司生产经理
王宗良	副总经理、财务总监	本科学历, 高级会计师	1985 年加入公司, 历任公司核算员, 财务出纳会计、核算会计、财务处副处长等
应广东	副总经理、总工程师	本科学历, 教授级高级会计师	1999 年加入公司
杨林娜	本科学历	营销中心销售核算经理	1999 年加入公司, 历任公司营销部记账员、记账科科长、核算部经理
陈文俊	副总经理	大学学历	1989 年加入公司, 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	大学学历, 工程师	1995 年加入公司, 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
庞福成	副总经理、董事会秘书	大学学历	1995 年加入公司, 历任公司总经办科员、企管处副处长、证券部经理、证券事务代表

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

1.2 经营复盘: 产能扩张驱动成长, 内外兼修盈利稳健

逆周期扩产能, 驱动收入增长。公司收入从 2014 年的 104.6 亿增长至 2023 年的 395.4 亿, 年复合增速 15.9%, 2024Q1-Q3 收入同比+6.1%至 309.8 亿, 纸浆产品产销两旺。从 2016-2018 年山东邹城与兖州基地扩产, 到 2018-2021 年老挝基地投产, 再到 2022-2024 年广西北海、南宁园区产能陆续释放, 伴随多轮产能扩张, 公司收入端展现较强成长性, 在近年行业需求收缩与预期转弱的周期底部依然实现了超越行业的稳健增长。

图5: 2014-2023 年太阳纸业收入年复合增速 15.9%



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

文化纸、牛皮箱板纸与溶解浆为三大核心品类。文化纸为公司传统优势产品, 2016 年拓展牛皮箱板纸并快速成长为第二大品类, 溶解浆可根据市场情况调整灵活转产化学浆, 2023 年公司文化纸(非涂布+铜版纸)、牛皮箱板纸与溶解浆收入占比分别为 42.5%/24.8%/9.3%。

表4: 文化纸、箱板瓦楞纸与溶解浆是公司三大核心品类

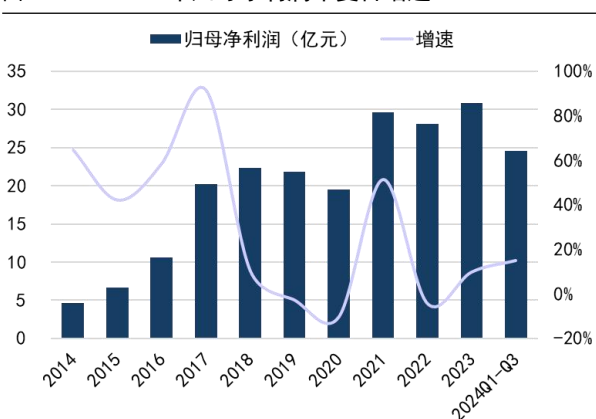
收入(亿元)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
非涂布文化纸	36.1	36.6	52.6	59.0	72.1	73.9	72.1	86.7	108.6	133.1
yoy		1.3%	43.9%	12.1%	22.2%	2.5%	-2.4%	20.3%	25.2%	22.6%
铜版纸	34.7	32.1	29.5	44.5	40.0	34.6	35.1	41.0	31.8	35.1
yoy		-7.4%	-8.2%	51.0%	-10.2%	-13.3%	1.3%	16.8%	-22.5%	10.4%
生活用纸	1.7	6.1	7.3	7.2	8.2	8.2	7.9	8.6	15.3	20.5
yoy		259.4%	19.3%	-1.0%	13.4%	0.5%	-4.5%	9.0%	78.8%	33.7%
淋膜原纸	6.7	7.1	6.8	7.0	8.8	8.7	8.3	16.1	16.8	12.6
yoy		6.9%	-4.9%	3.0%	26.6%	-0.8%	-5.5%	94.9%	4.1%	-24.6%
牛皮箱板纸			5.1	23.9	26.4	33.6	41.7	98.7	103.9	98.1
yoy				372.7%	10.4%	27.4%	24.1%	136.6%	5.3%	-5.6%
瓦楞原纸					3.4	6.9	0.8	0.4	1.0	0.5
yoy						103.0%	-89.1%	-48.0%	143.6%	-51.7%
化机浆	9.9	8.1	9.5	11.9	15.7	15.8	17.6	18.3	19.9	18.4
yoy		-18.4%	17.4%	24.8%	32.1%	1.0%	11.3%	3.7%	9.1%	-7.8%
化学浆					2.3	0.3	1.0	1.5	33.6	17.5
yoy						-88.4%	254.9%	56.3%	2140.4%	-47.8%
溶解浆	6.2	9.0	26.1	27.0	31.7	35.9	21.8	32.6	41.7	36.7
yoy		44.7%	191.7%	3.1%	17.4%	13.3%	-39.3%	49.4%	28.1%	-12.1%
合计收入	103.4	108.3	144.6	188.9	217.7	227.6	215.9	320.0	397.7	395.4
yoy		4.7%	33.5%	30.7%	15.2%	4.6%	-5.2%	48.2%	24.3%	-0.6%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

内外兼修, 利润率稳定, 盈利穿越周期。公司归母净利润从2014年的4.7亿增长至2023年的30.9亿, 年复合增速23.3%; 2024Q1-Q3归母净利润同比+15.1%至24.6亿, 其中广西六景固定资产处置损失约1.8亿, 短期拖累利润。

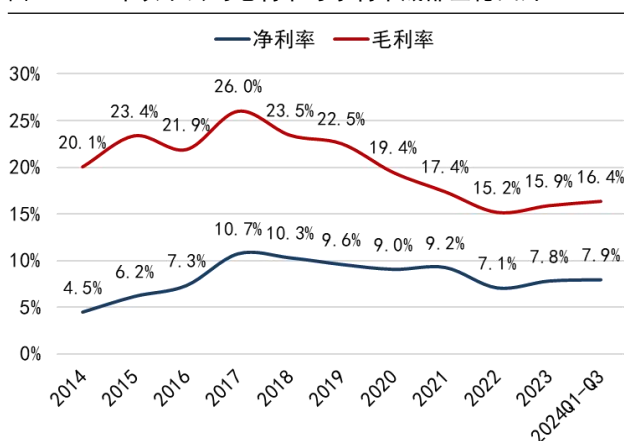
公司毛利率自2017年达到高点26%后下行, 主要系1) 纸浆、煤炭等大宗成本上涨与市场供应增加带来的竞争加剧, 2) 处于产能爬坡期的相对低毛利率产品线如箱板瓦楞纸、溶解浆等收入占比提升, 以及3) 2020年起运费调整至成本项。自2022年以来公司毛利率已企稳回升。在精细化运营下费率控制优异, 期间费用率从2014年的12.7%下降至6-7%左右, 有效对冲了毛利率下行的压力。整体看公司盈利能力稳定, 近三年净利率维持在7%-8%区间, 穿越周期。

图6: 2014-2023年归母净利润年复合增速23.3%



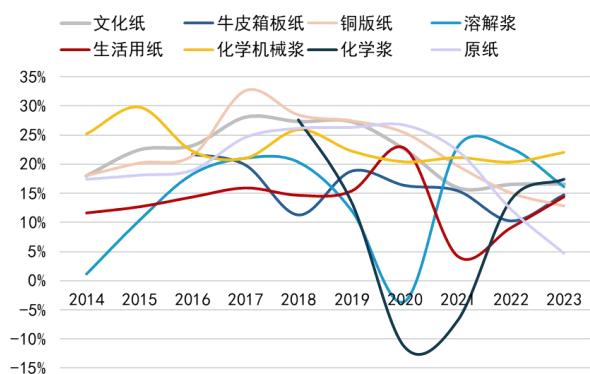
资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图7: 2022年以来公司毛利率与净利率底部企稳回升



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

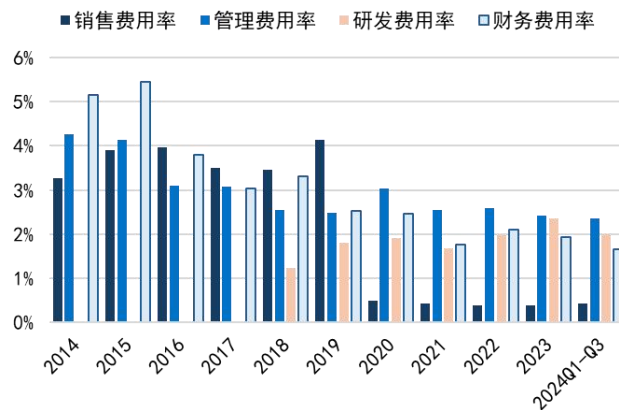
图8：分产品毛利率：浆产品较纸制品盈利波动更大



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

注：2020-2021年溶解浆、化学浆毛利率下降主要系市场价格低，交替生产溶解浆与化学浆，产能利用率出现较大波动。

图9：公司期间费用率控制优异



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

注：2020年执行新收入准则，销售费用中的运费调整至营业成本

周期成长：行业短期供需改善，扩产能显成长

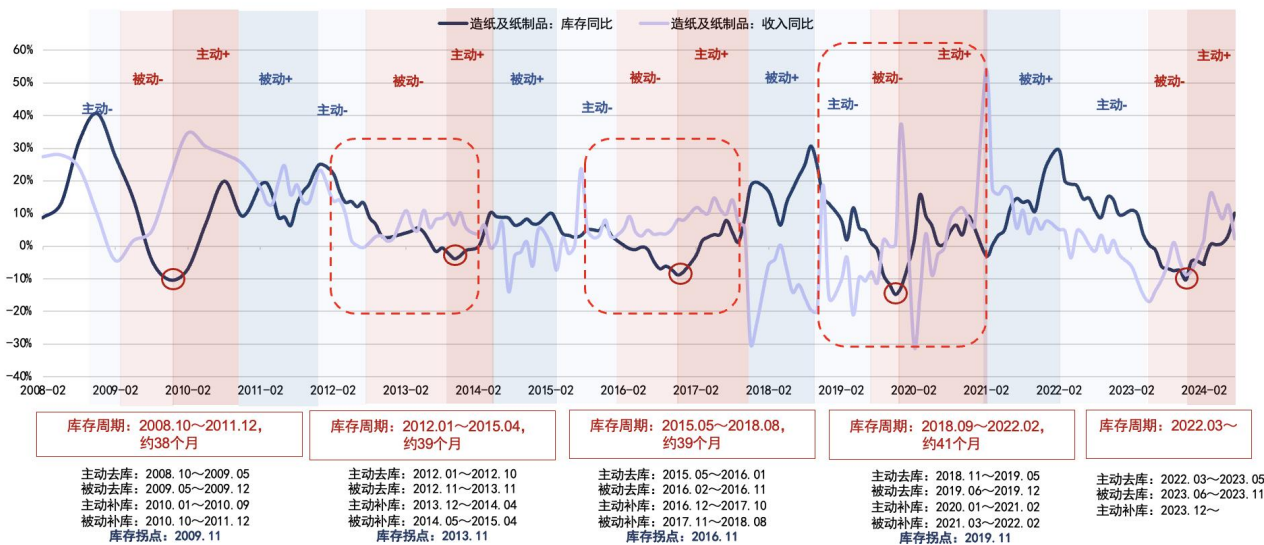
造纸周期的核心驱动是需求，周期的变化是通过库存和供给形成的协调。2024年行业需求弱复苏、供需矛盾仍存，仍在周期底部蓄势向上阶段，短期看供给端由于龙头停产而改善，需求有望受益于顺周期复苏，利好供需回归动态平衡。2022-2025年太阳纸业此轮产能扩张节奏稳中有序，伴随新增产能释放，公司在周期下的成长性和弹性显现。

2.1 造纸周期：供需改善，短期有望回归动态平衡

我们在此前发布的《造纸行业研究框架·深度复盘：把握顺周期下的需求复苏》报告中已对造纸行业的周期与供需进行了复盘分析：行业的周期性体现为需求与宏观经济景气度显著正相关，因此顺周期属性强；同时由于产能扩张存在滞后性，供需错配形成造纸行业3-4年一轮的库存周期。基于造纸及纸制品收入与库存的动态变化，库存周期可分为主动去库（萧条—库存↓收入↓）→被动去库（复苏—库存↓收入↑）→主动补库（繁荣—库存↑收入↑）→被动补库（衰退—库存↑收入↓）四个阶段，复盘历史，自2008年以来造纸行业已经历4轮完整的库存周期，一轮周期时长约38~41个月。

2022年3月行业开启新一轮周期，本轮被动与主动去库共持续约19个月，2023年底以来行业库存与收入增速回升。我们认为当前造纸行业或已处于需求弱复苏下的主动补库阶段，但由于需求端的复苏尚不明显，更多是对前期近两年时间去库后的拉动式回补需求，因此行业仍处于此轮周期底部蓄势向上阶段。

图10: 造纸周期复盘: 当前或已进入需求弱复苏下的主动补库阶段



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

行业长期供需矛盾仍存。自2021-2022年掀起的造纸行业扩产潮仍在持续影响行业, 相较于需求侧的缓慢复苏与增长, 近两年大规模的产能集中投产将导致行业在一定时间内仍处于供应过剩状态。其中细分纸种的供需格局表现差异, 文化纸供需相对平衡, 箱板瓦楞纸其次, 而白卡纸则由于近两年的产能集中释放而供需表现最弱。

图11: 细分纸种供需格局与盈利状态: 文化纸>箱板瓦楞纸>白卡

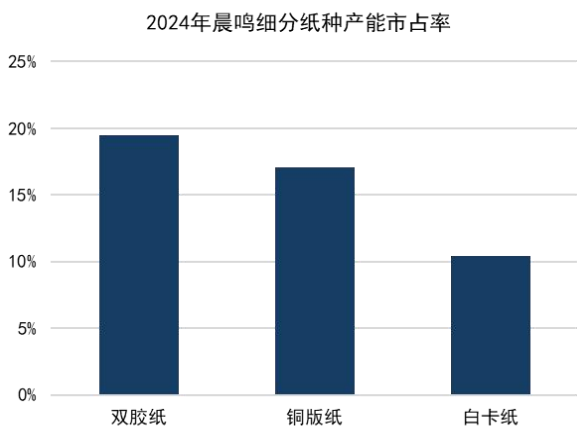
	大宗纸								特种纸
	木浆系				废纸系				装饰原纸/辛格拉纸/热敏纸/复写纸等
	涂布(铜版)	非涂布(双胶)	白卡	生活用纸	箱板纸	瓦楞纸	白板纸	新闻纸	
用途	用于商业宣传印刷、书本封面、高档杂志等	教材、书本内页、印刷刊物等	药品、烟酒、化妆品和3C数码商品包装盒	面巾纸、卷纸和餐巾纸、厕纸	商品外包装, 运输包材的纸箱	商品外包装, 运输包材的纸箱	低端包装盒, 作为白卡的补充	新闻用纸	
2023年产量(万吨)	660	1805	755	1210	2895	2915	1655	80	445
2023年销量(万吨)	513	1711	773	1103	3418	3272	1456	129	280
上游	木浆: 4931wt(其中国产自给2247wt/进口2684wt)				废纸浆: 6435wt(其中国产自给5946wt/进口489wt); 废纸: 国内6737wt/净进口量58wt				木浆
需求	与社会需求关联度高, 包括广告、展会等	教辅教材招标、党政出版订单需求偏刚性	以白代灰, 以纸代塑料势下最具成长性	需求相对平稳增长	经济敏感度高, 下游包括食品饮料、家电电子、服饰箱包、日化快速等	低端且不够环保, 产能逐渐被清退	-	-	垂直细分小市场, 整体增长较快
供给	1) 双胶产能主要集中于亚太、玖龙等龙头, 集中度有进一步上升趋势; 2) 铜版纸产能近年无太大变化。		龙头产能集中释放, 近五年新增产能60%+	环保+成本压力清退中小产能	进口零关税形成量价冲击, 出清中小产能, 产销缺口由进口部分高端箱板纸填补, 低端产能过剩。	生产门槛低、产能分散	-	-	产能规模不大, 在几万吨至几十万吨之间, 与下游客户合作紧密, 以销定产
供需状态	供需宽平衡		供过于求	供需宽平衡	供需宽平衡		-	-	-
竞争格局	CR4约89%: 金光46%、晨鸣17%、太阳15%、华泰11%;	CR4约45%: 晨鸣19%、太阳12%、亚太森博8%、玖龙6%;	CR4约63%: app 23%、博汇14%、太阳14%、玖龙12%;	CR4约27%: 金红叶9%、维达7%、中顺洁柔7%、理文5%;	CR4约53%: 玖龙23%、理文13%、山鹰12%、太阳5%;	CR4约22%: 玖龙11%、金凤凰6%、荣成2%、山鹰3%;	CR4约33%: 玖龙19.4%、理文4%、联盛4%、东莞建晖4%;	-	-
盈利状态	盈利确定性较强, 主要受成本与需求波动影响, 库存浆与现货纸价差波动形成盈利变化		盈利弱, 供给过剩削弱毛利率修复动力	盈利弱, 成本波动与竞争策略影响盈利	盈利弱, 进口冲击与供给宽松导致纸价成本线震荡, 需求弱提价难	盈利弱, 门槛低、格局差	-	-	盈利较大宗纸更优, 细分市场话语权较强
上市公司	太阳纸业、晨鸣纸业、岳阳林纸		博汇纸业	中顺洁柔、维达国际	山鹰国际、理文造纸、玖龙纸业				仙鹤股份、华旺科技、五洲特纸、齐峰新材

资料来源: 公司公告、中国造纸协会、钢联数据, 国信证券经济研究所整理

龙头暂时停产, 短期供需有望回归动态平衡。2024年11月晨鸣宣布暂时停产, 根据公司公告, 停机浆、纸产能703万吨, 占晨鸣总产能的71.7%, 预计影响月度浆纸产量约58万吨、纸销量约35万吨。由于晨鸣在文化纸与白卡中市占率较

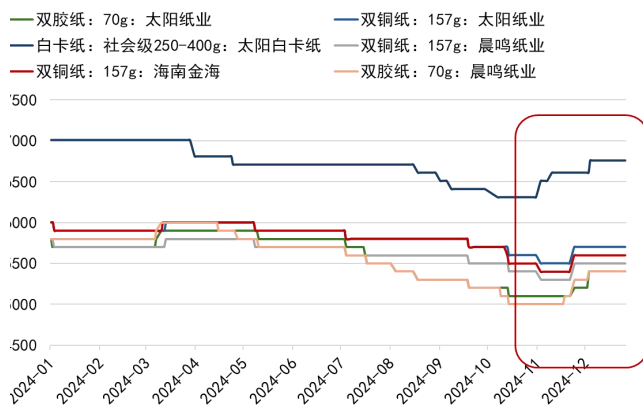
高，行业供应短期大幅减量，叠加春季教材教辅与包装纸需求订单支撑，文化纸与白卡纸价自 2024/12 已止跌回升。展望后市，随着国内政策见效与海外进入降息周期，浆纸需求有望改善，利好短期市场进一步回归供需平衡局面。

图12: 晨鸣纸业在文化纸与白卡的产能市占率较高



资料来源: Wind、钢联数据, 国信证券经济研究所整理

图13: 2024/12 以来文化纸与白卡纸价企稳回升



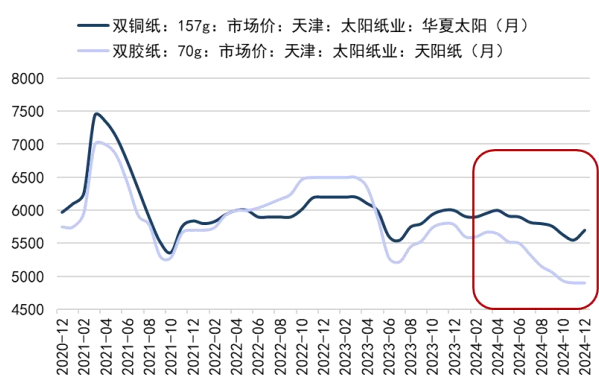
资料来源: Wind、钢联数据, 国信证券经济研究所整理

2.1.1 文化纸：需求刚性，新增供给有限，浆价主导盈利变化

2024 年文化纸价复盘：窄幅上涨后大幅下跌，12 月纸价止跌回升。2024Q1 文化纸在浆价支撑下窄幅上涨，5 月以来随着淡季出版订单零星释放、采购集中度降低与浆价逐步回落，纸价持续下跌，12 月随着龙头限产、春节教材教辅订单陆续交付，文化纸价止跌上涨。截至 2024 年 12 月，双铜纸市场价 5700 元/吨，较年初-3.5%；双胶纸市场价 4900 元/吨，较年初-12.6%。其中双胶、铜版纸价差走扩主因供应差异，2024H1 东营华泰与北海玖龙新增双胶纸产能合计超 100 万吨、12 月岳阳林纸 45 万吨双胶纸产能开机，而铜版纸全年无新增产能释放。

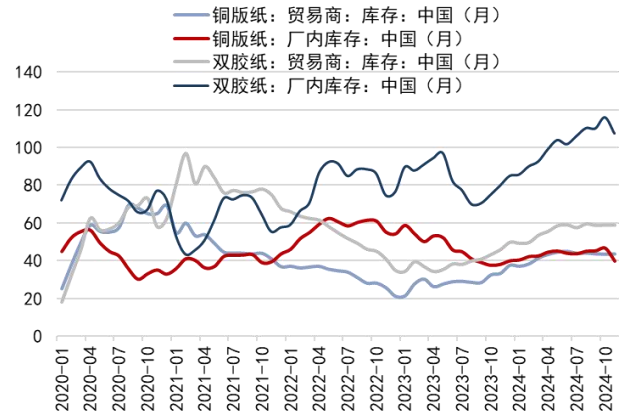
- ①**库存**：厂内库存与渠道库存从 23Q3 末开始持续攀升，降价出库的能力不强；
- ②**利润**：2024 全年铜版纸价坚挺，支撑利润；双胶纸纸价下跌幅度较大，随着浆价走高对利润形成明显挤压，年底以来随着涨价落地文化纸盈利改善。

图14: 2024 年以来文化纸先涨后跌，12 月小幅回升



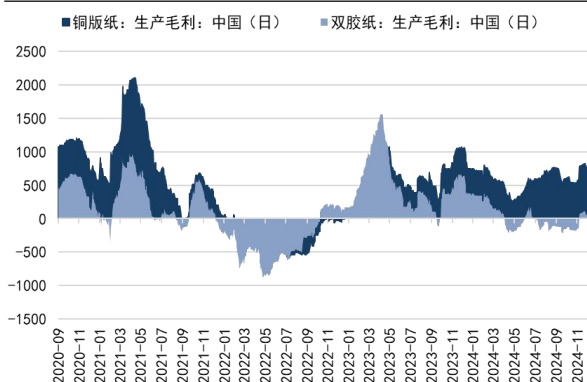
资料来源: Wind、钢联数据, 国信证券经济研究所整理

图15: 文化纸库存自 2023Q3 持续攀升



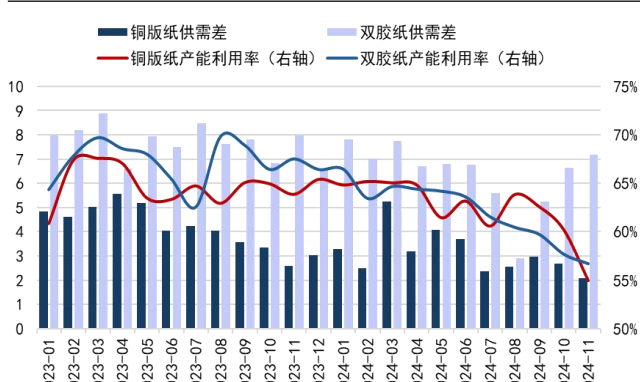
资料来源: Wind、钢联数据, 国信证券经济研究所整理

图16: 2024 年浆、纸价差走势造成文化纸生产毛利收窄



资料来源: Wind、钢联数据, 国信证券经济研究所整理

图17: 2024H2 文化纸产能利用率大幅下滑



资料来源: Wind、钢联数据, 国信证券经济研究所整理

中长期看文化纸供需相对平衡：铜版纸无新增产能、双胶纸新产能集中龙头且相对有限，需求端短期随招投标淡旺季呈季节性波动但长期偏刚性。预计文化纸盈利变化仍主要由浆价主导，原料成本与纸价剪刀差形成纸企的盈利波动。

供给端：①产能方面，2024-2025 年铜版/双胶预计增加产能 0%/22%，尽管龙头的双胶纸仍有规划产能在 2025 年释放，但考虑到文化纸存在一定渠道与客户壁垒，存在延迟投产或实际投产小于规划情况，供给压力相对有限；②集中度角度，铜版纸壁垒相对较高，竞争格局更稳定，呈现出龙头价格话语权较强、盈利与份额的权衡更均衡的特点；双胶纸随着中小产能逐步被龙头取代，行业集中度提升空间较大。

需求端：双胶纸下游需求主要为教辅教材（43%）、本册图书等（57%），铜版纸主要用于广告宣传页画册（30%）、教辅教材（24%）与其他商务印刷等。①短期宣传画册、杂志类需求受社会经济面影响而偏弱，教育类需求预计延续季节性波动；②长期看下游教辅教材、阅读与党建出版等需求偏刚性，2017-2023 年国内双胶纸表观消费量维持在 800-900 万吨、铜版纸约 400-500 万吨，内生增长预计相对有限。

图18: 双胶纸供需平衡表

双胶纸	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
产能	1174	1224	1287	1403	1534	1684	1874	1974
开工率	73%	69%	63%	62%	67%	65%	68%	68%
产量	861	849	811	868	1030	1087	1275	1343
内销量	813	883	865	808	938	1031	1155	1224
内销 yoy	-4%	9%	-2%	-7%	16%	10%	12%	6%
净出口	48	-34	-54	59	92	75	80	100
库存	138	208	125	111	135	115	155	173

资料来源: Wind、钢联数据, 国信证券经济研究所整理

图19: 铜版纸供需平衡表

铜版纸	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
产能	692	660	709	704	704	704	704	704
开工率	78%	78%	63%	62%	65%	68%	70%	74%
产量	538	512	446	440	456	479	493	521
内销量	444	468	420	376	406	422	448	456
内销 yoy	-7%	6%	-10%	-11%	8%	4%	6%	2%
净出口	94	44	26	64	50	60	60	70
库存	89	135	80	75	78	74	60	55

资料来源: Wind、钢联数据, 国信证券经济研究所整理

图20: 2024-2025 年双胶纸投产规划

企业	地址	产能	装置投产时间 (计划)
山东华泰纸业	山东东营	52	202401 (转产)
玖龙纸业 (北海)	广西北海	55	202401
岳阳林纸	湖南	45	202412
玖龙纸业 (湖北)	湖北	35	2025
玖龙纸业 (湖北)	湖北	20	2025
玖龙纸业 (北海)	广西北海	35	2025
玖龙纸业 (北海)	广西北海	20	2025
五洲特纸 (湖北)	湖北	30	2025
福建泰盛纸业	福建	30	2025
四川永丰	四川	20	2025

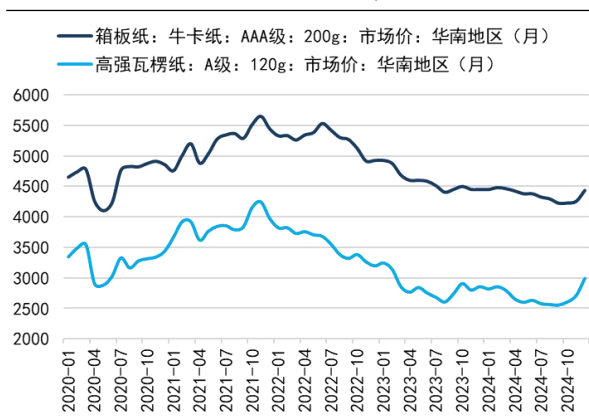
资料来源: 钢联数据, 国信证券经济研究所整理

2.1.2 箱板纸: 社零强相关, 供给宽松, 盈利修复弹性在于需求

2024 年包装纸价格复盘: Q1-Q3 纸价弱势盘整, Q4 需求旺季纸价提涨。①需求端, 2024M1-M11 家电、粮油食品类社零累计增速分别为 9.6%/8.2%, Q4 在国内补贴政策刺激下消费需求有明显复苏;②供给端, 2024 年国内新投产箱板瓦楞产能预计约 525 万吨, 2024M1-M11 进口箱板瓦楞纸累计 755 万吨, 供给相对宽松。前三季度虽然规模纸企频有提价动作, 但在需求疲弱、新产能释放与进口冲击的压制下纸价上行阻力较大, Q4 随着下游需求积极复苏, 包装纸涨价落地情况较好, 2024Q4 箱板、瓦楞纸市场价环比 Q3 分别+209 元/吨、+436 元/吨。

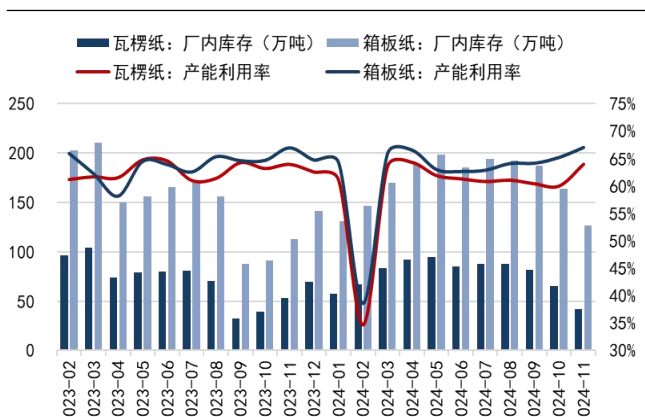
库存与利润方面: 2024Q1-Q3 箱板瓦楞纸厂内库存呈累库趋势, Q4 随着需求复苏库存有明显下降。2024 年以来纸价已下跌至成本线震荡, Q4 包装纸提价落地, 一定程度带来纸厂盈利修复。

图21: 2024Q1-Q3 包装纸价弱势盘整, Q4 纸价提涨



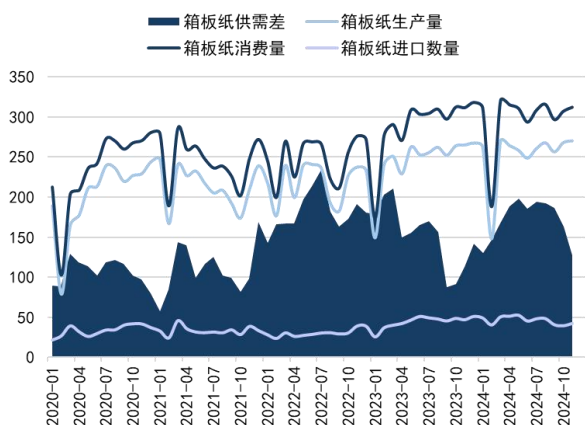
资料来源: Wind、钢联数据, 国信证券经济研究所整理

图22: 2024Q4 箱板瓦楞纸厂内库存下降、开工率上行



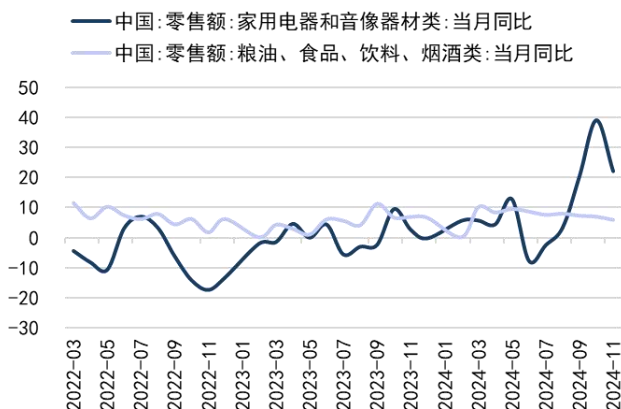
资料来源: Wind、钢联数据, 国信证券经济研究所整理

图23: 箱板瓦楞纸月度供需差 (万吨)



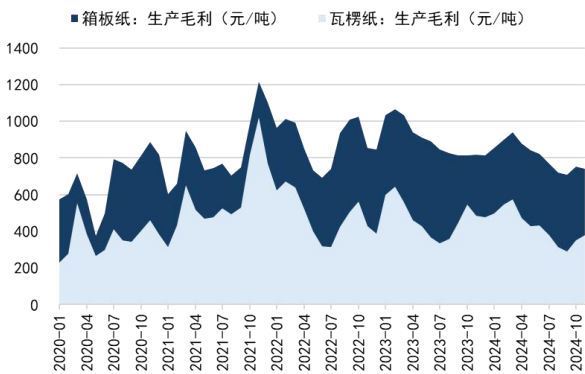
资料来源: Wind、钢联数据, 国信证券经济研究所整理

图24: 2024Q4 国补政策刺激下包装纸需求积极复苏



资料来源: Wind、钢联数据, 国信证券经济研究所整理

图25: 2024Q4 箱板瓦楞纸生产毛利环比改善



资料来源: Wind、钢联数据, 国信证券经济研究所整理

图26: 2024 年废旧黄板纸价格低位盘整, 2024Q4 小幅上行



资料来源: Wind、钢联数据, 国信证券经济研究所整理

图27: 2024-2026 年箱板瓦楞纸产能规划

箱板纸				瓦楞纸			
企业	企业	年产能	投产时间	地区	企业	年产能	投产时间
湖北	五洲特纸	45	2024-06	山东	仁丰特种材料	30	2024-01
河北	柏乡锦宝石新材料开发	40	2024-07	河北	汉高新材料	15	2024-03
河北	柏乡晨光纸业	30	2024-07	山西	大维纸业	20	2024-07
陕西	陕西东方智慧能源	30	2024-07	吉林	山鹰国际	30	2024-01
河南	龙源纸业	30	2024-08	甘肃	红旗包装材料	15	2024-04
河南	河南雅都再生资源	30	2024-10	陕西	东方智慧能源	20	2024-05
贵州	贵州鹏昇纸业	35	2024-12	广西	建晖纸业	60	2024-12
云南	昆明红星荣和	20	2024-10	河南	金田纸业	20	2024-12
云南	云南东晟纸业	20	2024-12	贵州	贵州鹏昇纸业	25	2024-12
陕西	西安惠宁纸业	10	2024-11				
2024 年合计新增		290		2024 年合计新增		235	
2025 年预计新增		440		2025 年预计新增		300	
2026 年预计新增		300		2026 年预计新增		105	

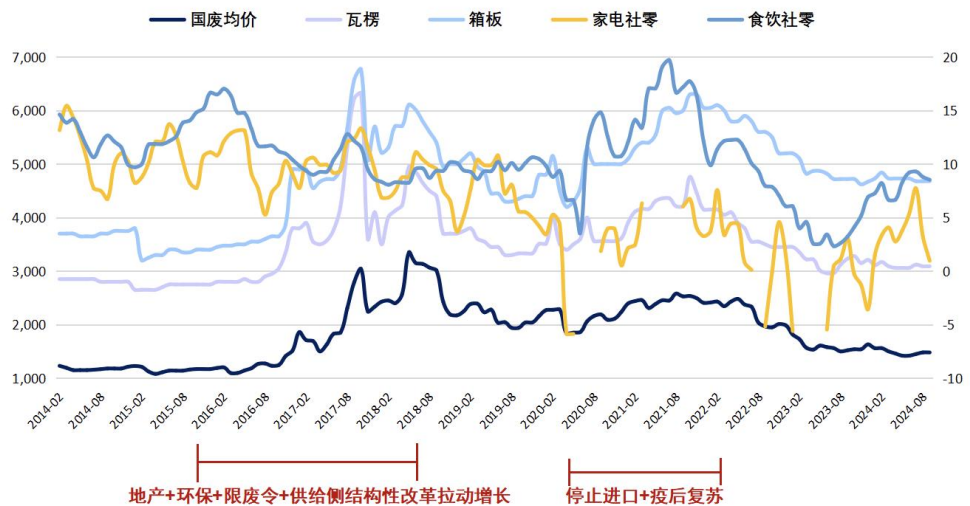
资料来源: 钢联数据, 国信证券经济研究所整理

中长期看包装纸供需宽平衡：需求对经济敏感性强，顺周期特点明显；供给端由于产能有序投放与进口冲击而相对宽松。盈利修复核心仍在于需求，龙头的盈利能力和成本也存在明显的滞后反比例关系，滞后时间较木浆系更长，一方面进口纸对价格存在调节作用，另一方面也受到龙头竞争防守的影响。

需求端：箱板瓦楞纸对宏观经济敏感性高，其下游与社零强相关，其中食品（21%）、饮料（17%）和家电（14%）合计占比过半。2023 年箱板瓦楞纸国内表观消费量约 5949 万吨，此外还有通过包装物间接出口需求。在当前政策底出现后预计需求有望积极复苏，需求弹性相对木浆系更优。

供给端：2023 年国内箱板瓦楞总产能 8321 万吨，历史上产能提升相对温和，此外 2023 年零关税政策形成量价冲击，全年箱板瓦楞进口量 891 万吨。2024-2025 年国内箱板瓦楞纸新产能预计 600-700 万吨，进口冲击预计边际平稳，供给仍相对宽松。集中度方面，自 2017 年供给侧结构性改革、限废令与 2020 年禁废令后，行业龙头集中度进一步提升，当前箱板 CR4 约 53%（玖龙、理文、山鹰、太阳），瓦楞 CR4 为 22%（玖龙、金凤凰、山鹰、荣成）。

图28: 箱板瓦楞纸下游与社零强相关，包括食饮、家电等



资料来源：Wind，钢联数据，国家统计局，国信证券经济研究所整理
注：社零采用上三个月移动平均平滑季节性影响

2.2 太阳纸业：产能有序扩张，周期与成长的共振

公司作为周期成长股，虽然受造纸行业大周期的影响，但仍以产能的稳步扩张抵抗了行业的强周期性，显现出在周期中的成长性特征。公司于 2019 启动广西北海 350 万吨林浆纸一体化项目、2022 年启动广西南宁 525 万吨林浆纸一体化项目开启新一轮扩产能，2022-2024 年北海、南宁一期项目相继落地投产，且 2025 年仍处于此轮产能扩张周期中，待落地产能包括：

- 1) 广西南宁基地：南宁一期 100 万吨高档包装纸生产线预计 2025Q4 试产；南宁二期 40 万吨特种纸、35 万吨漂白化学木浆与 15 万吨机械木浆及相关配套设施预计 2025 年底陆续试产；此外 30 万吨生活用纸二期项目在规划中。
- 2) 山东颜店&兖州基地：3.7 万吨特种纸基新材料项目预计将于 2025H1 投产；14 万吨特种纸项目二期工程拟于 2024 年启动；兖州基地 20 万吨溶解浆搬迁项目，预计 2025Q2 完成搬迁改造。

图29：2022-2025 年太阳纸业产能规划：主要集中于广西北海、广西南宁与山东颜店基地

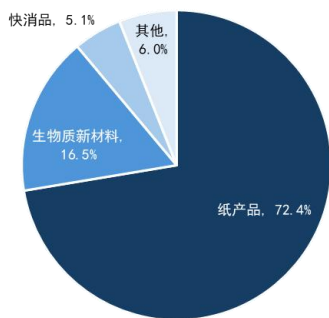
主要项目	产能	投资金额	投产—试产年限
广西北海 350 万吨林浆纸一体化项目（一期）	造纸 67 万吨：55 万吨/年文化用纸+12 万吨/年生活用纸 制浆 140 万吨：80 万吨/年化学木浆+60 万吨/年化机浆	115.16 亿元	2020.3-2022.3
	15 万吨生活用纸项目（广西太阳）	4 亿元	2022.3-2023.12
广西南宁 525 万吨林浆纸一体化项目（一期）	20 万吨特种文化纸项目 PM1（技改，广西六景）	南宁一期总投资额不超过 90 亿元	2022.3-2023.4
	15 万吨漂白化学木浆生产线（技改，广西六景）		2022Q4-2023Q3
	100 万吨高档包装纸 (PM2/PM3)		2022Q4-2023Q3
	50 万吨本色化学木浆 100 万吨高档包装纸产线 (PM11/PM12)		预计 2025Q4 试产
	30 万吨生活用纸及后加工项目（一期，二期规划中）	分二期，总投资不超过 13.5 亿	一期：2023.10-2024Q3
广西南宁 525 万吨林浆纸一体化项目（二期）	40 万吨特种纸+35 万吨漂白化学木浆+15 万吨机械木浆	不超过 70 亿元	预计 2025Q4 试产
山东基地颜店	3.7 万吨特种纸基新材料（字典纸、热敏原纸、枕包隔油纸等） 14 万吨特种纸二期项目	不超过 5 亿元 不超过 6 亿元	预计 2025H1 试产 拟 2024 年启动项目
山东兖州基地	20 万吨兖州溶解浆生产线搬迁至广西北海的改造项目	不超过 6 亿元	2024/10-2025Q2

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

注：由于同业竞争关系，广西北海 350 万吨林浆纸一体化项目中的 90 万吨白卡纸+40 万吨化机浆由太阳控股的全资孙公司广西太阳纸板实施，于 2021Q4 投产运行

四三三中长期战略指引，公司产能仍有较大扩张空间。2012 年公司领先于行业调结构、转方式，提出了构造纸产品占 40%、生物质新材料占 30%、快速消费品占 30%的“四三三”利润格局，在巩固造纸主业的同时进军快速消费品行业，三大产业齐头并进。截止 2024H1，公司纸产品、生物质新材料与快消品的收入结构占比分别为 72.4%/16.5%/5.1%，毛利结构占比 68.5%/19.8%/4.2%，在四三三战略规划下，中长期看公司生物质新材料与快消品产业还有较大产能扩张空间。

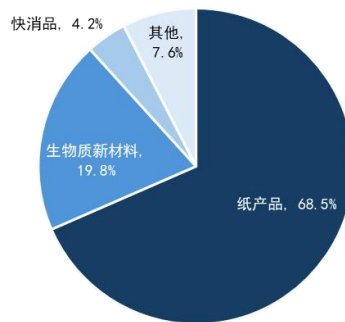
图30：太阳纸业收入结构（2024H1）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：纸产品包括文化纸、铜版纸、牛皮箱板纸、瓦楞纸与原纸等；生物质新材料主要为溶解浆、化机浆与化学浆等；快消品主要为生活用纸；下同

图31：太阳纸业毛利结构（2024H1）



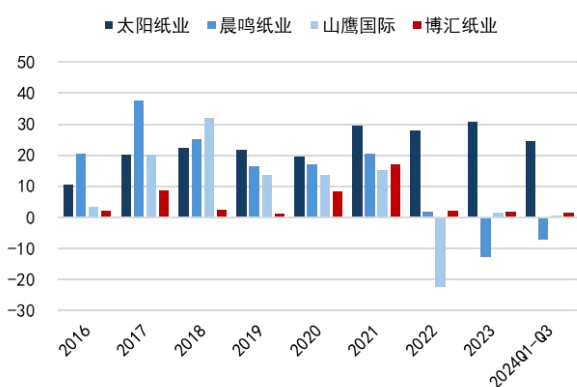
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

渐入佳境：盈利一枝独秀，太阳竞争力持续显现

造纸作为传统的强周期性行业，长周期+重资产+低壁垒，行业需求与宏观经济息息相关，同时产能存在一定滞后期，供需变化或错配导致浆纸价波动，浆、纸价差形成利润的周期性变化，而龙头的成本控制能力则为竞争胜负手。

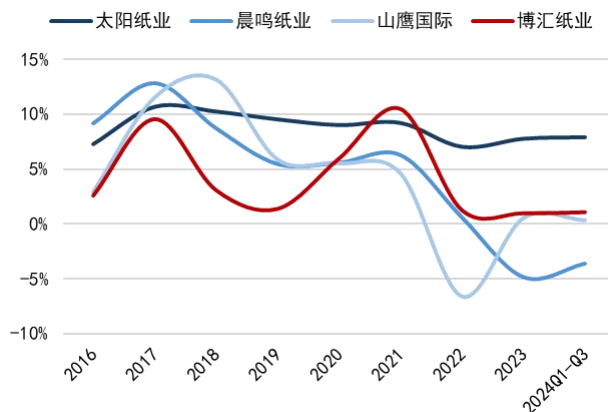
在近一轮周期演进中，公司以行业领先的稳健盈利而一枝独秀。2022年以来，造纸行业处于需求收缩、供给冲击与大宗价格高涨的周期底部，行业内纸企盈利大幅波动且普遍承压，太阳纸业近三年利润率维持在7-9%，其背后是管理层的高瞻远瞩与内外兼修的综合能力，内部提效优化费率，三大基地布局与原料多元化稳成本，林浆纸一体化奠定长期利润优势基础。

图32：太阳纸业净利润维持在行业较高水平



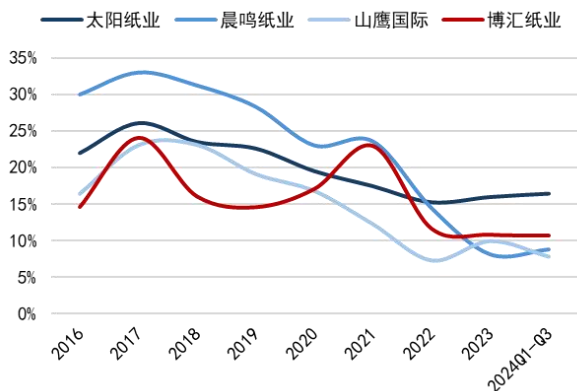
资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图33：太阳纸业净利率高于行业且相对稳定



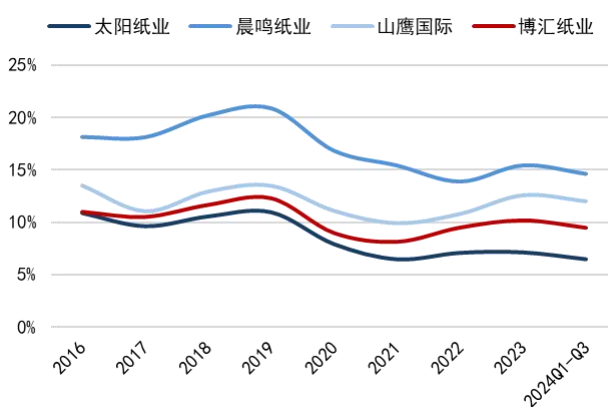
资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图34：太阳纸业毛利率维持在行业较高水平



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图35：太阳纸业期间费用率低于行业平均



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

3.1 管理出众：ROE 优异，精细化管理提效控费

ROE 优于行业，高盈利、高周转。与行业相比，近两年公司 ROE 仍维持在 13%左右，经营优质，其核心驱动为更高的盈利水平、更具效率的资产配置与运营管理能力；公司资产负债率逐年下降至 50%以内，风险相对可控。

图36: 太阳纸业高盈利能力、高资产周转率、低资产负债率

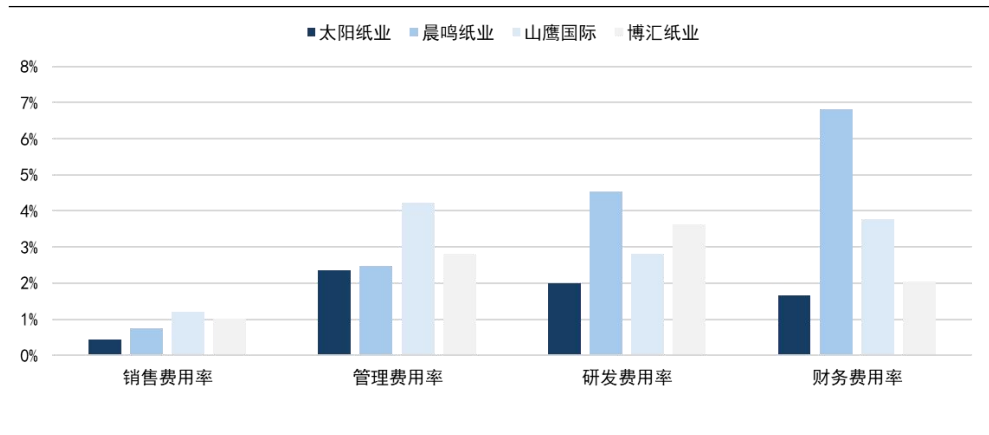
		2018	2019	2020	2021	2022	2023			2018	2019	2020	2021	2022	2023
太阳纸业	ROE (%)	19.5	16.0	12.7	17.0	13.4	12.6	晨鸣纸业	ROE (%)	9.5	6.6	6.9	9.5	1.0	-7.2
	净利率 (%)	10.3	9.6	9.1	9.2	7.1	7.8		净利率 (%)	8.7	5.5	5.6	6.3	0.6	-4.8
	资产周转率 (次)	0.8	0.7	0.6	0.8	0.9	0.8		资产周转率 (次)	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3
	资产负债率 (%)	57.2	54.5	54.7	56.0	51.7	48.3		资产负债率 (%)	75.4	73.1	71.8	72.8	71.9	73.5
山鹰国际	ROE (%)	27.2	9.9	9.2	9.4	-15.0	1.1	博汇纸业	ROE (%)	5.1	2.6	14.7	25.6	3.3	2.8
	净利率 (%)	13.2	5.9	5.5	4.6	-6.6	0.5		净利率 (%)	3.1	1.4	6.0	10.5	1.2	1.0
	资产周转率 (次)	0.8	0.6	0.6	0.7	0.7	0.6		资产周转率 (次)	0.5	0.5	0.7	0.8	0.9	0.8
	资产负债率 (%)	62.3	65.0	62.1	64.8	73.1	71.3		资产负债率 (%)	72.2	72.8	68.7	63.5	71.4	69.9
玖龙纸业	ROE (%)	23.9	10.5	10.7	16.5	7.1	-5.2	理文造纸	ROE (%)	21.7	13.8	13.5	10.1	3.8	3.7
	净利率 (%)	14.8	7.0	8.1	11.5	5.1	-4.2		净利率 (%)	15.0	11.7	13.4	9.5	4.0	4.2
	资产周转率 (次)	0.7	0.7	0.6	0.7	0.7	0.5		资产周转率 (次)	0.8	0.6	0.6	0.7	0.6	0.5
	资产负债率 (%)	53.1	48.6	49.7	55.6	62.6	65.0		资产负债率 (%)	45.9	40.0	34.3	36.3	43.2	46.8

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

高 ROE 的底层来自于管理软实力的保驾护航。创始人李洪信及其家族掌舵，引领公司 40 余年坚守造纸主业，在行业内率先进行林浆纸产业链一体化布局，并前瞻性提出四三三战略，将专注、底线思维与守正出新的基因深植于公司；公司核心中高层管理亦长期坚守，任职普遍超 20-30 年，对造纸行业市场需求、生产、技术与发展趋势有深刻理解，对于项目投资的成本控制具有独到经验。

内部精细化管理扣成本、提效率。公司于 2014 年启动 ERP 信息化建设，着手提升设备与项目效率，通过套期保值对冲汇率波动等，基于管理层的战略决策力与基层员工的高效执行力，公司管理、投资和运营效率持续优化，费用控制较优，期间费率优于行业平均 5-6pct。

图37: 太阳纸业各项费用率均明显低于行业竞对（2024Q1-Q3）

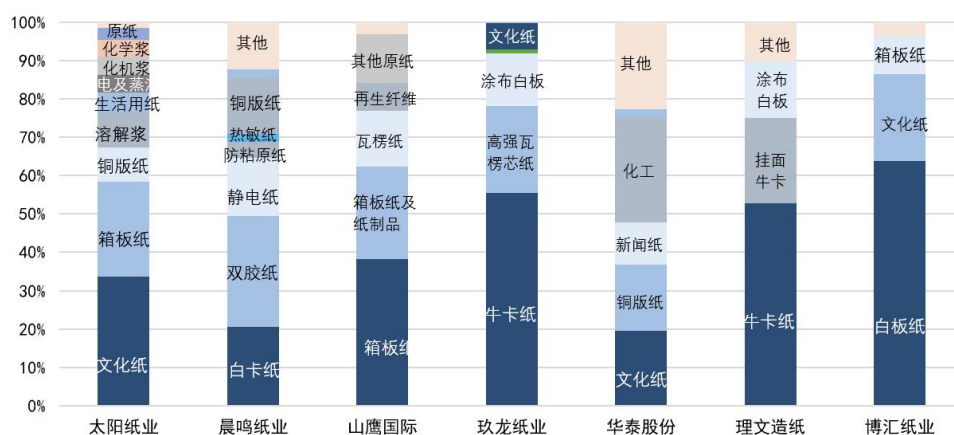


资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

3.2 产品特点：多元化配置，调结构提毛利

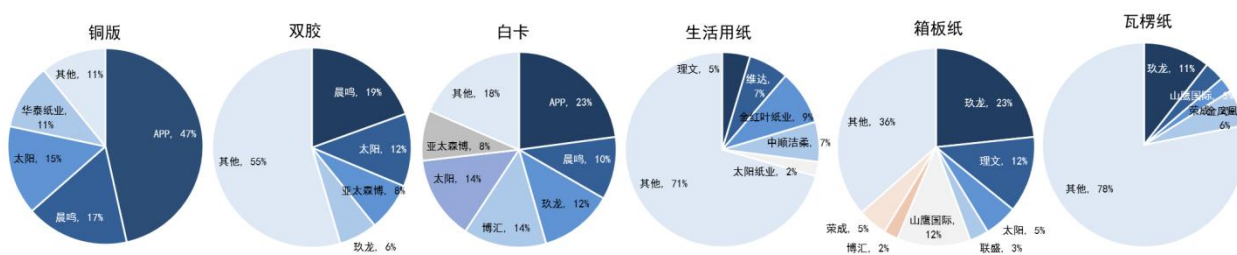
产品结构多元，且优势产品为格局相对更优、盈利确定性更高的文化纸。公司是目前行业中纸、浆产品布置最全的企业之一，以产能计，太阳在铜版纸、双胶纸、箱板纸与生活用纸的市占率分别约 15%/12%/5%/2%，产品种类丰富且下游应用于不同领域，增强了抗风险能力。公司收入占比最大的文化纸为造纸行业格局相对较优的细分纸种，需求偏刚性，供给端铜版纸近年无新增产能、双胶纸新增产能有限，文化纸价更多随木浆成本波动，涨价落地相对顺畅；而白卡近年处于产能集中释放阶段，箱板瓦楞纸受进口零关税冲击，再叠加需求端相对低迷，自 2021 年以来包装、白卡纸价持续疲软。

图38: 太阳纸业产品结构丰富，多元化配置



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图39: 文化纸格局相对较优，白卡新进入者较多，箱板瓦楞纸受进口冲击，生活用纸集中度高



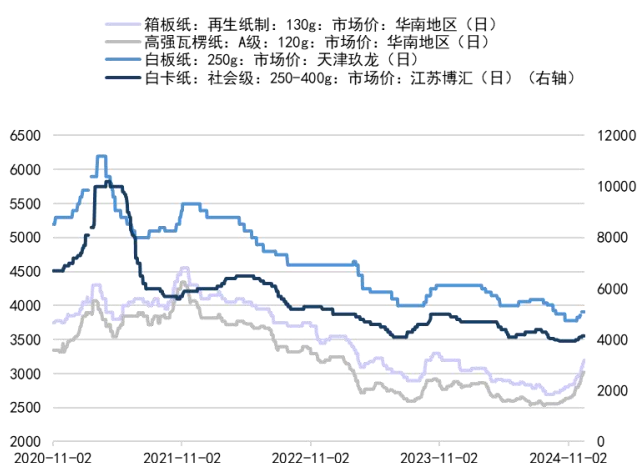
资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图40: 文化纸价随成本与供需变化而波动



资料来源: Wind、钢联数据, 国信证券经济研究所整理

图41: 箱板瓦楞纸、白卡纸价相对低迷

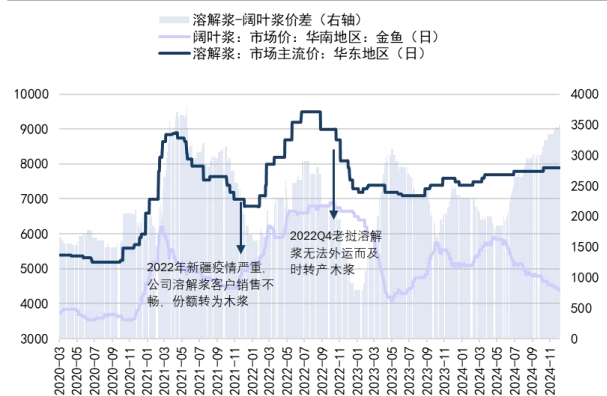


资料来源: Wind、钢联数据, 国信证券经济研究所整理

调产品结构是公司提升产品竞争力与成本控制能力的重要手段。除产能扩张带来的结构变化之外，公司还通过 1) 短期的灵活转产与 2) 提升高端化占比来优化产品结构。

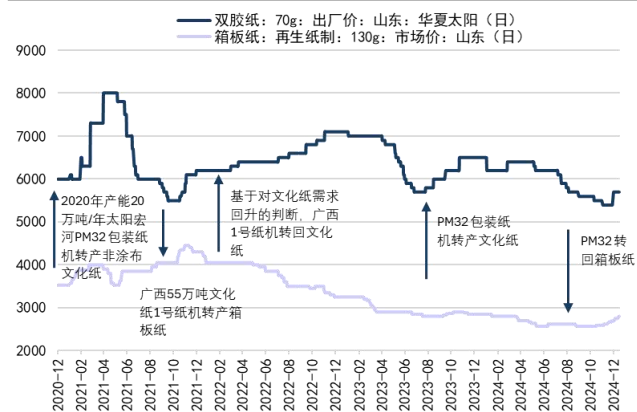
灵活转产是顺境增厚利润、逆境调结构的外在曲线。公司基于市场需求、接单情况与对未来的预测调整产线，可在溶解浆与化学浆、文化纸与包装纸之间灵活转产，得以及时维护市场与客户，保证机器的正常运转，在浆纸品价格上涨与盈利空间扩大时实现利润增量贡献，在木浆高位时减少外采或在市场需求低迷时调产品结构，减少对利润的负向拖累。

图42: 公司根据市场需求、景气度灵活转产溶解浆与化学浆



资料来源: Wind、钢联数据、公司公告, 国信证券经济研究所整理

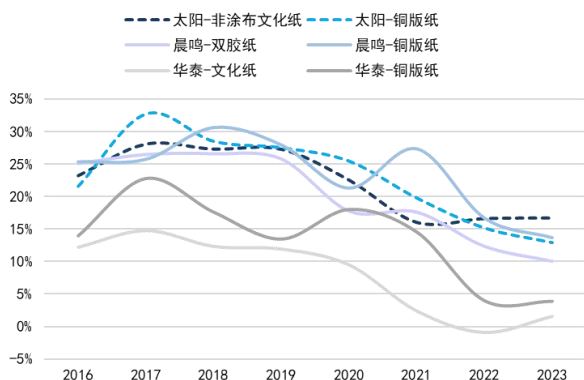
图43: 公司根据市场景气度在文化纸与箱板纸之间灵活转产



资料来源: Wind、钢联数据、公司公告, 国信证券经济研究所整理

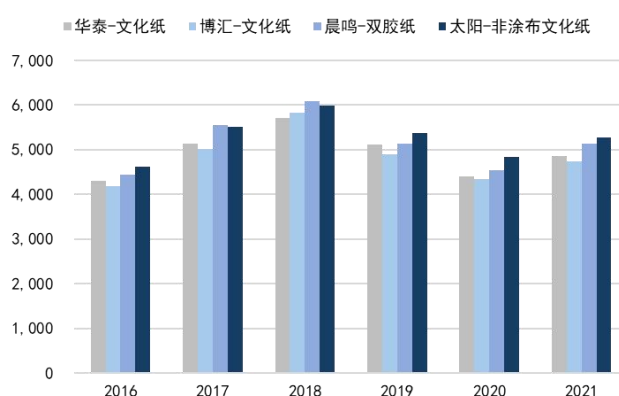
文化纸具备差异化优势，毛利率表现较优。文化纸价格竞争激烈，公司通过差异化原料维持成本优势，公司的非涂布文化纸定位高端市场，包括高档双胶纸、高松厚度纯质纸、静电复印纸等，用于杂志封面、画册和商标等印刷；铜版纸包括双面、亚光铜版纸等，主要用于商品包装与彩色画片印刷等，也具有一定市场知名度。公司致力于打造差异化、附加值更高的文化纸产品，销售均价相对较高，2023年双胶纸、铜版纸毛利率分别为16.6%/12.9%，盈利能力优于行业。

图44: 公司文化纸毛利率处于行业领先水平



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图45: 公司文化纸销售均价处于行业较高水平



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

包装纸盈利优于行业且还在持续改善中, 盈利提升的逻辑主要来自 1) 原料多元化与海外基地布局下的成本优势、2) 高端产品的结构占比提升以及 3) 产能效率提升下的规模效应。

公司通过海外再生纤维产能的布局与原料多元化补原料缺口, 降成本。外废尤其是美废的纤维质量优于国废, 是高端箱板纸的必备原料, 2018 年受限废令政策与贸易摩擦影响, 无外废进口配额的纸企盈利普遍大幅下滑, 2021 年全面禁止进口废纸后进一步加剧外废缺口。公司通过海外再生纤维与箱板纸产能的布局、调原料结构等方式来应对原料问题, 其中: 1) 老挝基地的牛皮箱板纸以优质外废为主, 加工的 40 万吨再生纤维浆运回国内供山东总部生产; 2) 国内基地积极开发木屑浆、半化学浆与竹浆等新型原料, 根据客户要求和品质需求配比以替代高价国废, 目前山东基地的箱板纸配套 70 万吨新型纤维浆、广西基地配套 50 万吨本色浆, 基本满足生产所需。

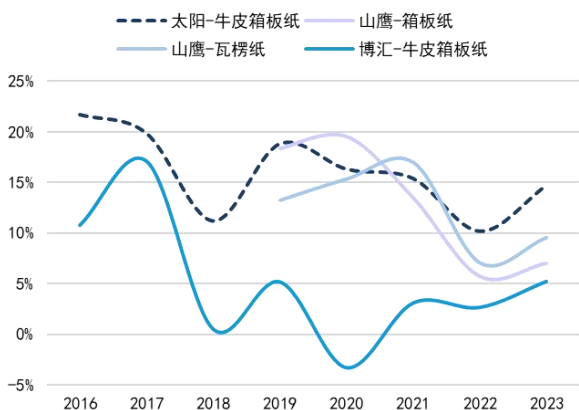
表5: 公司包装纸原料供给概况

包装纸产能	包装纸原料	成本优势
山东基地 160 万吨	40 万吨半化学浆、10 万吨木屑浆与 20 万吨本色浆共 70 万吨新型纤维浆, 老挝废 40 万吨废纸浆运回山东基地	替代原料丰富+自给率高, 新型纤维浆(含废纸浆)基本满足生产所需
广西基地 100 万吨	南宁 50 万吨本色浆配套生产 100 万吨箱板纸	
老挝基地 80 万吨	老挝箱板纸原料以进口美废、欧废为主, 或配套 15 万吨本色浆	最新美废-国废价差约 350 元/吨, 同时伴有税收优惠

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

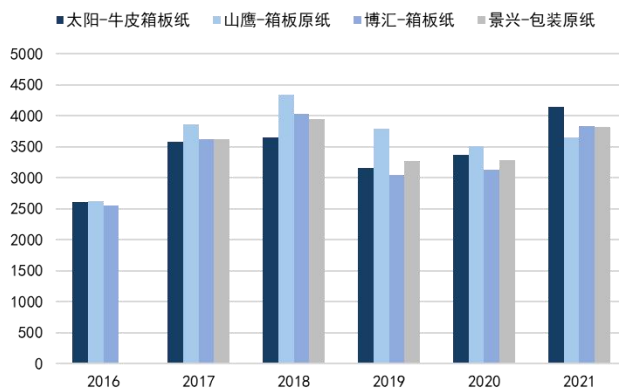
以差异化原料促进箱板纸产品结构优化, 进一步反哺利润。公司产品以高端的牛皮箱板纸为主, 从盈利维度看, 山东基地>南宁基地>老挝基地, 其中山东基地高端产品占比较高, 盈利相对稳定; 南宁基地调产品与原料结构, 高端结构占比提升带来吨盈利的持续改善; 2024 年老挝盈利暂时受美废价格影响而略承压。箱板纸的原料结构优化进一步提升产品结构与竞争力, 2023 年太阳箱板纸的毛利率为 14.7%, 分别高出山鹰 7.7pct、博汇 9.5pct, 盈利表现优于行业。

图46: 公司箱板纸毛利率优于行业



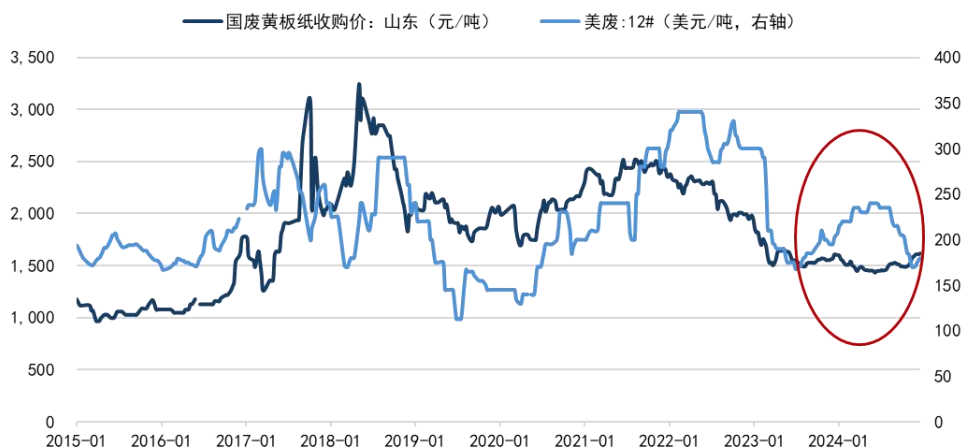
资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图47: 公司箱板纸定位高端, 销售价格明显提升



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

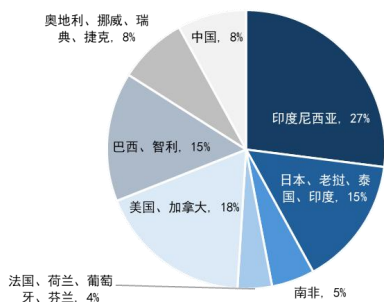
图48: 2024 年以来美废价格走势偏强, 成本优势收窄



资料来源: Wind、钢联数据, 国信证券经济研究所整理

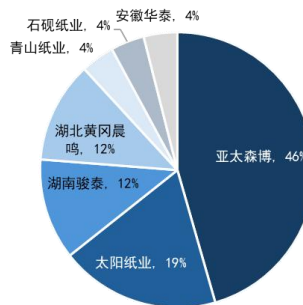
公司的溶解浆产品具备技术、产能与成本优势。溶解浆可用于制造粘胶纤维, 是棉绒浆的替代品, 下游主要应用于纺织服装, 从生产工艺看与造纸用化学木浆基本相似, 可灵活转产化学浆。公司于 2011 年实现溶解浆的突破, 为全球首次使用预水解连蒸溶解浆生产技术, 产品质量稳定均匀且能分离水解液生产木糖、木素等, 作为国内最大的溶解浆生产商之一, 公司溶解浆产能 80 万吨, 根据造纸信息, 2022 年在国内产能中占比约 19%, 在近两年木浆价格高企的背景下, 国内纸浆厂纷纷将溶解浆产能转木浆以降低造纸的原料成本, 预计行业国内产能进一步减少。

图49: 2022 年全球溶解浆主要产地及产量分布



资料来源: 造纸信息, 国信证券经济研究所整理

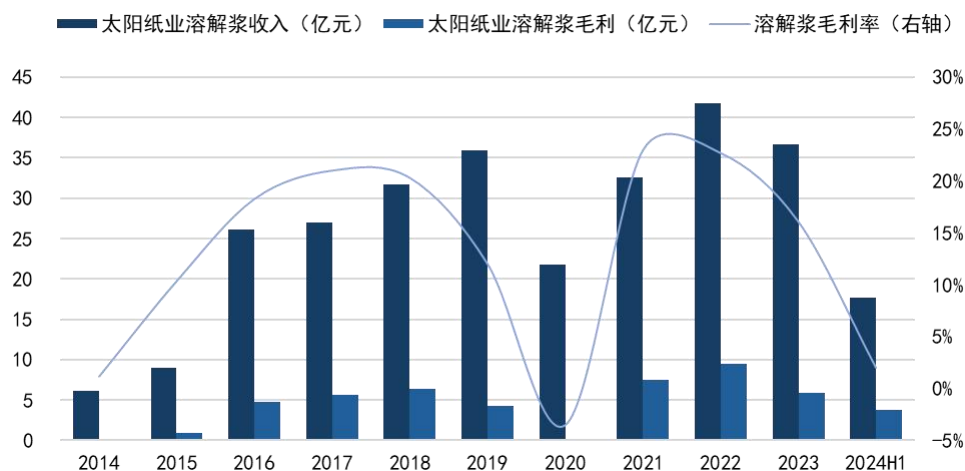
图50: 2022 年太阳纸业溶解浆产能占国内的 19%



资料来源: 造纸信息, 国信证券经济研究所整理

成本方面, 山东基地由于距离国内主要粘胶纤维生产商较近, 产品运输半径较小, 具有区位优势, 公司于 2024Q3 启动了兖州 20 万吨溶解浆搬迁工作, 落地广西后将利用北海园区的木浆工艺、原料与物流优势, 有望进一步降低成本并提升市场竞争力; 老挝基地由于自有木片成本更低, 运输成本低且拥有税收优惠, 预计较国内的生产成本更优。2023 年公司溶解浆收入 36.7 亿, 毛利率 16.1%, 2024H1 毛利率回升至 21.0%, 溶解浆的盈利能力与木片木浆价格、运输成本与下游粘胶纤维价格有关, 也受灵活转产后的产能利用率影响。

图51: 太阳纸业溶解浆收入及毛利



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

3.3 成本优势一: 三大基地布局, 原料自给率持续提升

三大基地补齐战略位置布局短板、强化成本优势。公司山东、广西和老挝三大基地实现了对北方、南方和一带一路经济带的覆盖与林浆纸产业链一体化的延伸, 形成了攻守兼备的能力。三大基地对成本的优化主要体现在 1) 市场半径更合理, 节省运输成本; 2) 广西与老挝林木资源丰富, 原料成本更低; 3) 广西与老挝的政策环境较好, 享有较低的优惠税率; 以及 3) 原料自给率提高带来的成本控制能力提升。

图52: 太阳纸业的山东、广西与老挝三大基地布局



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

山东基地为基石，产能扩张阶段基本结束，目前以调结构为主。山东基地是公司总部所在地，包括济宁兖州本部、颜店与邹城宏河厂区三大园区，主要覆盖北部市场，具备客户资源优势，形成了以高档文化纸、包装纸、生活用纸、特种纸与溶解浆为主导的产品结构。山东基地浆、纸及配套设施规划科学，大规模的产能扩张集中于2021年之前，目前以调产品结构与优化生产工艺为主。

表6: 山东基地产能梳理

产能 (万吨)	2014	2016	2018	2019	2020	2021	2023	2023
非涂布文化纸	90	30万吨轻型纸改扩建项目投产		由于文化纸市场回暖，20万吨牛皮箱板纸产能转产非涂	兖州本部45万吨文化纸投产		30万吨文化纸搬迁纸厂西北海	131
铜版纸	80		20万吨高克重铜版纸投产					80
生活用纸	12				兖州本部5万吨生活用纸			17
淋膜原纸	20						10万吨投产	30
牛皮箱板纸	-	山东邹城年产50万吨低克重高档牛皮箱板纸项目投产	山东邹城80万吨高档板纸投产					160
化机浆	70		优化技改方式新增10万吨年产能		通过新建、优化生产工艺新增20万吨化机浆			120
化学浆								10
溶解浆	30	山东邹城35万吨天然纤维素经济一体化项目+原30万吨化学浆生产线改造为20万吨溶解浆						50
半化学浆	-		山东邹城20万吨半化学浆投产			山东邹城20万吨半化学浆投产		40

本色浆	-	山东邹城 20 万吨 本色浆投产	20
木屑浆	-	山东邹城 10 万吨 木屑浆投产	10
纸浆产能合计	302		663

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

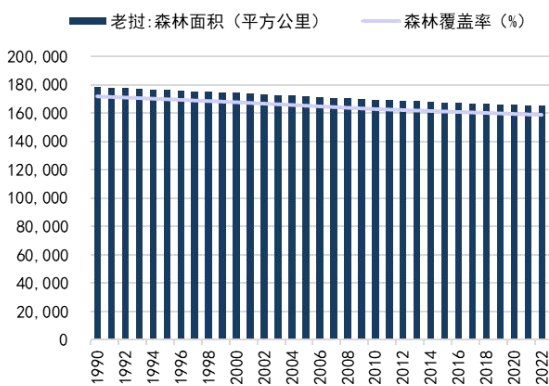
老挝定位为后方原料基地。公司于 2008 年启动老挝实施林浆纸一体化项目，目前老挝基地已形成 150 万吨的浆、纸年生产能力与超 6 万公顷的纸浆林种植保有面积，其中 80 万吨高档包装纸与 30 万吨溶解浆主要销往国内市场，40 万吨再生纸浆运回国内作为山东本部的箱板纸原料。老挝基地的成本优势在于 1) 位于南部边境城市沙湾拿吉色奔，地理位置便利、运输成本低；2) 当地林木资源丰富，根据老挝农林部统计，老挝森林面积 16.5 万平方公里，约占国土面积的 72%，同时由于经济欠发达，土地与人工成本明显低于东南亚其他国家；3) 公司已与当地政府签订了投资优惠政策，可享有 7-8 年的免除利润税政策。

表7: 老挝基地产能梳理

产能（万吨）	2017	2018	2019	2021	2023	2023
牛皮箱板纸	-			老挝 PM1/PM2 合计 80 万吨 高档包装纸投产		80
溶解浆	-	老挝 30 万吨溶解浆投产				30
废纸浆	-		老挝沙湾 40 万吨 废纸浆投产			40
本色化学浆	-				老挝沙湾 15 万吨本色化学浆	15
纸浆产能合计	-					165

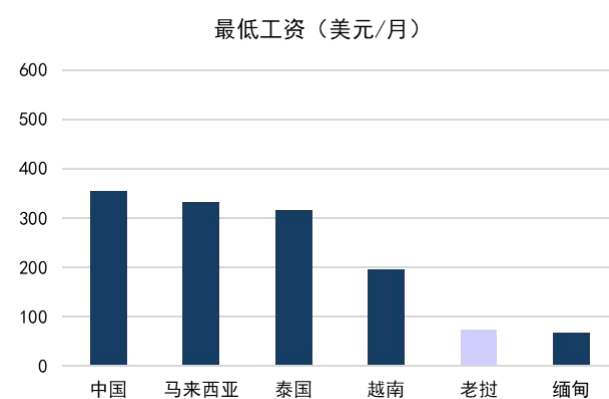
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

图53: 老挝林地资源丰富，森林覆盖率超 70%



资料来源：Wind，国家统计局，国信证券经济研究所整理

图54: 老挝人力成本处于较低水平



资料来源：世界银行、国家统计局，国信证券经济研究所整理

表8: 公司老挝基地享有税收优惠

子公司/孙公司	税收优惠
太阳纸业控股老挝有限责任公司	2019/1/1~2025/1/1 享受 7 年免除利润税政策，之后以 10% 的税率上缴利润税。
太阳纸业沙湾有限公司	2020/1/1~2027/1/1 享受 8 年免除利润税政策，之后以 8% 的税率上缴利润税。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

广西基地以北海与南宁双园区驱动，北海以木浆系为主，南宁主要是箱板纸。2019年10月公司启动了北海350万吨林浆纸一体化项目，2022年北海55万吨文化纸、27万吨生活用纸、80万吨化学浆与20万吨化机浆项目顺利达产；2022年公司启动了南宁525万吨林浆纸一体化及配套产业园项目，2023年南宁一期的100万吨箱板纸与50万吨本色浆产能顺利落地。

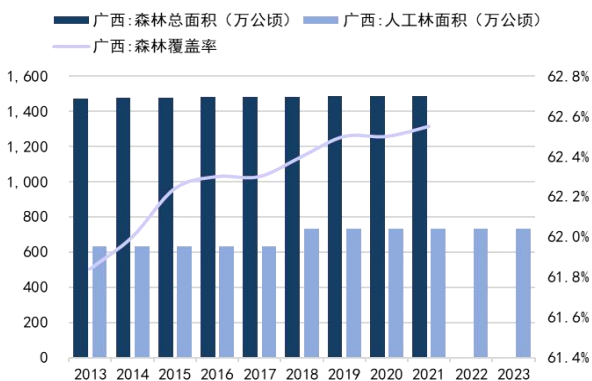
表9: 广西基地产能梳理

产能 (万吨)	2021	2022	2023	2023
广西北海 (2019)	文化纸	-	广西北海 55 万吨文化纸投产	30 万吨文化纸搬迁纸北海
	生活用纸	-	广西北海 12 万吨生活用纸投产	广西太阳 15 万吨生活用纸
	化机浆	-	广西北海新增 20 万吨化机浆	
	化学浆	-	广西北海新增 80 万吨化学浆	
	合计产能	-		
广西南宁 (2022)	文化纸	-		广西六景 20 万吨老旧产能技改
	牛皮箱板纸	-		广西南宁 PM2/PM3 合计 100 万吨箱板纸
	本色浆	-		广西南宁 50 万吨本色浆 (箱板纸配套)
	化学浆	-		广西六景 15 万吨化学浆技改
	合计产能	-		
纸浆产能合计	-			397

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

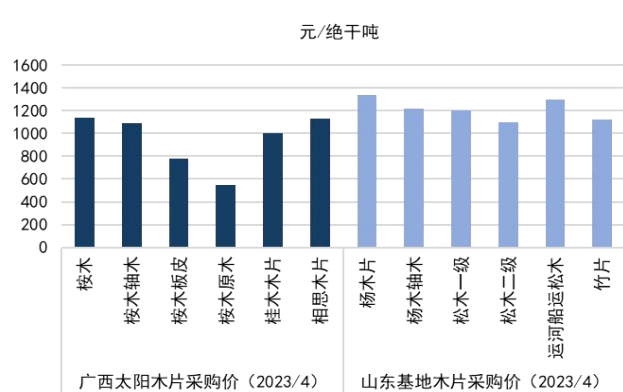
地理卡位、原料多元与税收优惠形成了广西基地的综合优势。原料方面，作为西部大开发的桥头堡，广西自治区的森林年生长量、森林覆盖率与人工林面积等均处于全国第一梯队，木片供应充足且具备物流运输优势，当地木片采购价格相对较低；市场方面，广西基地可有效覆盖华南与西南市场，与山东基地形成南北呼应，也可与老挝基地充分协同，实现对东盟与南亚等地区的进一步拓展；税收优惠方面，目前公司的全资子公司广西太阳与南宁太阳在当地享有按应纳税所得额9%计缴的税收优惠。

图55: 广西森林覆盖率约 63%，处于全国第一梯队



资料来源: Wind, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图56: 广西林木资源丰富且靠近港口，木片采购价格便宜



资料来源: 太阳纸业国内木片部, 国信证券经济研究所整理

表10: 广西基地享有税收优惠

子公司	税收政策
广西太阳	2021/1/1~2025/12/31, 企业所得税按应纳税所得额的9%计缴 2026/1/1起, 企业所得税按应纳税所得额的15%计缴
南宁太阳	2024/1/1~2028/12/31, 企业所得税按应纳税所得额的9%计缴 2029/1/1起, 企业所得税按应纳税所得额的15%计缴

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

三大基地的原料自给率持续提升，增强成本控制能力，平抑周期波动。由于我国林木资源匮乏，针叶浆、阔叶浆对外依存度分别约 95%、60%，供需因素之外，海外罢工、山火与主要浆厂检修停机等供给侧扰动也是影响浆价的重要变量。随着公司规划的浆产能陆续释放，生产所需原料基本逐步实现供需平衡，根据公司公告，1) 目前漂白木浆（化学浆+化机浆）自给率约 50%-60%，以 2021 年数据为参考，公司自制化机浆吨成本约 0.27 万元，相较于外购木浆 0.33-0.45 万元的吨成本具备优势；2) 包装纸方面，国内山东基地有 70 万吨新型纤维替代废纸，广西基地 50 万吨本色浆配套，同时老挝拥有 40 万吨美废浆板的加工能力，目前新型纤维浆基本满足生产所需。浆产能的陆续释放与原料多元化能力增强了公司对上游原料的控制力，熨平原料价格波动。

表11: 公司木浆自给率持续提升

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
浆产能（万吨）						
其中：化学浆	-	10	10	10	10	20
化机浆	70	70	90	90	120	120
半化学浆	-	-	20	20	20	40
废纸浆	-	-	-	40	40	40
本色浆	-	-	-	-	-	20
木屑浆	-	-	-	10	10	10
漂白木浆自制率（化学浆+化机浆）	31%	29%	33%	30%	31%	37%
1. 漂白木浆自制（万吨）	37	40	53	54	78	87
自制木浆吨成本（万元）	0.22	0.24	0.25	0.27	0.27	0.27
参考：化机浆收入（亿元）	9.51	11.87	15.68	15.83	17.62	18.27
化机浆毛利率（%）	22.3%	21.1%	25.8%	22.3%	20.2%	21.2%
化机浆销量（万吨）	32.95	39.82	46.59	46.27	51.52	52.92
化机浆吨成本（万元）	0.22	0.24	0.25	0.27	0.27	0.27
2. 外购木浆（万吨）	82.1	98.43	110.47	128.23	177.21	150.63
外购木浆吨成本（万元）	0.37	0.42	0.51	0.41	0.33	0.45
木浆系吨毛利（元/吨）	989	1602	1761	1418	1155	912
其中：非涂布文化纸	1069	1548	1988	1466	1089	840
铜版纸	876	1773	1561	1336	1159	1000
淋膜原纸	930	1320	1661	1596	1534	1411
生活用纸	974	1143	1145	1132	1503	278
木浆系吨净利（元/吨）	494	1069	1068	832	770	567
吨费用（元/万吨）	495	533	693	586	385	345
自制带来的吨成本节省（元/吨）	256	353	708	331	177	546

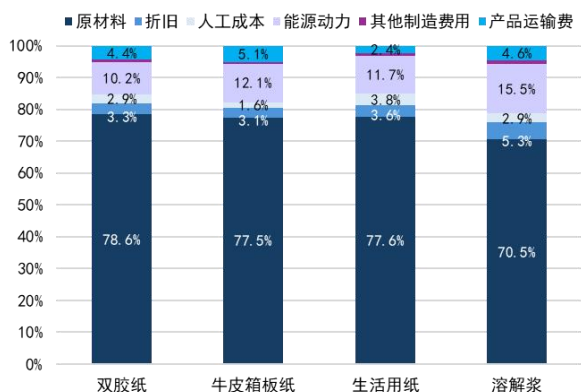
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

3.4 成本优势二：高效生产，单吨原料能源折旧成本低

从成本拆分看，公司主要生产成本包括原材料、折旧、能源动力、人工成本与制造运输费用等，其中原材料主要为各类废纸、木浆、木片原木等，占比约 70-80%；能源动力占比约 10-15%，二者为两大核心成本项。

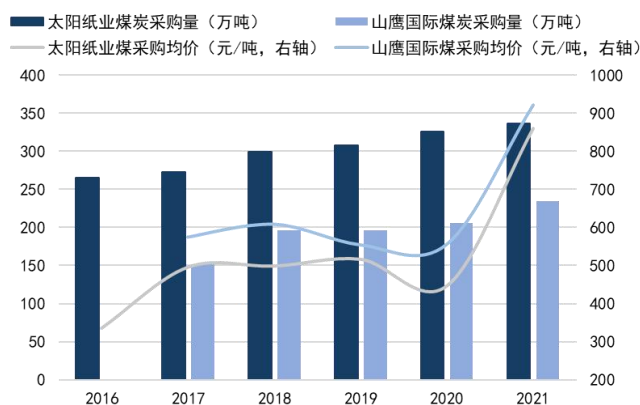
能源采购成本低，热电联产自给自足。造纸作为能源密集型行业，在生产过程需要消耗大量热能、电能和水。公司所需能源主要为电和煤，三大基地均配备了热电联产项目，其中，山东基地原料以煤炭为主，当地拥有优质煤炭资源丰富的兖州煤矿，具备煤炭采购与运输优势；广西基地和老挝基地正积极提高碱回收发电、固废生物质发电等多种能源供给的比例，非石化能源占比分别超过 75%和 90%，能源结构更优更环保。目前公司已基本实现电和蒸汽的自给自足，剩余部分外售，2023 年实现收入 18.1 亿，毛利率 21.9%。

图57: 公司细分纸种成本拆分



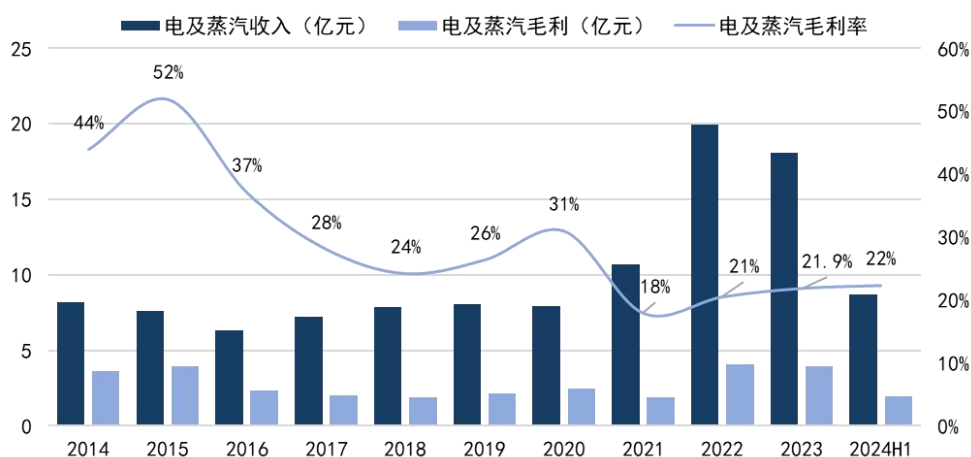
资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图58: 公司能源采购价格具备优势



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

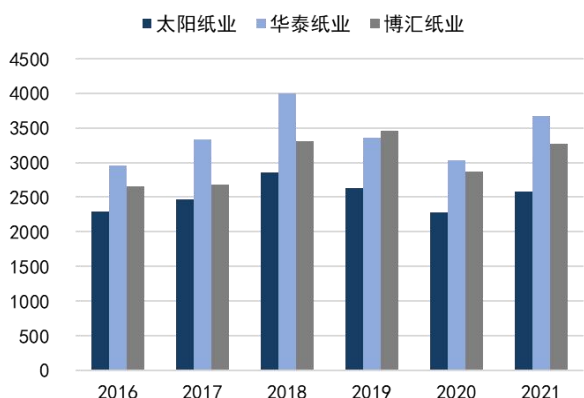
图59: 公司电及蒸汽收入、毛利与毛利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

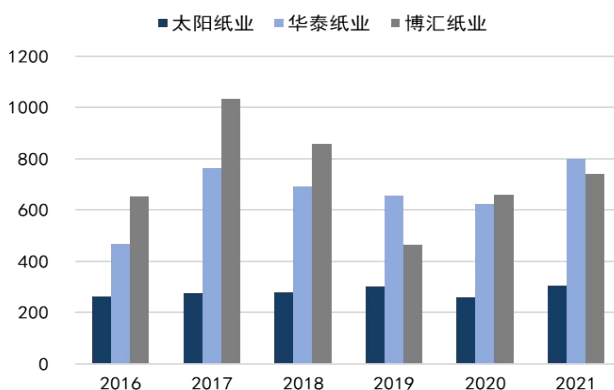
产能利用率与项目建设效率高, 吨原料吨折旧具备优势。以吨成本来衡量纸企的成本与效率, 公司的吨原料、吨能源和吨折旧均低于行业, 以文化纸为例, 2021年太阳文化纸吨原料成本 2585 元/吨, 低于华泰纸业 3674 元/吨、博汇纸业 3269 元/吨; 太阳文化纸吨能源成本 306 元/吨, 同行约 700-800 元/吨。更低的吨成本既与公司丰富的原料结构与能源结构有关, 也体现了较强的生产效率。此外, 公司文化纸与箱板纸的吨折旧成本低于同行, 纸浆项目建设周期短、运行效率高, 产能利用率处于行业较高水平, 具备规模化的成本优势。

图60: 公司文化纸吨原料成本较低



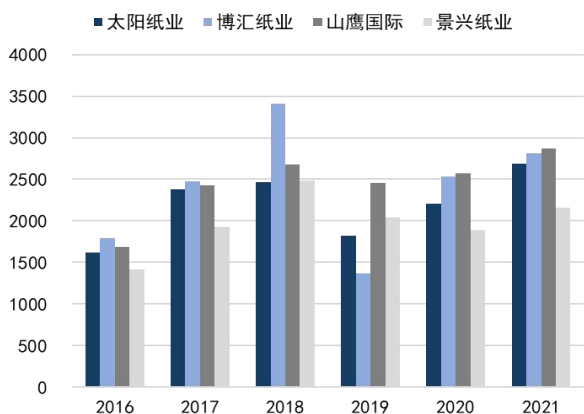
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图61: 公司文化纸吨能源成本较低



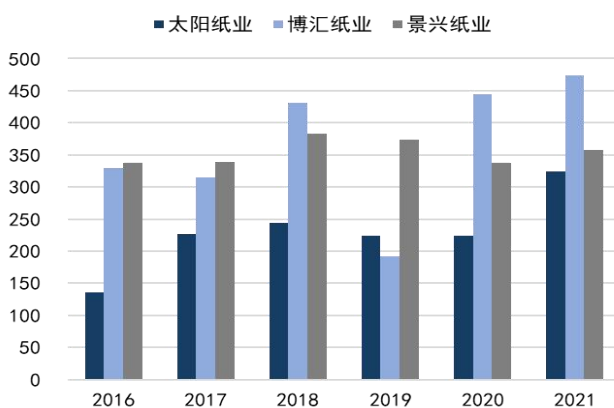
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图62: 公司箱板纸吨原料成本较低



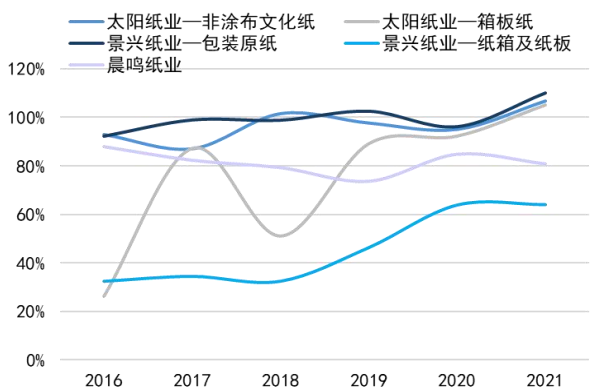
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图63: 公司箱板纸吨能源成本较低



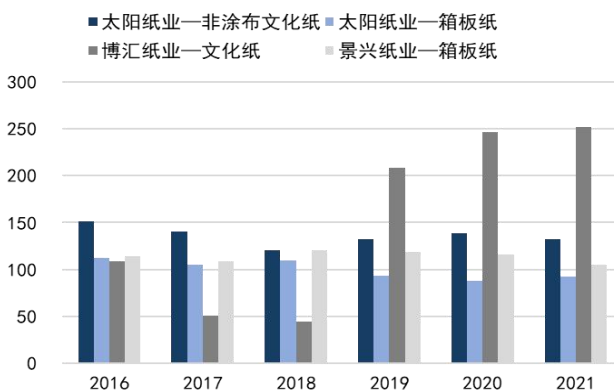
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图64: 公司产能利用率处于行业较高水平



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图65: 公司吨折旧成本低于行业

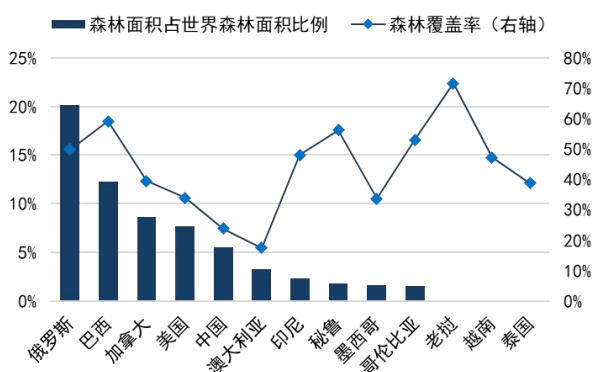


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

3.5 成本优势三：布局林木，林浆纸一体奠定长期优势

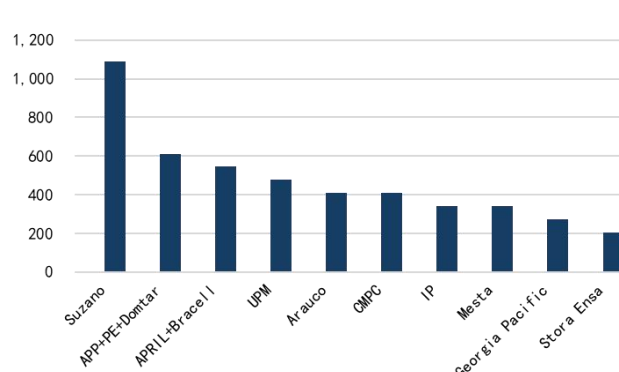
造纸对上游纤维资源的依赖度高，木浆占生产成本的 50-60%，林木为产业链的核心资源，其中培育制浆用速生林需要储备林地及栽培，而林木的成熟周期较长，至少 5 年以上才能采伐用于生产。根据联合国粮食及农业组织数据，2020 年俄罗斯、巴西与北美占全球森林资源的比例分别为 20.1%/12.3%/16.3%，全球林木资源分布不均，导致全球商品浆产能也主要分布在森林资源丰富的拉美、芬兰与北美等区域。

图66: 全球森林资源集中在俄罗斯、北美与拉美等地区



资料来源：联合国粮食及农业组织、世界银行，国信证券经济研究所整理

图67: 全球主要商品浆厂产能 CR10 达 69% (2022 年)



资料来源：Suzano 公告，国信证券经济研究所整理

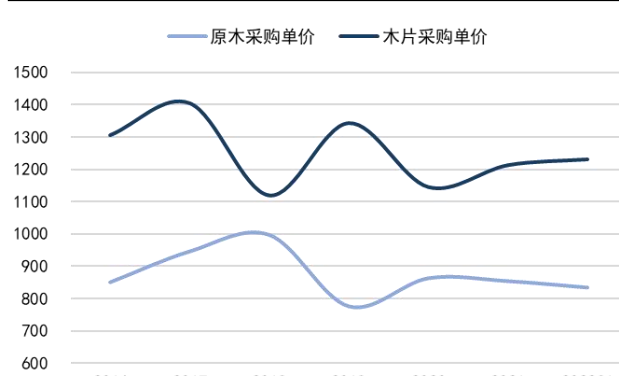
公司木片、原木年采购量较大，外购木片价格波动。外购原木与木片方面，公司已建立起相对顺畅的木片与原木的采购交易渠道，国内主要从山东和广西及周边地区采购，其中山东主要采购杨木、广西以桉木为主；进口木片主要从越南、泰国与澳大利亚等采购。根据公告，2021 年公司原木量采购 109 万吨、木片采购量 334 万吨，同时外购木片均价受成本、市场供需与运输费等因素影响而波动较大，历史看单吨采购价年波动幅度在 20~300 元。

图68: 公司原木及木片采购量 (万吨)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图69: 公司原木及木片采购均价 (元/吨)

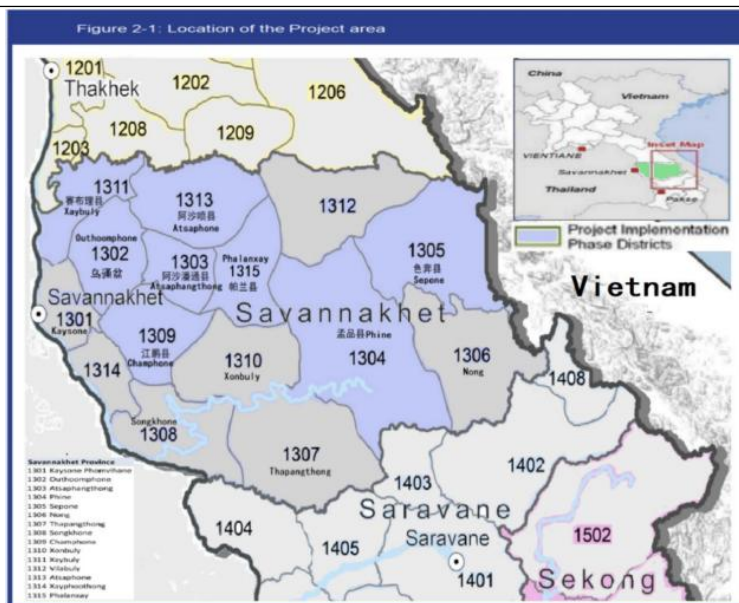


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司于 2008 年在老挝布局林浆纸一体化项目，与老挝政府签署了建设示范林基地的土地合同，同时公司还计划采用“3+2”方式与当地百姓合作造林，即公司为当地百姓提供树苗、技术指导并收购其林木，当地百姓提供劳动力和土地种林。公司在老挝经营的森林主要位于沙湾拿吉省的色奔县、孟品县、帕兰县、阿沙潘通、

阿沙喷、江鹏、赛布里、乌通盆等地。

图70: 老挝林地资源分布



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

林浆纸布局向上切入木片原料，自制内化外部成本，奠定长期利润优势。老挝 10 万公顷原料生产基地建设稳步推进，速生林长势较好，出材量接近南美巴西等国水平，截至 2023 年，公司老挝基地纸浆林的种植保有面积达 6 万公顷，自营林和百姓合作林面积约各 50%，未来将以每年新增 1-1.2 万公顷的种植规模稳步推进并逐步加大种植力度，随着当地居民种植效应，百姓合作林的种植面积也会随之加大。中长期看，随着老挝造林陆续进入轮伐期，公司自制木片比例提升，在自制木片低成本、运输距离近以及政策优势的加持下，有望进一步发挥老挝基地林纸浆一体化的成本优势。

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：考虑公司的产能投放节奏与基于供需对后市浆、纸价格的走势判断，其中：

文化纸：公司文化纸具备差异化产品优势，新增产能主要为颜店特种纸产能与广西南宁 40 万吨特种纸产能，预计将在 2025 年陆续投产，新增产能释放带来产销量增加，预计 2024-2026 年非涂布文化纸收入同比+0.4%/2%/9%，铜版纸收入同比+15%/4%/3%。

牛皮箱板纸：随着广西南宁一期 100 万吨高档包装纸产能陆续释放，2024 年公司牛皮箱板纸产销两旺、满产满销；南宁一期剩余 100 万吨箱板纸预计将在 2025Q4 投产。预计 2024-2026 年公司牛皮箱板纸收入同比+16%/4%/27%。

溶解浆：2024/10 公司启动兖州溶解浆搬迁项目，预计 2025Q2 完成生产线的搬迁和升级改造，项目落地广西浆进一步利用当地原料与物流优势、提升产品竞争力，预计 2024-2026 年溶解浆收入同比-15%/4%/3%，

生活用纸：随着广西太阳 30 万吨生活用纸及后加工项目产能释放，公司生活用纸业务有望延续快速增长，预计 2024-2026 年收入同比+16%/22%/14%。

表12：太阳纸业收入分业务拆分

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
非涂布文化用纸	86.71	108.58	133.10	133.6	136.7	148.8
yoy	20%	25%	23%	0.4%	2%	9%
毛利率	16.0%	16.6%	16.6%	15.0%	16.0%	17.0%
铜版纸	40.99	31.76	35.06	40.5	42.0	43.1
yoy	17%	-23%	10%	15%	4%	3%
毛利率（%）	19.7%	15.1%	12.9%	16.0%	16.0%	16.0%
生活用纸	8.57	15.32	20.49	23.8	28.9	33.0
yoy	9%	79%	34%	16%	22%	14%
毛利率（%）	4.1%	9.1%	14.4%	14.5%	14.8%	15.0%
淋膜原纸	16.10	16.77	12.64	9.7	11.3	12.4
yoy	95%	4%	-25%	-23%	16%	10%
毛利率（%）	22.3%	12.3%	4.7%	12.0%	12.0%	12.0%
牛皮箱板纸	98.70	103.94	98.07	114.2	118.7	150.8
yoy	137%	5%	-6%	16%	4%	27%
毛利率（%）	15.4%	10.2%	14.7%	14.5%	15.0%	16.5%
瓦楞原纸	0.39	0.95	0.46	2.76	3.31	3.97
yoy	-48%	142%	-52%	500%	20%	20%
毛利率（%）	1.7%	2.3%	9.3%	6.0%	7.0%	8.0%
化机浆	18.27	19.94	18.39	16.5	17.6	18.5
yoy	2%	9%	-8%	-10%	6%	5%
毛利率（%）	21.2%	20.4%	22.1%	22.0%	22.0%	22.0%
化学浆	1.50	33.60	17.53	15.93	16.39	17.51
yoy	56%	2140%	-48%	-9%	3%	7%
毛利率（%）	-6.8%	13.9%	17.4%	15.0%	15.5%	16.0%
溶解浆	32.55	41.71	36.67	31.3	32.4	33.4
yoy	49%	28%	-12%	-15%	4%	3%
毛利率（%）	23.0%	22.7%	16.1%	18.0%	18.0%	18.0%
电及蒸汽	10.72	19.95	18.07	18.1	19.0	19.9
yoy	35%	86%	-9%	0.0%	5%	5%
毛利率	18.0%	20.5%	21.9%	20.0%	20.0%	20.0%
合计						
总营收（亿元）	320.10	397.89	395.44	414.12	434.52	489.96
增速	48.2%	24.3%	-0.6%	4.7%	4.9%	12.8%
毛利率	17.4%	15.2%	15.9%	15.6%	16.0%	16.8%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计公司 2024-2026 年营收为 414.1/434.5/490.0 亿元，同比增长 4.7%/4.9%/12.8%，毛利率分别为 15.6%/16.0%/16.8%，小幅提升。

费用及其他收益假设：

销售费用：主要由为职工薪酬、差旅费、市场推广费与仓储费等，公司销售费率控制优异，假设 2024-2026 年销售费用率稳定在 0.4%-0.5%。

管理费用：包括职工薪酬、污水处理费与折旧费等，管理精益，假设 2024-2026 年管理费用率保持在 2.4%。

研发费用：公司坚持创新引领，持续较大的研发投入，假设 2024-2026 年研发费

用率分别为 2.0%/2.1%/2.2%。

财务费用：主要为利息支出与收入、汇兑损益与手续费支出等，假设 2024-2026 年为-2.1%/-2.0%/-1.8%。

所得税：考虑到公司广西基地、老挝基地税收优惠于 2025 年起陆续结束，预计 2025 年后公司所得税率小幅提升。

未来 3 年业绩预测

表13：未来 3 年盈利预测表

(单位：百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	39,767	39,544	41,412	43,452	48,996
收入同比	24.3%	-0.6%	4.7%	4.9%	12.8%
毛利率	15.2%	15.9%	15.6%	16.2%	16.8%
管理费用率	2.6%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
研发费用率	2.0%	2.3%	2.0%	2.1%	2.2%
销售费用率	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%
财务费用率	-2.1%	-1.9%	-2.1%	-2.0%	-1.8%
归属于母公司净利润	2809	3086	2887	3293	3924
EPS	1.01	1.10	1.03	1.18	1.40
ROE	12.2%	11.8%	10.6%	11.4%	12.6%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们得到公司 2024-2026 年收入分别为 414.1/434.5/490.0 亿元，同比+4.7%/4.9%/12.8%；归母净利润分别为 28.9/32.9/39.2 亿元，同比分别-6.4%/+14.1%/+19.1%；对应 EPS 为 1.03/1.18//1.40 元。

盈利预测的敏感性分析

我们采用中性、谨慎和乐观情境下公司的利润水平，其中主要变量为收入增速、毛利率和费用率。在收入增速和盈利能力调整的情况下，公司业绩的敏感性主要体现在未来的利润增速上，若收入、毛利率整体处于乐观/谨慎情况下（收入增速提升/下降 5pct、毛利率提升/下降 1pct、期间费用率下降/提升 0.5pct），2022-2026 年净利润复合增速分别为 18.0%和-1.2%（中性情况下复合增速 8.7%），利润增速波动幅度约为 19.2pct。

表14：情景分析（乐观、中性、谨慎）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
乐观预测					
营业收入(百万元)	39,767	39,544	43,390	47,697	56,167
(+/-%)	24.3%	-0.6%	9.7%	9.9%	17.8%
净利润(百万元)	2809	3086	3703	4403	5442
(+/-%)	-5.0%	9.9%	20.0%	18.9%	23.6%
摊薄 EPS	1.01	1.10	1.32	1.58	1.95
中性预测					
营业收入(百万元)	39,767	39,544	41,412	43,452	48,996
(+/-%)	24.3%	-0.6%	4.7%	4.9%	12.8%
净利润(百万元)	2809	3086	2887	3293	3924
(+/-%)	-5.0%	9.9%	-6.4%	14.1%	19.1%
摊薄 EPS(元)	1.01	1.10	1.03	1.18	1.40
谨慎预测					

营业收入(百万元)	39,767	39,544	39,435	39,406	42,463
(+/-%)	24.3%	-0.6%	-0.3%	-0.1%	7.8%
净利润(百万元)	2809	3086	2128	2329	2673
(+/-%)	-5.0%	9.9%	-31.0%	9.5%	14.8%
摊薄 EPS	1.01	1.10	0.76	0.83	0.96

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点, 我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值: 以 FCFE 方法得到合理股价为 15.4-20.1 元

未来 10 年估值假设条件见下表:

表15: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
营业收入增长率	-0.6%	4.7%	4.9%	12.8%	5.5%	4.0%	4.0%	3.5%
营业成本/营业收入	84.1%	84.4%	84.0%	83.2%	83.2%	83.2%	83.2%	83.2%
管理费用/营业收入	4.6%	4.4%	4.5%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%
销售费用/销售收入	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业税及附加/营业收入	0.6%	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
所得税税率	6.6%	9.0%	8.5%	12.0%	12.0%	12.0%	14.0%	14.0%
股利分配比率	37.4%	40.0%	45.0%	45.0%	50.0%	50.0%	50.0%	60.0%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

表16: 资本成本假设

无杠杆 Beta	0.78	T	8.99%
无风险利率	2.75%	Ka	8.60%
股票风险溢价	7.50%	有杠杆 Beta	1.10
公司股价 (元)	14.35	Ke	10.99%
发行在外股数 (百万)	2795	E/(D+E)	69.00%
股票市值 (E, 百万元)	40102	D/(D+E)	31.00%
债务总额 (D, 百万元)	18020	WACC	9.33%
Kd	6.20%	永续增长率 (10年后)	0.5%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

表17: 公司 FCFE 估值表

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
EBIT	4,202.7	4,529.9	5,387.9	5,688.4	5,918.9
所得税税率	8.99%	8.49%	12.00%	12.00%	12.00%
EBIT*(1-所得税税率)	3,825.0	4,145.4	4,741.3	5,005.8	5,208.6
折旧与摊销	2,113.1	2,394.7	2,589.8	2,729.8	2,873.9
营运资金的净变动	(383.2)	83.8	79.9	(468.5)	41.0
资本性投资	(4,296.8)	(4,535.5)	(800.0)	(2,667.8)	(1,733.9)
FCFF	1,258.0	2,088.3	6,611.0	4,599.3	6,389.7
PV (FCFE)	1,150.6	1,747.0	5,058.3	3,218.6	4,089.8
股票价值	48,800.8				
每股价值	17.46				

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表18: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		8.3%	8.8%	9.33%	9.8%	10.3%
永续 增长 率变 化	1.5%	23.45	21.17	19.19	17.45	15.91
	1.0%	22.15	20.09	18.27	16.67	15.25
	0.5%	21.02	19.13	17.46	15.98	14.65
	0.0%	20.03	18.29	16.74	15.35	14.11
	-0.5%	19.15	17.53	16.09	14.79	13.61

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：通过 PE 估值法得到合理股价为 16.5-18.9 元

可比公司选取：考虑到不同造纸龙头所经营的细分浆纸种类不同，对应下游客户属于不同领域、细分纸种的供需格局与盈利情况也存在差异，我们选取大宗纸龙头晨鸣纸业、山鹰国际、博汇纸业与华泰纸业作为可比公司。

表19: 可比公司具体概况

可比公司	主要产品	2023 年产能/产量（万吨）	2023 年营收（亿元）	预计 市场份额	2023 年归母净利润(亿元)
太阳纸业	文化纸、箱板纸、溶解浆、生活用纸等	超 1200 万吨,其中浆产能 500 万吨,纸产能 725 万吨	395	2.8%	30.9
晨鸣纸业	文化纸、白卡纸、静电纸等	超 1100 万吨,其中浆产能 430 万吨、造纸 670 万吨	266	1.9%	-12.8
山鹰国际	箱板纸、瓦楞纸、再生纤维等	约 812 万吨,其中箱板纸 772 万吨	293	2.1%	1.56
博汇纸业	白板纸、文化纸、牛皮箱板纸等	机制纸产量约 419 万吨	187	1.3%	1.82
华泰股份	文化纸、铜版纸、新闻纸等	纸制品产量约 182 万吨,浆产品产量 33 万吨	133	1.0%	2.37

资料来源：Wind，国信证券经济研究所

估值方法选取：由于新增产能集中释放、需求低迷以及成本上行影响，行业内纸企近两年普遍盈利承压，对应的估值较高；太阳纸业盈利表现优异，目前 PE-TTM 为 12x，处于近五年估值水平的 38.6%分位数。考虑到造纸行业周期性较强，因此在可比公司 PE 估值的基础上，我们通过复盘太阳历史 PE 的变化来衡量其合理估值水平，历史上在周期股能获得超额收益的顺周期阶段，公司的估值水平普遍有 4-8x 提升。

表20: 同类公司估值比较

代码	可比公司	收盘价(元)	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE				PE(TTM)	PEG
				2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E		
000488.SZ	晨鸣纸业	3.12	66.4	-12.8	-	-	-	-	-	-	-	-	-
600567.SH	山鹰国际	2.06	112.7	1.6	2.2	6.1	8.0	72.2	50.8	18.6	14.0	29.7	0.5
600966.SH	博汇纸业	5.15	68.8	1.8	2.1	5.8	8.0	37.9	32.2	11.8	8.6	15.3	0.3
600308.SH	华泰股份	3.73	56.6	2.4	-	-	-	23.9	-	-	-	28.8	-
平均值(剔除异常值)								44.7	41.5	15.2	11.3	26.8	
002078.SZ	太阳纸业	14.58	407.4	30.9	28.9	32.9	39.2	13.6	12.8	11.9	10.0	11.8	1.3

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

注 1: 晨鸣纸业、山鹰国际、博汇纸业与华泰股份盈利预测来自 Wind 一致预测

图71: 太阳纸业 PE 复盘: 顺周期阶段估值提升



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

注: 蓝色为历史上周期超额收益的顺周期阶段

估值回升的逻辑在于:

1、**顺周期:** 造纸是强周期属性行业, 其景气度与宏观经济息息相关。2024 年已处于经济周期磨底过程, 年内促消费、降息降准与国补等系列政策支持力度强, 2024Q4 内需已有积极改善, 2025 年有望迎来顺周期阶段;

2、**优异的盈利能力:** 2022 年以来造纸行业处于需求收缩、供给冲击与大宗价格高涨的周期底部, 行业内纸企盈利大幅波动且普遍承压, 而太阳近三年利润率维持在 7-9%, 为行业少有的稳定持续高盈利能力, 具备估值溢价;

3、**周期中的成长性:** 公司以产能的稳步扩张抵抗了行业的强周期性, 2025 年仍处于此轮产能扩张周期中, 后续待落地产能充足, 支撑未来 2-3 年约 10% 的年复合收入增速, 为公司带来估值溢价。

4、**具备分红率提升预期:** 2020-23 年公司股利支付率为 13%/18%/20%/27%, 2024/4 公司发布《未来三年分红回报规划(2024-2026 年)》, 在年度可分配利润为正且未来 12 个月内无重大投资计划或重大现金支出等事项发生的条件下, 每年以现金方式分配的利润应不低于母公司当年实现可分配利润的 20%。公司重视股东回报, 且当前大额资本开支阶段接近尾声, 未来分红率仍存在进一步提升预期。

因此从相对估值角度, 我们综合考虑行业平均 PE 与公司历史 PE 变化, 考虑到行

业存在顺周期下的需求复苏与景气度提升预期，以及公司具备的高盈利能力与成长性、逐步重视分红回报，我们给予公司 2025 年 14-16 倍 PE，对应股价 16.5-18.9 元，对应市值为 461-527 亿元。

投资建议

综合上述绝对估值与相对估值，我们认为公司股票合理价格区间在 16.5-18.9 元之间，2025 年动态市盈率 14-16 倍，相对于公司目前股价有 15%-31%溢价空间。考虑公司的龙头地位、较强的盈利能力和较好的成长性，维持“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 16.5-18.9 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.75%、风险溢价 7.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 0.5%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了造纸企业晨鸣纸业、山鹰国际、华泰股份、博汇纸业等作为可比公司的相对估值指标进行比较，同时考虑了公司历史 PE 变化，对当前公司估值提升的逻辑主要是建立在顺周期预期之下，可能未充分考虑经济复苏不及预期的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 4.7%/4.9%/12.8%，可能存在对公司收入预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们的盈利预测是以公司的产能投放节奏与基于供需对后市浆、纸价格的走势判断为基础，预计公司未来 3 年毛利率分别为 15.6%/16.0%/16.8%，稳中有升，可能存在对外部预期偏乐观、对原料等成本价格预测不准确等的情况，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 公司盈利受原料价格影响较大，而原料木浆属于全球定价商品，木片价格、海外产能投放、海外罢工、山火等非可控因素均会影响其价格波动；同时成本压力向下游的转嫁能力受到行业供需等影响，存在不确定性；从而存在高估未来 3 年业绩的风险。

经营风险

下游需求恢复不及预期：造纸是强周期属性行业，下游覆盖领域广，其景气度与宏观经济息息相关。若宏观经济复苏不及预期，可能会影响居民收入、购买力及消费意愿，进而影响下游对各类纸制品的需求。

市场竞争加剧风险：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，将对公司经营与盈利产生不利影响。

价格提振不及预期：纸价受多因素影响，包括原料、供需关系、竞争格局与盈利状况，综合影响纸价向上或向下的弹性与频次。若纸价提振不及预期而无法及时传导上游成本的压力，将对公司盈利能力产生较大不利影响。

原材料价格波动：公司生产所需主要原材料为木浆、木片、制浆造纸化学品等，主要产品原材料占比约 70-80%，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与盈利能力。

财务风险

税收优惠风险：公司全资子公司、孙公司目前在广西享有按应纳税所得额 9%计缴的税收优惠，并老挝政府签订了投资优惠政策，享有 7-8 年的免除利润税政策。若后续税收优惠政策取消，将对公司盈利产生不利影响。

汇率波动风险：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，因此将可能带来汇兑变动风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2386	2495	2783	2555	5629	营业收入	39767	39544	41412	43452	48996
应收款项	2500	2397	2557	2659	3011	营业成本	33735	33261	34961	36479	40775
存货净额	5339	4574	5184	5198	5278	营业税金及附加	178	220	185	217	269
其他流动资产	2358	3401	3341	3552	3994	销售费用	153	154	166	196	235
流动资产合计	12588	12868	13865	13963	17913	管理费用	814	1033	1035	999	1078
固定资产	32147	34539	36913	39025	37292	研发费用	538	781	952	1043	1127
无形资产及其他	1767	1883	1807	1732	1657	财务费用	834	760	888	889	897
投资性房地产	1256	984	984	984	984	投资收益	22	21	21	21	21
长期股权投资	256	277	300	322	344	资产减值及公允价值变动	(65)	(95)	(30)	(25)	(20)
资产总计	48014	50551	53869	56026	58189	其他收入	(978)	(746)	(862)	(1031)	(1251)
短期借款及交易性金融负债	10467	10211	11317	11323	10360	营业利润	3033	3296	3306	3637	4492
应付款项	5032	4815	5110	5300	5941	营业外净收支	35	23	(200)	(20)	(10)
其他流动负债	1949	1853	1964	2041	2293	利润总额	3068	3320	3106	3617	4482
流动负债合计	17448	16879	18391	18664	18594	所得税费用	251	219	204	307	538
长期借款及应付债券	6640	6702	6702	6702	6702	少数股东损益	8	15	14	17	21
其他长期负债	753	814	879	943	1007	归属于母公司净利润	2809	3086	2887	3293	3924
长期负债合计	7392	7516	7581	7645	7710	现金流量表（百万元）					
负债合计	24840	24395	25973	26309	26304	净利润	2809	3086	2887	3293	3924
少数股东权益	90	104	113	122	133	资产减值准备	40	6	5	4	(2)
股东权益	23084	26051	27783	29595	31753	折旧摊销	2047	2157	2113	2395	2590
负债和股东权益总计	48014	50551	53869	56026	58189	公允价值变动损失	65	95	30	25	20
关键财务与估值指标						财务费用	834	760	888	889	897
每股收益	1.01	1.10	1.03	1.18	1.40	营运资本变动	(1904)	(148)	(383)	84	80
每股红利	0.41	0.41	0.41	0.53	0.63	其它	(35)	4	3	5	13
每股净资产	8.26	9.32	9.94	10.59	11.36	经营活动现金流	3023	5199	4655	5806	6625
ROIC	10%	9%	9%	9%	10%	资本开支	(5913)	(4412)	(4297)	(4536)	(800)
ROE	12%	12%	10%	11%	12%	其它投资现金流	(4)	4	0	0	0
毛利率	15%	16%	16%	16%	17%	投资活动现金流	(5932)	(4429)	(4319)	(4558)	(822)
EBIT Margin	10%	10%	10%	10%	11%	权益性融资	5	0	0	0	0
EBITDA Margin	15%	16%	15%	16%	16%	负债净变化	1248	63	0	0	0
收入增长	24%	-1%	5%	5%	13%	支付股利、利息	(1150)	(1154)	(1155)	(1482)	(1766)
净利润增长率	-5%	10%	-6%	14%	19%	其它融资现金流	1627	1521	1107	6	(963)
资产负债率	52%	48%	48%	47%	45%	融资活动现金流	1828	(661)	(48)	(1476)	(2729)
股息率	2.9%	2.9%	2.9%	3.7%	4.4%	现金净变动	(1081)	109	288	(228)	3074
P/E	14.3	13.0	13.9	12.2	10.2	货币资金的期初余额	3468	2386	2495	2783	2555
P/B	1.7	1.5	1.4	1.4	1.3	货币资金的期末余额	2386	2495	2783	2555	5629
EV/EBITDA	10.9	10.4	10.5	9.6	8.3	企业自由现金流	(2199)	1355	1258	2088	6611
						权益自由现金流	676	2939	1611	1317	4898

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032