



买入 (首次)

所属行业: 轻工制造/造纸
当前价格(元): 10.57

证券分析师

徐傥

资格编号: S0120523020002

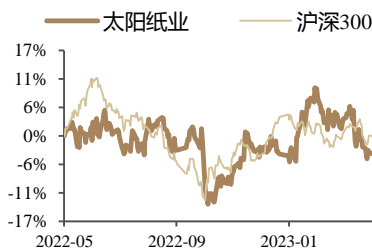
邮箱: xucai@tebon.com.cn

研究助理

成浅之

邮箱: chengqz@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-7.20	-12.06	-15.98
相对涨幅(%)	-2.78	-8.35	-11.21

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

太阳纸业(002078.SZ): 攻守兼备, 日出东方

投资要点

- **攻守兼备的林浆纸一体化龙头。**太阳纸业创立于1982年,于2006年在深交所成功上市。山东、广西和老挝三大基地协同发展,已成为国内有影响力的“林浆纸一体化”综合性纸浆产品供应商。公司纸浆产能已突破千万,木浆自给率达到60%左右,2012年-2022年收入CAGR为14.34%,归母净利润CAGR为31.92%。产能扩张驱动稳健成长,盈利平滑周期波动。
- **浆价延续下行趋势,造纸周期拐点已至。**供应链持续宽松,内需复苏节奏慢于外需下滑,23年浆价或处于下行通道。但成本端木片供应偏紧,对纸浆价格起到一定支撑作用,或能减缓浆价下调速度。按照库存周期的演绎逻辑,我们判断造纸行业已进入主动去库存阶段,纸企盈利下行后逐步企稳,预计行业最早将于23Q4进入被动去库存阶段,届时开启全面复苏。
- **供需博弈下,文化纸成本改善逻辑有望率先兑现。**1) **文化纸:**受益于传统出版旺季、疫情后展会活动重启和二十大后党建社会需求的催化,23年以来文化纸需求复苏向好,挺价优秀。随着浆价持续下行,文化纸企盈利有望逐季改善。2) **包装纸:**供需矛盾叠加零关税进口纸冲击,23年以来箱板瓦楞市场呈现低迷态势,需密切关注需求复苏节奏以及供应格局变化。
- **林木资源是未来发展关键,老挝基地奠定长期竞争力。**近年来造纸企业纷纷加码林浆纸一体化,增强自身纸浆供给能力,平抑行业盈利的周期性变化,木片供应偏紧有望成为常态。与纸浆不同,林木资源具有较强的稀缺性且需要长期布局,将成为重要的战略性资源。复盘林浆纸一体化先驱金光纸业的成长之路,林木资源禀赋是成就造纸巨头的关键。太阳纸业极具前瞻性地于2008年布局老挝基地,享受区位优势,掌握林木资源。截至22年4月,老挝基地拥有的速生林规模近6万公顷,并计划短期内实现每年新增1万公顷速生林种植规模,自有林地优势有望逐步释放,资源壁垒难以复刻。
- **产能扩充增量空间广阔,成本优势铸就利润基石。****收入端:**公司历经三轮扩张期,成长路径明确。随着22年广西南宁525万吨林浆纸一体化项目的启动,公司有望进入开启新一轮快速成长期,顺利投产后公司产能或增长50%,打开业绩增量空间。**成本端:**公司文化纸毛利率位居前列,箱板纸毛利率后来居上。受益于林浆纸一体化建设和优秀的成本管控能力,公司在原材料、能源动力等方面优势显著。随着公司原料自给率的提高,利润空间有望进一步增厚。
- **盈利预测与投资建议:**太阳纸业作为国内领先的造纸企业,林浆纸一体化成本优势明显。短期浆价回落与需求修复带来盈利弹性,中期南宁基地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2023-2025年实现收入411.52/468.61/520.99亿元,分别同比增长3.5%/13.9%/11.2%;实现归母净利润31.0/39.7/46.0亿元,分别同比增长10.4%/28.2%/15.8%,对应PE为9.53/7.43/6.42X,低于行业均值,首次覆盖给予“买入”评级。公司股价启动先于板块,上涨斜率较高,具有明显的“超额前置”特征,建议周期底部左侧布局。
- **风险提示:**宏观经济复苏不及预期;原材料价格波动超预期;投产节奏不及预期。

股票数据

总股本(百万股):	2,794.68
流通 A 股(百万股):	2,743.95
52 周内股价区间(元):	10.17-12.92
总市值(百万元):	29,539.81
总资产(百万元):	49,094.32
每股净资产(元):	8.42

资料来源:公司公告

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	32,159	39,767	41,152	46,861	52,099
(+/-)YOY(%)	49.0%	23.7%	3.5%	13.9%	11.2%
净利润(百万元)	2,929	2,809	3,100	3,974	4,601
(+/-)YOY(%)	50.0%	-4.1%	10.4%	28.2%	15.8%
全面摊薄 EPS(元)	1.05	1.01	1.11	1.42	1.65
毛利率(%)	17.2%	15.2%	14.4%	15.2%	15.6%
净资产收益率(%)	15.7%	12.2%	11.8%	13.2%	13.2%

资料来源:公司年报(2021-2022),德邦研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 太阳纸业：攻守兼备的林浆纸一体化龙头	8
1.1. 多纸种布局横向拓展，林浆纸建设纵向深化	8
1.2. 股权结构集中稳定，激励充分调动发展活力	9
1.3. 产能扩张拉动营收，盈利平滑周期波动	11
2. 造纸行业：周期拐点已至，盈利改善兑现	13
2.1. 库存周期复盘：行业进入主动去库存阶段，逐步企稳向上	14
2.2. 纸浆：短期浆价延续下行，未来需求增量主要在中国	16
2.2.1. 价格判断：供给宽松，需求走弱，浆价持续下行	16
2.2.1. 中期供需：供需弱平衡，中国贡献主要增量	18
2.3. 文化纸：供需格局向好，成本优化逻辑有望率先兑现	20
2.3.1. 价格判断：旺季到来，供需边际优化，文化纸挺价优秀	20
2.3.2. 供需格局：供大于求，进口冲击，龙头扩张加速行业整合	22
2.4. 包装纸：周期底部，静待改善	24
2.4.1. 价格判断：供需失衡，进口冲击，包装纸短期下行压力较大	24
2.4.1. 供需格局：龙头扩张加速行业整合	26
2.5. 溶解浆：进口依存度或维持高位，下游纺服回暖有望带动复苏	28
3. 林木资源是未来发展关键，老挝基地奠定长期竞争力	30
3.1. 林浆纸一体化成为行业趋势，林木资源决定未来竞争力	30
3.2. 复盘金光纸业成长之路，林木资源禀赋支撑龙头扩张	32
3.3. 高瞻远瞩筚路蓝缕，老挝基地资源壁垒高筑	36
4. 产能扩充增量空间广阔，成本优势铸就利润基石	38
4.1. 南宁基地开启新一轮产能扩张	38
4.2. 林浆纸一体化增厚利润空间	39
5. 盈利预测及投资建议	42
6. 风险提示	45

图表目录

图 1: 太阳纸业发展历程	8
图 2: 2011 年以来分产品收入 (亿元)	8
图 3: 2011 年以来各产品毛利率	8
图 4: 太阳纸业三大基地	9
图 5: 太阳纸业股权结构	9
图 6: 公司营收增长稳健	12
图 7: 公司归母净利润增长稳健	12
图 8: 太阳纸业销售毛利率位于行业前列 (%)	12
图 9: 太阳纸业销售净利率优于同行 (%)	12
图 10: 公司控费能力优秀	13
图 11: 公司现金流较为充裕	13
图 12: 造纸行业产业链	13
图 13: 造纸行业框架	14
图 14: 18 年至今纸周期复盘	15
图 15: 原材料库存情况 (千吨, 天数)	16
图 16: 箱板纸、白卡纸、双胶纸开工率 (%)	16
图 17: 针叶浆和阔叶浆内盘市场价 (元/吨)	16
图 18: 针叶浆和阔叶浆外盘报价 (美元/吨)	16
图 19: 全球意外停机致纸浆减产统计 (单位: 千吨)	17
图 20: 阔叶浆产能建设情况 (单位: 千吨)	17
图 21: 我国主要港口库存情况 (千吨)	17
图 22: 中美欧 PMI (%)	18
图 23: 主要纸种消费量 (千吨)	18
图 24: Suzano 现金成本呈上升趋势	18
图 25: Suzano2021~2022 现金成本拆分 (R\$/吨)	18
图 26: 巴西是木浆最大出口国	19
图 27: 中国是木浆最大进口国	19
图 28: 进口依存度逐步下降	19
图 29: 国内木浆产能产量稳步提升	19
图 30: 全球各纸种消费量预测 (百万吨)	20
图 31: 中国纸浆消费量占比	20
图 32: 中国纸浆消费量预测 (百万吨)	20

图 33: 中国纸及纸板消费量	20
图 34: 2018 年至今双铜纸价格走势 (元/吨)	21
图 35: 2018 年至今双胶纸价格走势 (元/吨)	21
图 36: 双胶纸双铜纸开工率	21
图 37: 双胶纸双铜纸企业库存(千吨).....	21
图 38: 双铜纸和双胶纸毛利 (元/吨)	22
图 39: 双胶纸产能产量消费量 (千吨) 情况	22
图 40: 双铜纸产能产量消费量 (千吨) 情况	22
图 41: 图书期刊总印数.....	23
图 42: 在校生及出生人数	23
图 43: 中国展览会数量 (场)	23
图 44: 数字阅读市场规模 (亿元)	23
图 45: 2020 年双胶纸竞争格局	24
图 46: 双铜纸竞争格局.....	24
图 47: 2018 年至今瓦楞纸价格走势 (元/吨)	24
图 48: 2018 年至今箱板纸价格走势 (元/吨)	24
图 49: 箱板瓦楞纸开工率 (%)	25
图 50: 箱板瓦楞纸月度企业库存 (千吨)	25
图 51: 瓦楞箱板纸月度进口量 (千吨)	25
图 52: 瓦楞箱板纸月度进口均价 (美元/吨)	25
图 53: 2018 年至今废黄板纸价格走势 (元/吨)	26
图 54: 箱板瓦楞纸毛利 (元/吨)	26
图 55: 箱板纸产能产量消费量 (千吨) 情况	26
图 56: 瓦楞纸产能产量消费量 (千吨)	26
图 57: 规模以上快递业务量 (亿)	27
图 58: 食品饮料家电服装当月零售额同比 (%)	27
图 59: 箱板瓦楞纸产能集中度.....	28
图 60: 山鹰国际产能利用率高于行业平均水平	28
图 61: 溶解浆产业链	29
图 62: 溶解浆与阔叶浆、针叶浆价格相关性	29
图 63: 溶解浆与粘胶短纤、棉花价格相关性	29
图 64: 2021-2022 年溶解浆按主要贸易伙伴进口量对比 (万吨)	30
图 65: 中国溶解浆年度进口量及同比.....	30

图 66: 溶解浆价格底部企稳	30
图 67: 服装鞋帽、针、纺织品类当月零售额 (亿元)	30
图 68: 2022 年太阳纸业文化纸成本拆分	31
图 69: 2022 年仙鹤股份主营业务成本拆分	31
图 70: 纸浆龙头和造纸龙头企业毛利率 (%)	31
图 71: 我国木片进口金额和进口量提升	32
图 72: 木片进口均价 (美元/吨)	32
图 73: 金光纸业发展历程图	33
图 74: 金光纸业各产品营收 (亿元)	34
图 75: 金光纸业各产品毛利率	34
图 76: 部分公司木浆自给率	34
图 77: 母公司 APP 营收和营业利润	35
图 78: 2021 全球商品浆产能 TOP10	35
图 79: APP 印尼管理林业规模超 100 万公顷	36
图 80: 金光纸业营收情况	36
图 81: 金光纸业归母净利润情况	36
图 82: 2020 各国森林覆盖率对比	37
图 83: 公司消耗性生物资产逐年提升	37
图 84: 太阳纸业老挝基地	37
图 85: 劳动力成本对比 (人民币)	37
图 86: 三大基地产能发展历程 (万吨)	38
图 87: 2022 年阔叶木片进口量分国别占比	39
图 88: 2022 年各省市阔叶木片进口均价	39
图 89: 非涂布文化纸毛利率对比	40
图 90: 铜版纸毛利率对比	40
图 91: 箱板纸毛利率对比	40
图 92: 浆产品毛利率对比	40
图 93: 公司木浆自给率稳步提升	40
图 94: 自产化机浆成本与市场价 (元/吨)	41
图 95: 自产化学浆成本与市场价 (元/吨)	41
图 96: 吨纸能源成本对比	41
图 97: 电及蒸汽收入与毛利率	41
图 98: 公司溶解浆根据市场价格灵活调整	42

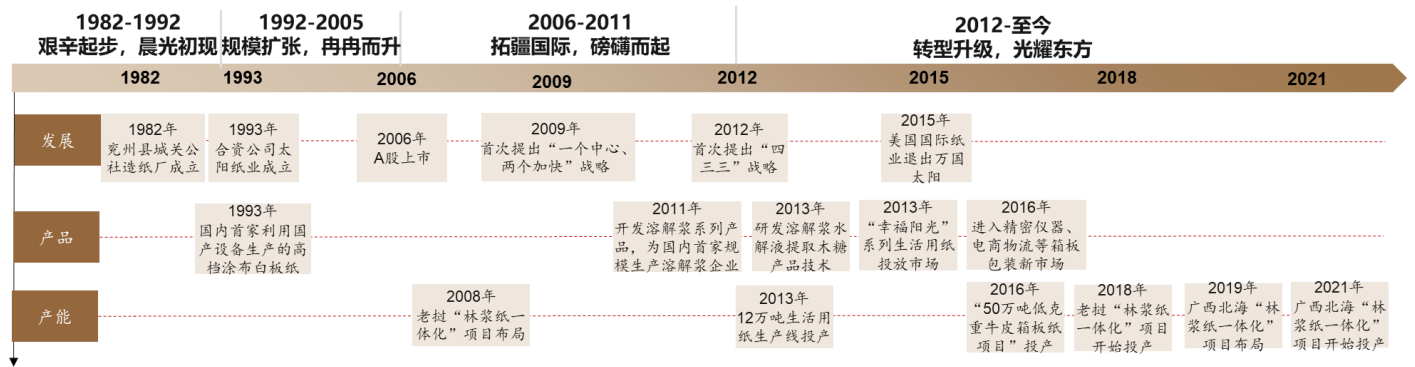
图 99: 溶解浆每吨销售价格、成本、原材料成本.....	42
图 100: 太阳纸业造纸板块累计收益率与浆价的关系	45
表 1: 公司管理团队	10
表 2: 太阳纸业三期股票激励计划.....	11
表 3: 公司浆纸产能建设 (万吨) (截止 2022 年底)	11
表 4: 主要浆厂产能建设情况.....	17
表 5: 23 年箱板瓦楞纸新增产能.....	27
表 6: 国内纸企的海外废纸浆产线.....	28
表 7: 部分纸企新建纸浆产能规划.....	31
表 8: 金光纸业主要产品	33
表 9: 金光纸业浆产销量	34
表 10: 公司管理和经营的林地情况 (截止至 2021 年 3 月)	34
表 11: 太阳纸业计划新建产能.....	39
表 12: 2021 年公司废纸系原料来源.....	41
表 13: 公司营收拆分预测	43
表 14: 公司盈利预测	44
表 15: 可比公司估值	44

1. 太阳纸业：攻守兼备的林浆纸一体化龙头

1.1. 多纸种布局横向拓展，林浆纸建设纵向深化

深耕行业 40 年，铸就造纸领军企业。山东太阳纸业股份有限公司创立于 1982 年，于 2006 年在深交所成功上市。数十年来，太阳纸业开拓进取，山东、广西和老挝三大基地协同发展，产品多元创新谋发展，主要产品包括文化用纸、包装用纸、食品纸、生活用纸、特种工业纸、木浆产品等，已成为国内有影响力的“林浆纸一体化”综合性纸浆产品供应商。

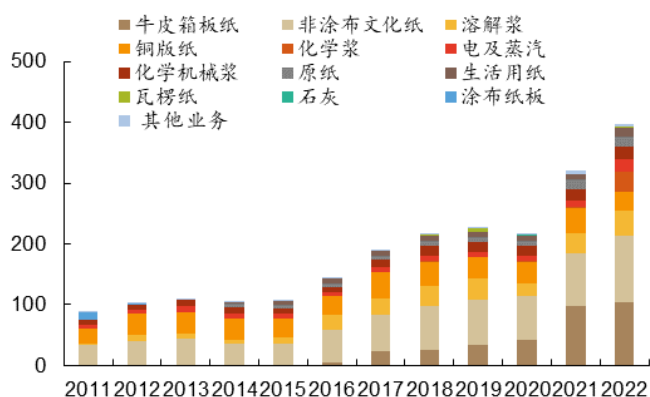
图 1：太阳纸业发展历程



资料来源：公司公告，太阳纸业官网，德邦研究所

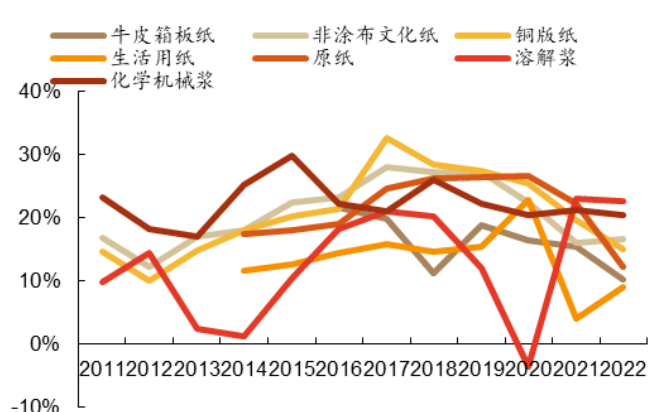
实施“四三三”中长期发展产品战略，文化纸和包装纸是公司收入的两大主要来源。2012年起，太阳纸业开始依据“四三三”战略加速产品结构调整，在坚持以造纸为主要经营行业的基础上，探索发展生物质新材料与快速消费品行业，并最终形成纸产品利润占 40%、生物质新材料占 30%、快速消费品占 30% 的利润格局。目前文化纸（包括非涂布文化纸、铜版纸）是公司长期稳定的主要收入来源，2022 年占总收入 35%，文化纸毛利率约为 16.23%。自 2016 年太阳纸业进入包装领域，包装纸逐渐成为太阳纸业收入的另一重要支柱，22 年牛皮箱板纸收入占总收入约 26.13%，其毛利率约为 10.22%。此外，2022 年溶解浆收入为 41.71 亿元，占比约为 10.49%，毛利率为 22.69%。

图 2：2011 年以来分产品收入（亿元）



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

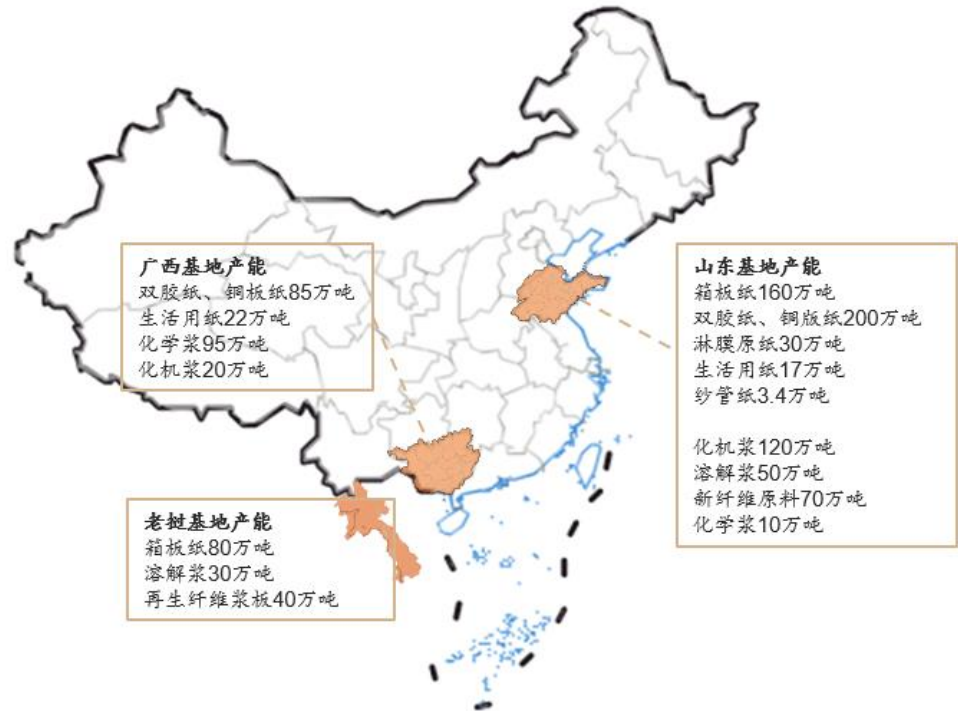
图 3：2011 年以来各产品毛利率



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

林浆纸一体化建设纵向深化，三大基地基本成型。“林浆纸一体化”是太阳纸业为可持续均衡发展而设立的长期工程。山东基地是公司的发展基石，主要辐射北方市场；老挝基地是重要的原料基地，是公司践行林浆纸一体化的核心竞争力；广西基地是未来扩产的发展重心，主要服务南方市场，已经形成北海和南宁双园区并肩发展的格局。未来，太阳纸业山东基地、广西基地、老挝基地将继续相互协调、统筹发展，是公司中长期稳定发展的坚实基础。

图 4：太阳纸业三大基地



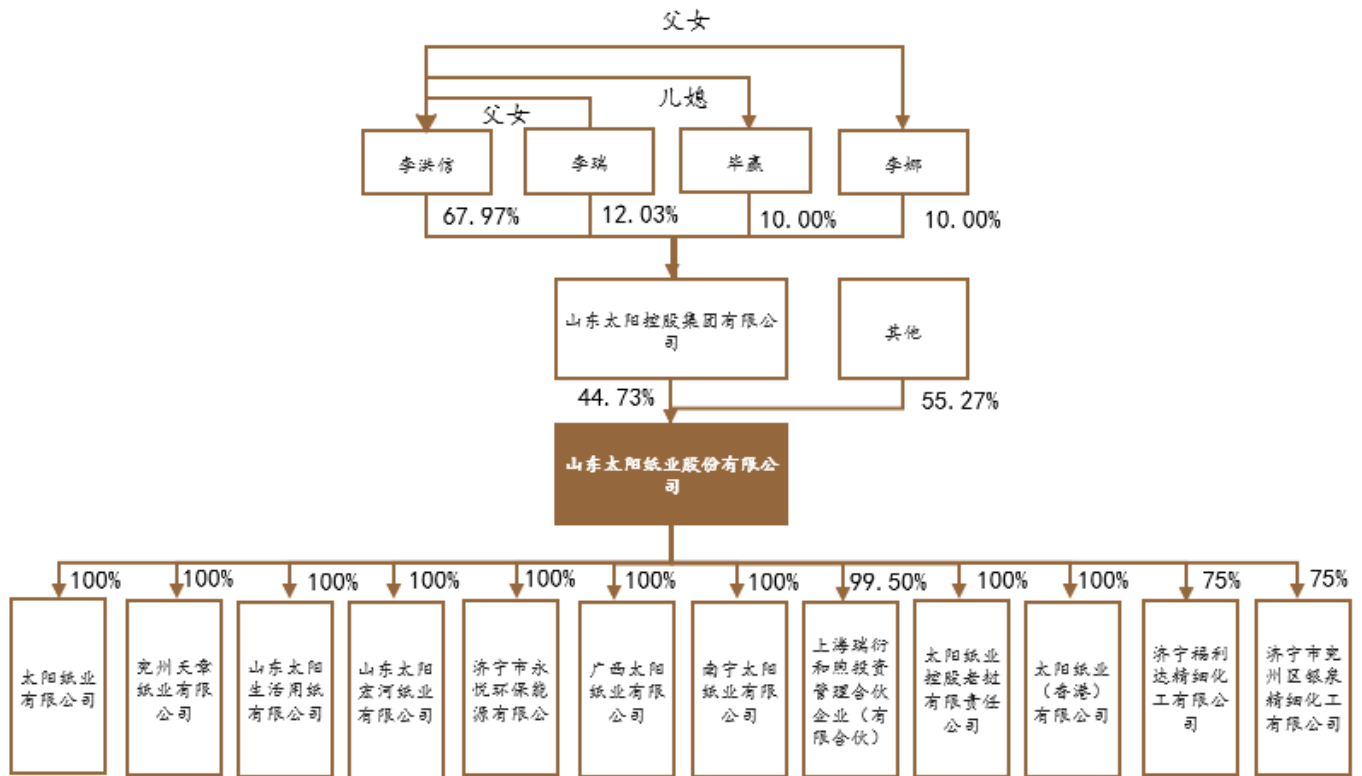
注：山东基地化学浆、山东基地化学机械浆、山东基地双胶纸与铜版纸、山东基地淋膜原纸、山东基地新纤维原料产能数值为近似值。

资料来源：公司公告，投关记录公告，可转债跟踪评级报告，德邦研究所

1.2. 股权结构集中稳定，激励充分调动发展活力

股权结构稳定，较为集中。根据 22 年年报，公司控股股东为山东太阳控股集团有限公司，拥有公司 44.73% 股份，实际控制人为公司李洪信，通过该集团间接持有公司 30.40% 的股权。公司股权结构相对集中稳定，有利于公司各项发展战略的布局与顺利实施。旗下 12 家控股子公司覆盖业务广泛，主要包含造纸、纸制品销售、化工、投资管理等。

图 5：太阳纸业股权结构



注：股权结构截止 2022 年报
资料来源：Wind，2022 年公司年报，德邦研究所

核心管理团队稳定，基层团队忠诚度高。公司核心管理团队经验丰富，对行业发展趋势和市场需求的洞察力强。1982 年董事长李洪信白手起家，带领 30 多位员工进入造纸行业艰辛创业。战略眼光长远，重视人才资源。董高管普遍在 2000 年前加入公司，且长期在一线岗位技术部门担任要职，拥有丰富的市场、生产、管理、技术经验。公司基层团队扎实可靠，对公司有很高的认可度与忠诚度，确保了公司出众的企业运营管理模式。

表 1：公司管理团队

人员	职位	履历简介
李洪信	董事长、总经理	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	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	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	董事、副总经理、财务总监	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	高级工程师。1999 年加入山东太阳纸业股份有限公司。
陈昭军	副总经理	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	大学学历。1989 年加入本公司，历任公司办公室主任、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。
庞福成	副总经理、董事会秘书	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：Wind，2022 年公司年报，德邦研究所

激励计划充足，促进长远发展。公司进一步健全长效激励机制，从 2014 年到

2019年，为公司董事、高管、核心技术（业务、财务）人员相继实施了两轮限制性股票激励计划，激励人数分别为179人和674人。公司于2021年再次推出股权激励计划，拟授予的股权激励计划限制性股票权益总数为6228.10万股，授予对象共计1185人，包含公司（含控股子公司）董事、高级管理人员及核心业务（技术）人员，基础目标以2020年净利润为基数，未来3年的净利润增长率不低于30%、40%、50%。激励授予股票数量和人数逐次增加，使公司利益和员工个人利益相结合，促进公司业绩持续增长。

表 2：太阳纸业三期股权激励计划

	第一期股票股权激励计划	第二期股票股权激励计划	第三期股票股权激励计划
时间	2014-2016年	2017-2019年	2021-2023年
授予人数	179人	674人	1185人
授予数量	3292万股	5,667.00万股	6228.10万股
股份占比	1.43%	2.24%	2.37%
基础目标	以2013年净利润为基数，未来3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3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3年的净利润增长率不低于30%、40%、50%

注：股权激励计划为公司披露的激励计划整理，实际授予情况以公司公告内容为准
资料来源：公司股权激励计划公告，德邦研究所

1.3. 产能扩张拉动营收，盈利平滑周期波动

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。目前公司纸、浆合计产能已突破1000万吨，其中纸产品的年产能约为597万吨左右，自制浆的年产能约为440万吨，漂白木浆自给率达到60%左右。

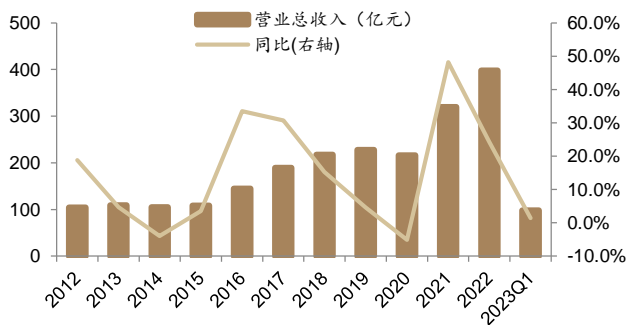
表 3：公司浆纸产能建设（万吨）（截止2022年底）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E
非涂布文化纸	90	95	90	90	100	120	120	140	160	160	215
铜板纸	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80
生活用纸			6	12	12	12	12	12	12	12	39
牛皮箱板纸					80	80	160	140	140	240	240
淋膜原纸			20	20	20	20	20	20	20	20	30
涂布包装纸板	10	5									
特种纸											3.4
纸产能	180	180	196	202	292	312	392	392	412	512	597
化机浆	45	60	70	70	70	70	90	90	120	120	140
化学浆						10	10	10	10	20	105
半化学浆								20	20	40	40
本色浆										20	20
木屑浆								10	10	10	10
废纸浆								40	40	40	40
溶解浆	30	30	30	30	50	50	80	80	80	80	80
浆产能	100	100	100	100	120	130	180	250	280	330	440
纸浆产能	255	270	296	302	412	442	572	642	692	842	1042

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

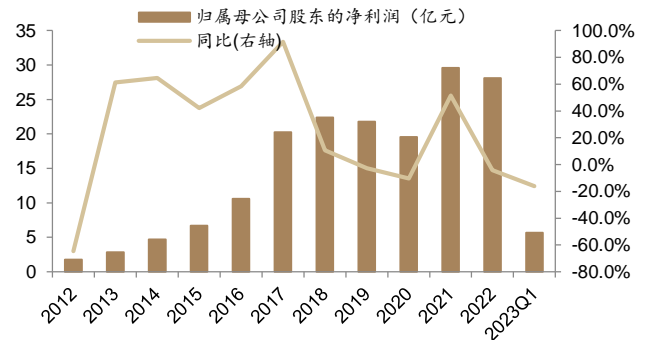
营收和利润增长总体稳健，22 年业绩凸显韧性。公司业绩在周期波动中稳定提升，2012 年-2022 年收入从 104.09 亿元增长至 397.67 亿元，CAGR 为 14.34%，归母净利润从 1.76 亿元增长至 28.09 亿元，CAGR 为 31.92%。尽管盈利端受到原材料浆价、人工费用、管理成本增加等不利因素影响，公司新增产能有序释放，产销量稳步增加，2022 全年收入 397.67 亿，同比+24.28%；归母净利 28.09 亿，同比-4.12%。2023 一季度公司收入 98.05 亿，同比+1.42%；归母净利 5.66 亿，同比-16.21%。

图 6：公司营收增长稳健



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

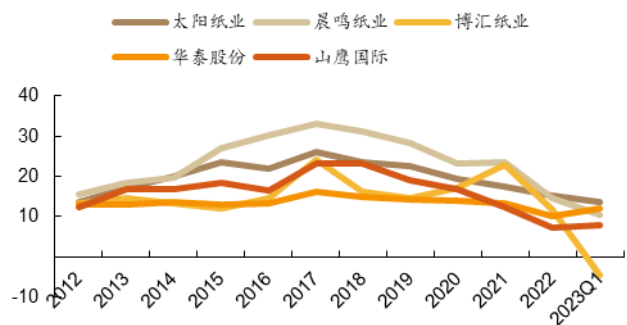
图 7：公司归母净利润增长稳健



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

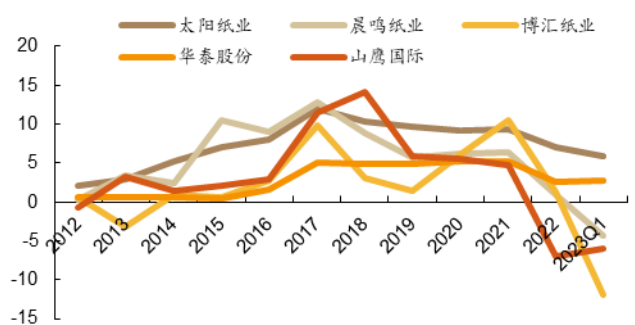
盈利能力穿越周期，总体优于同行。造纸企业的盈利与浆价和纸价密切相关，具有很强的周期性。但相较于同行业公司，太阳纸业凭借优秀的成本控制能力平滑周期波动，盈利表现较为稳健，在行业中名列前茅。2022 年太阳纸业销售毛利率和销售净利率分别为 15.17%和 7.08%，同比下降了 2.21pct 和 2.19pct；2023 年太阳纸业一季度销售毛利率和销售净利率分别为 13.51%和 5.80%，同比下降了 0.46pct 和 1.19pct。2017 年至 2022 年，太阳纸业净利率均在 7%-12%的区间内波动，相比其他公司，展现出了穿越周期的盈利韧性。

图 8：太阳纸业销售毛利率位于行业前列 (%)



资料来源：wind，各公司公告，德邦研究所

图 9：太阳纸业销售净利率优于同行 (%)

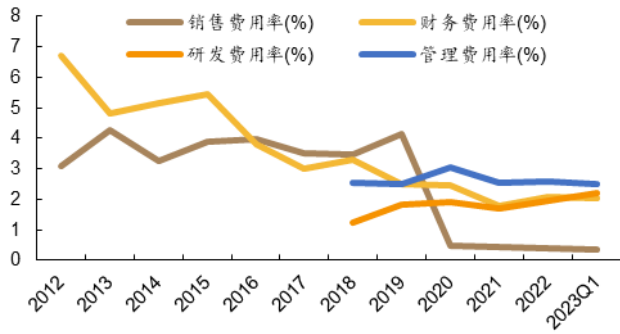


资料来源：wind，各公司公告，德邦研究所

公司控费能力优秀，现金流表现稳健。公司费用率整体稳定，2022 年公司销售、管理、财务、研发费用率分别为 0.38%、2.60%、2.10%、1.96%；2023 年一季度公司销售、管理、财务、研发费用率分别为 0.36%、2.51%、2.03%、2.20%。在稳健盈利和优秀运营的支撑下，公司现金流较为充裕，22 年经营活动现金流净额为 38.24 亿元，资本负债率从 2012 年的 70.63%下降至 23Q1 的 51.87%，产

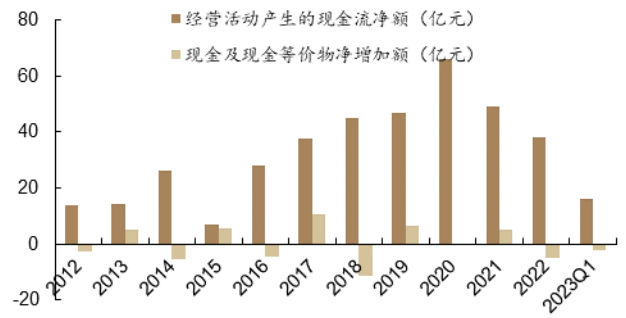
能扩张资本开支对公司带来的债务压力总体可控。

图 10：公司控费能力优秀



注：管理费用不包括研发费用
资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

图 11：公司现金流较为充裕

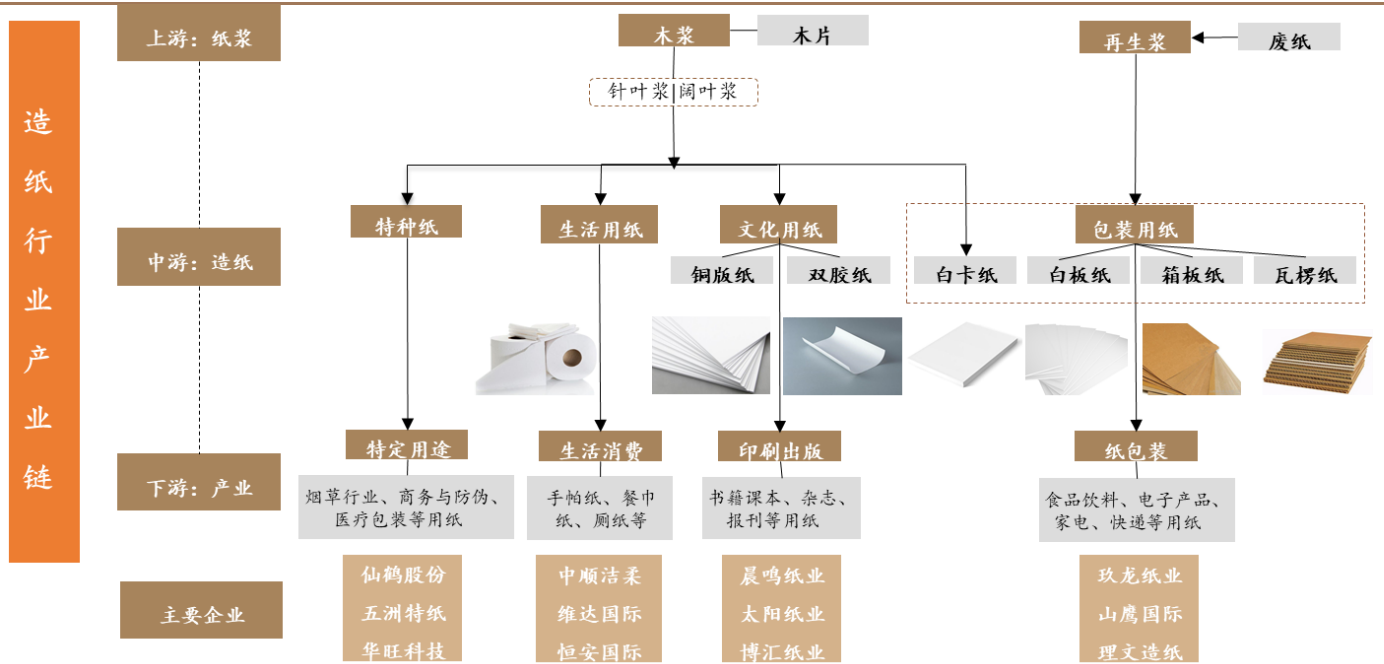


资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

2. 造纸行业：周期拐点已至，盈利改善兑现

造纸行业位于制造产业链中游，属于资本密集型和资源约束型行业。造纸业上游是木浆、废纸等原材料，下游是生活消费、印刷出版、包装等行业。按原材料划分，造纸可分为浆纸系和废纸系：浆纸系包括特种纸、生活用纸、文化用纸和白卡纸，国内纸浆系龙头主要有太阳纸业、晨鸣纸业、博汇纸业等；废纸系包括箱板、瓦楞、白板等包装用纸，国内废纸系龙头主要包括玖龙纸业、理文造纸、山鹰国际等。

图 12：造纸行业产业链

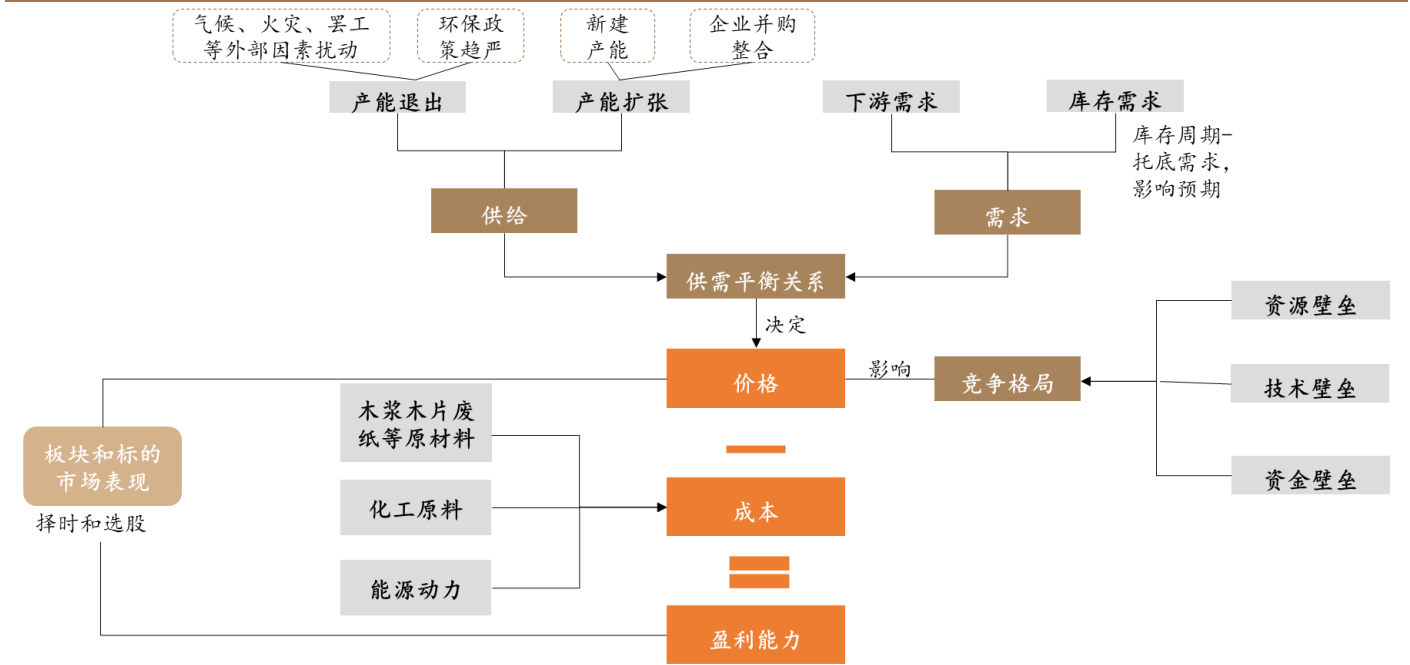


资料来源：德邦研究所绘制

纸价由供需周期决定，由原材料成本支撑，受竞争格局影响。作为典型的周

周期性行业，造纸行业需求端与宏观经济景气度息息相关，加之产能建设存在一定滞后期，供需错配导致纸价的周期性波动。同时，造纸吨纸耗浆量较大，原材料价格对纸价起到支撑作用。此外，龙头企业通过控制产能供给、提降价频率和幅度等变量也能影响市场纸价。

图 13：造纸行业框架



资料来源：德邦研究所绘制

2.1. 库存周期复盘：行业进入主动去库存阶段，逐步企稳向上

库存周期本质上是供需平衡变化的结果，从而反映行业的市场环境和景气度。我们将库存周期分成 4 个阶段，分别是被动去库存、主动补库存、被动补库存、主动去库存。以 18 年以来周期为例：

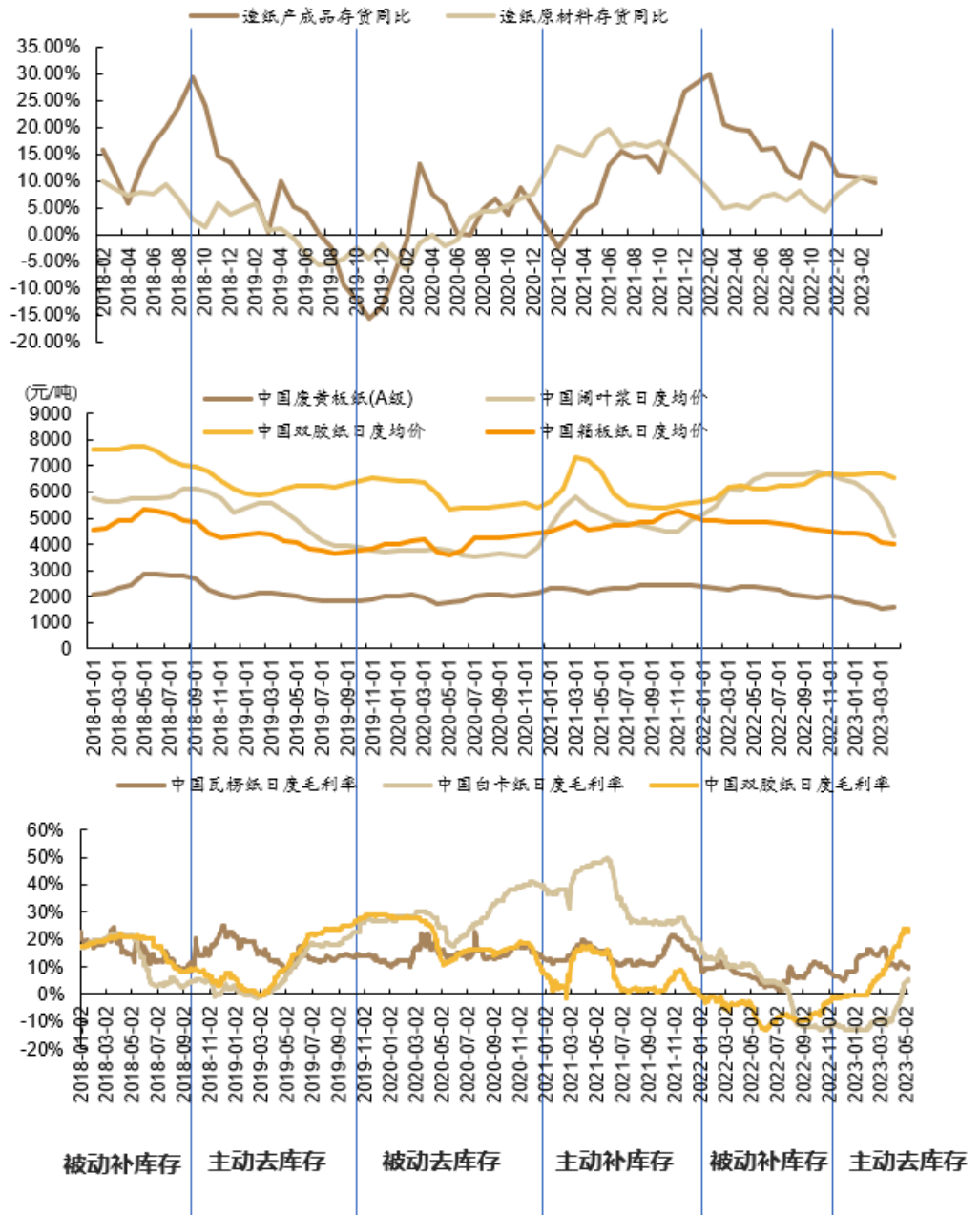
1) 2019.11-2021.1 被动去库存阶段。经济开启回暖，需求明显复苏，但生产端存在一定滞后，具体表现为：原材料库存持平或者上涨，产成品库存下降；原材料价格下降，成品纸价格持平或者略有提升，纸企盈利呈现复苏迹象；

2) 2021.1-2022.2 主动补库存阶段。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) 2017.10-2018.9 和 2022.2-2022.12 被动补库存阶段。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) 2018.9-2019.11 和 2022.12-至今 主动去库存阶段。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。

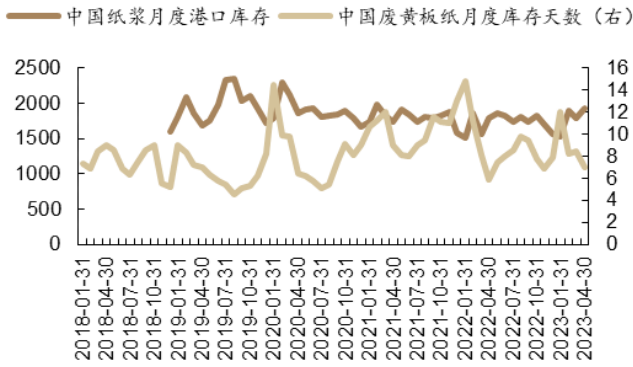
图 14: 18 年至今纸周期复盘



资料来源: wind, 卓创资讯, 德邦研究所

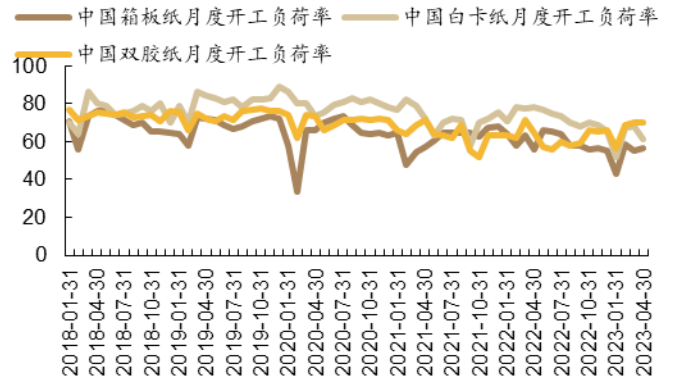
行业已进入主动去库存阶段, 最早或将于 23Q4 进入被动去库存阶段。23 年 4 月中国废黄板纸库存天数为 7 天, 同比上升 19.05%。23 年 4 月纸浆港口纸浆库存 192.7 万吨, 同比上升 7.94%。23 年 4 月, 双胶纸、白卡纸、箱板纸开工率分别为 69.80%、61.11%、56.53%, 分别处于 44.4%、3.1%、14.2% 的历史分位数, 总体偏低。我们判断 22 年 12 月造纸行业已进入主动去库存阶段, 纸企盈利下行后逐步企稳。按照库存周期的演绎逻辑, 每个阶段运行时间在 10-14 个月, 预计造纸行业最早将于 23Q4 进入被动去库存阶段, 届时开启全面复苏。

图 15: 原材料库存情况 (千吨, 天数)



资料来源: 卓创资讯, 德邦研究所

图 16: 箱板纸、白卡纸、双胶纸开工率 (%)



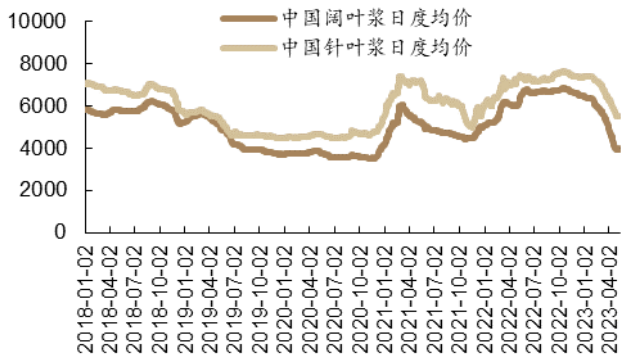
资料来源: 卓创资讯, 德邦研究所

2.2. 纸浆: 短期浆价延续下行, 未来需求增量主要在中国

2.2.1. 价格判断: 供给宽松, 需求走弱, 浆价持续下行

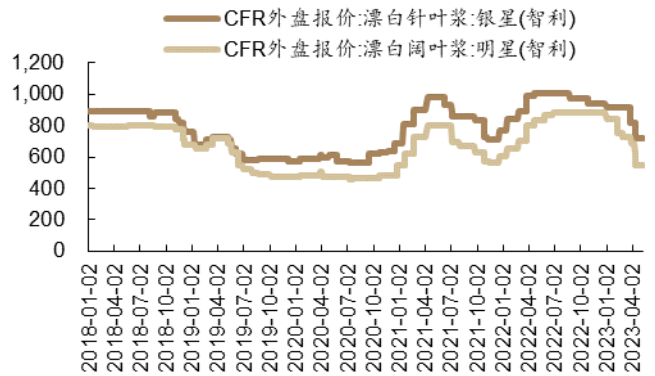
22 年浆价高位震荡, 23 年以来加速回落。本轮纸周期始于 21 年年末, 纸浆价格持续上涨, 22 年 Q2 浆价突破历史高位, 并保持高位震荡。智利银星针叶浆报价自 22 年 8 月高点的 1010 美元/吨逐步下调至 23 年 5 月的 720 美元/吨; 智利明星阔叶浆中国市场报价从高点的 885 美元/吨下调至 550 美元/吨, 浆价下落幅度和速度超预期。随着外盘报价下落拐点到来, 23 年国内纸浆市场价加速回落, 截至 23 年 5 月 9 日, 国内阔叶浆市场价 3965 元/吨, 针叶浆市场价 5533 元/吨。

图 17: 针叶浆和阔叶浆内盘市场价 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 德邦研究所

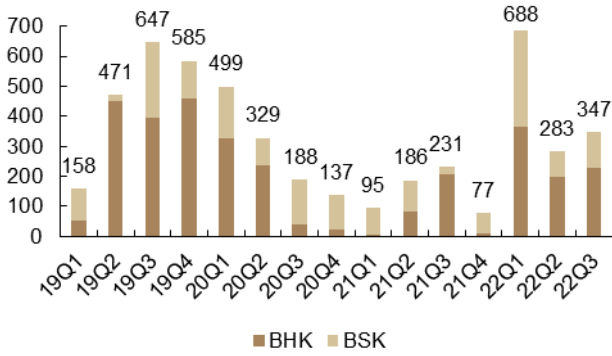
图 18: 针叶浆和阔叶浆外盘报价 (美元/吨)



资料来源: wind, 德邦研究所

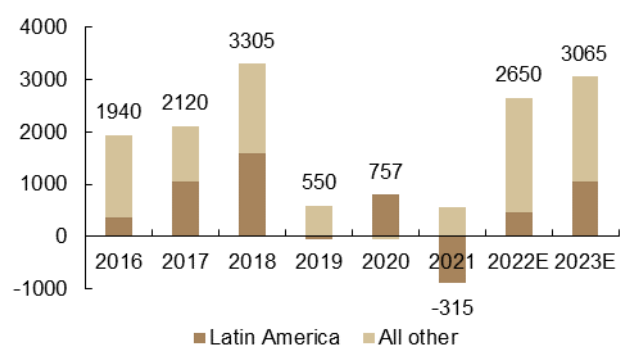
23Q1 新增产能超 300 万吨, 供给端持续宽松。在俄乌战争、意外停机、项目延期等因素的影响下, 2022 年供给端扰动是导致浆价的高位运行的主要驱动力。根据 Fastmarkets 预测, 2023 年是木浆新增产能大年, 阔叶浆新增产能有望超过 300 万吨, 供给端紧缺将得到明显缓解。随着 23Q1 智利 Arauco MAPA 156 万吨项目和 23Q2 乌拉圭 UPM Paso de los Toros 210 万吨的纸浆项目投产, 我们认为短期内纸浆价格面临较大下行压力。

图 19: 全球意外停机致纸浆减产统计 (单位: 千吨)



资料来源: Fastmarkets, 德邦研究所

图 20: 阔叶浆产能建设情况 (单位: 千吨)



资料来源: Fastmarkets, 德邦研究所

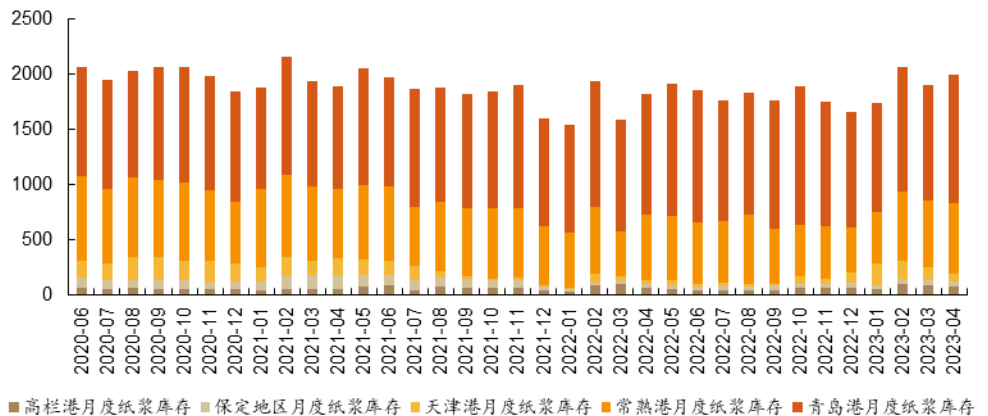
表 4: 主要浆厂产能建设情况

公司及项目	品类	产能 (万吨)	预计投产时间
Arauco's MAPA	阔叶浆	156	23Q1 (已投产)
UPM Paso de los Toros	阔叶浆	210	23Q2 (已投产)
Metsä Fibre's Kemi	针叶浆	88	23Q3
Suzano Cerrado	阔叶浆	255	2024
Paracel	阔叶浆	180	2025

资料来源: Fastmarkets, 中华纸业传媒公众号, 中纸网公众号, 德邦研究所

港口库存处于中高位, 或存在阶段性累库风险。截至 4 月底, 国内青岛港、常熟港、高栏港、天津港及保定地区纸浆库存合计约 199.67 万吨, 同比上升 9.89%, 环比上升 4.93%, 库存水平处于历史中高位。下游原纸企业开工存在降低预期, 不利于木浆需求放量, 叠加新增产能抵港预期, 浆价存在下行压力, 港口库存或存在阶段性累库风险。

图 21: 我国主要港口库存情况 (千吨)

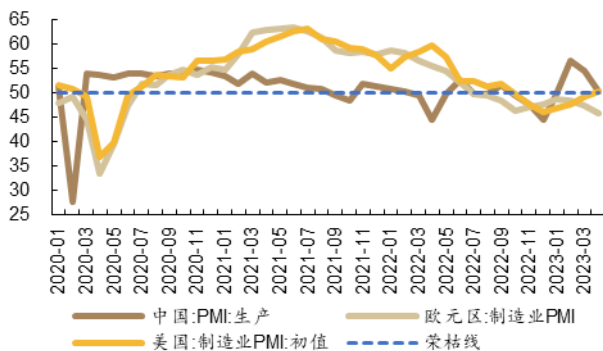


资料来源: 卓创资讯, 德邦研究所

内需复苏节奏慢于外需下滑, 短期内浆价或将延续下行趋势。随着海外通胀加剧, 欧美主要经济体 PMI 在 22 年下半年大幅下挫至荣枯线以下, 经济衰退预期升温, 外需或将持续承压。而随着疫情影响的逐步消退, 消费能力和消费信心逐渐回暖, 各主要纸种消费量较快反弹, 2023 年 3 月双铜纸/双胶纸/白卡纸/白板纸/箱板纸/瓦楞纸消费量同比增长 104%/17%/1%/-11%/-3%/3%, 然而 1-3 月双铜纸/双胶纸/白卡纸/白板纸/箱板纸/瓦楞纸累计消费量同比分别为 +33.8%/-0.7%/

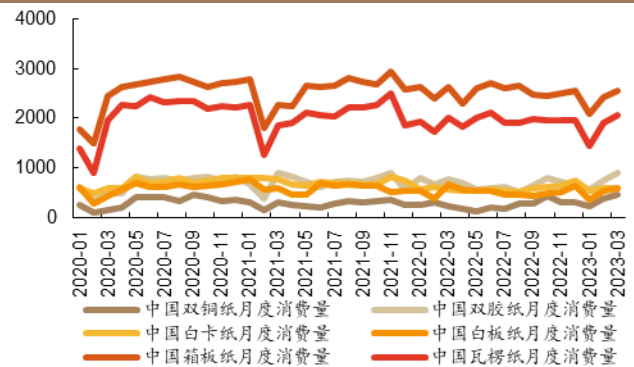
-2.5%/-6.2%/-7.5%/-4.7%，中国 4 月 PMI 生产指数边际下降，复苏节奏相对较慢。未来浆价下落节奏很大程度上取决于内需复苏情况，外需疲软叠加内需弱复苏，短期内浆价或将延续下行趋势。

图 22: 中美欧 PMI (%)



资料来源: wind, 德邦研究所

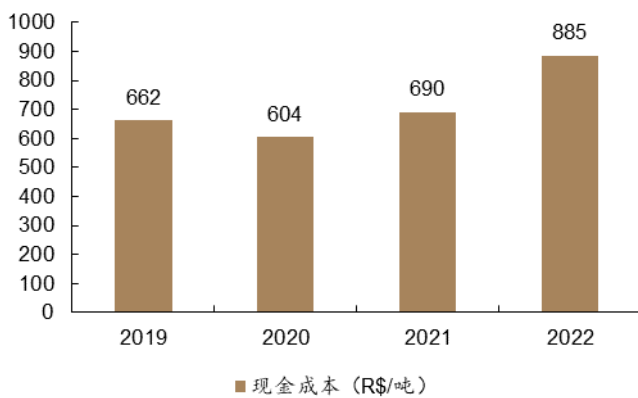
图 23: 主要纸种消费量 (千吨)



资料来源: 卓创资讯, 德邦研究所

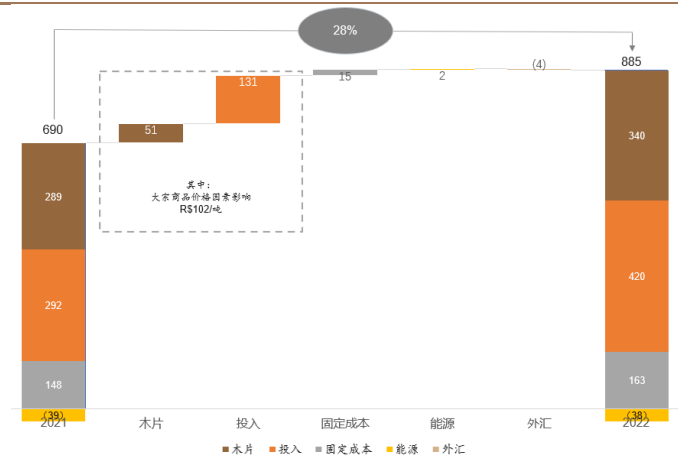
纸浆成本中枢明显抬升，对浆价起到一定支撑作用。木片供应持续偏紧，叠加俄乌冲突和能源危机带来的大宗产品价格提升，以阔叶浆龙头 Suzano 为例，22 年来现金成本呈现上升趋势，2022 年现金成本为 885R\$/吨，同比上升 28.26%，主要系木材和化工等原材料价格上涨。尽管供应链压力有所缓释，但是我们认为木片供应偏紧将成常态化趋势，对纸浆价格起到一定支撑作用。

图 24: Suzano 现金成本呈上升趋势



注: 去除停机的现金成本
资料来源: Suzano 公告, 德邦研究所

图 25: Suzano2021~2022 现金成本拆分 (R\$/吨)

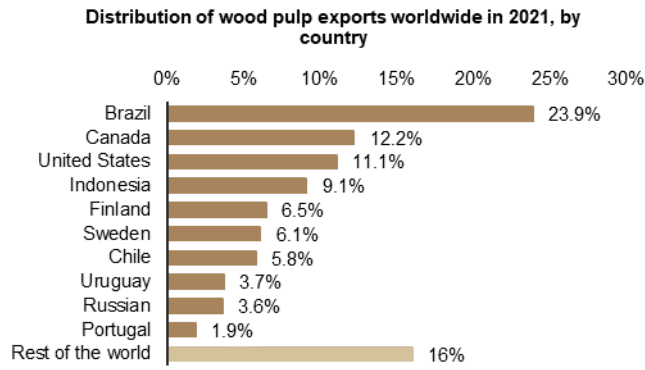


注: 去除停机的现金成本
资料来源: Suzano 公告, 德邦研究所

2.2.1. 中期供需: 供需弱平衡, 中国贡献主要增量

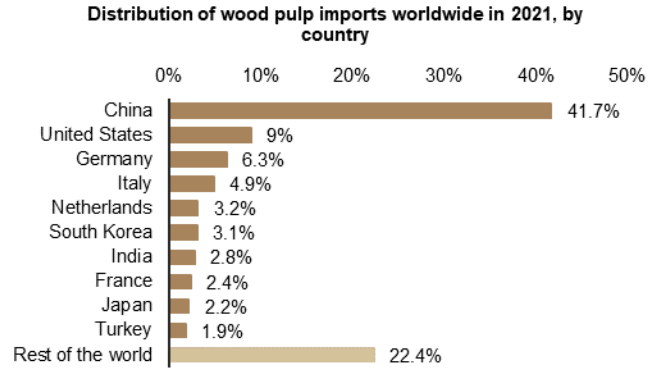
供给集中，需求分化，中国是木浆最大进口国。纸浆供应端进入壁垒高，需要丰富的森林资源和优质的港口区位，且在制浆技术和资金要求等方面亦具有壁垒。欧洲的温带、北美洲的寒温带和南美洲的热带雨林一直以来都是世界上最主要的森林资源分布地区。而纸浆需求和经济发展息息相关，中国是最大的商品浆消费大国之一，受制于森林资源匮乏，也是木浆最大进口国。2021 年全球木浆出口国前三分别是巴西 (23.9%)、加拿大 (12.2%) 和美国 (11.1%); 进口国主要是中国，占比高达 41.7%，进口排名第二的美国占比仅为 9%。

图 26: 巴西是木浆最大出口国



资料来源: FAO, Statista, 德邦研究所

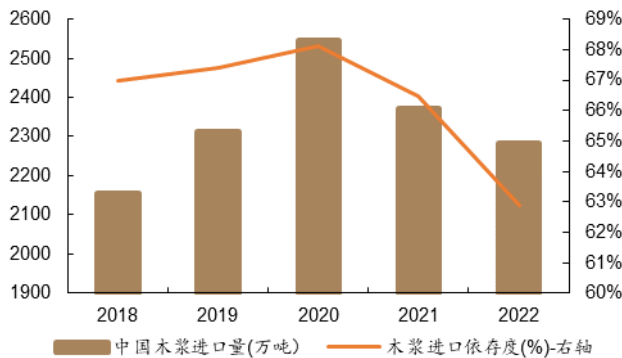
图 27: 中国是木浆最大进口国



资料来源: FAO, Statista, 德邦研究所

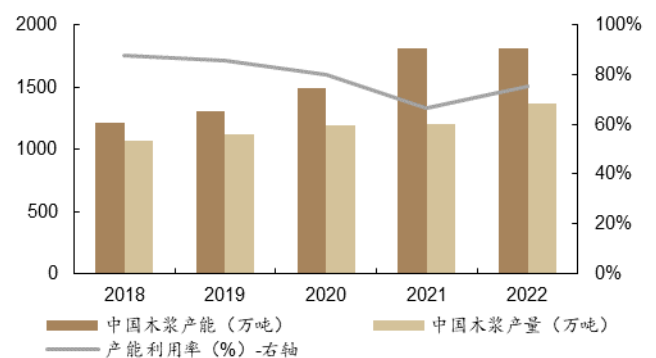
供应端: 造纸龙头布局向上延伸产业链, 我国纸浆对外依存度有所下降。近年来我国造纸龙头纸企纷纷布局林浆纸一体化, 带动国内木浆产能稳步提升, 18-22 年我国木浆产量 CAGR 为 6.4%。2022 年我国木浆产能 1808 万吨, 产量 1364 万吨, 进口依存度从 2020 年的 68% 下降至 63%。

图 28: 进口依存度逐步下降



资料来源: 卓创资讯, 德邦研究所

图 29: 国内木浆产能产量稳步提升

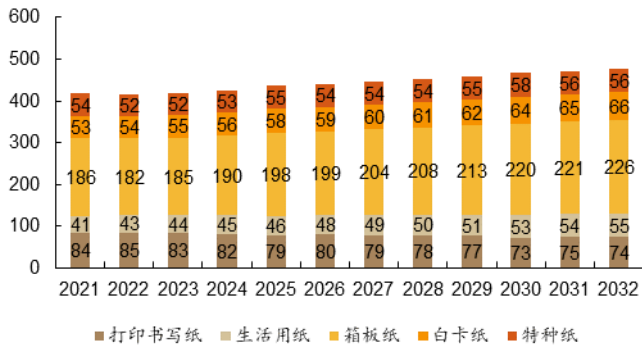


资料来源: 卓创资讯, 德邦研究所

需求端: 包装纸和生活用纸推动需求增长, 中国是纸浆需求的主要增量来源。纸浆需求端主要取决于各种类成品纸的终端消费情况, 与经济发展息息相关。根据 AFRY 与 Suzano 公告, 2021 年到 2032 年全球纸消费量平均每年增长 540 万吨。分品类来看, 在电商和快递的驱动下, 箱板白板等包装用纸有望快速增长; 随着新兴经济体生活水平的提升, 生活用纸市场增量空间广阔。

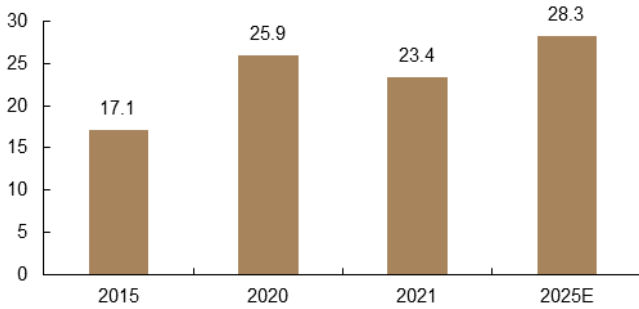
中国纸浆消费量占比从 2010 年的 17% 增长到 2022 年的 33%, 是纸浆市场发展的重要驱动力。2021 年中国纸与纸板消费量为 12648 万吨, 同比增长 6.94%, 核心纸种消费总体稳中有增。随着中国经济复苏, 造纸行业继续扩张, 对纸浆的消费会持续增加, 预计 2025 年中国纸浆消费量达 2830 万吨。

图 30: 全球各纸种消费量预测 (百万吨)



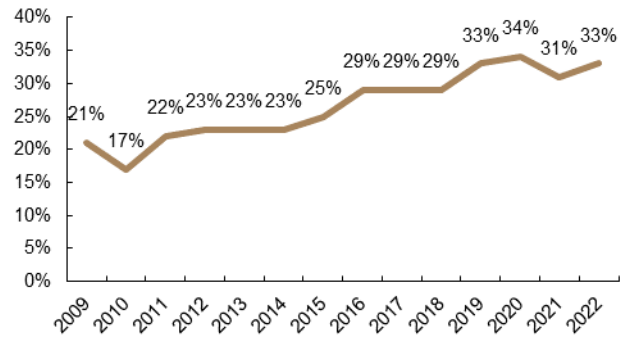
资料来源: AFRY(Dec,2022), Suzano 公告, 德邦研究所

图 32: 中国纸浆消费量预测 (百万吨)



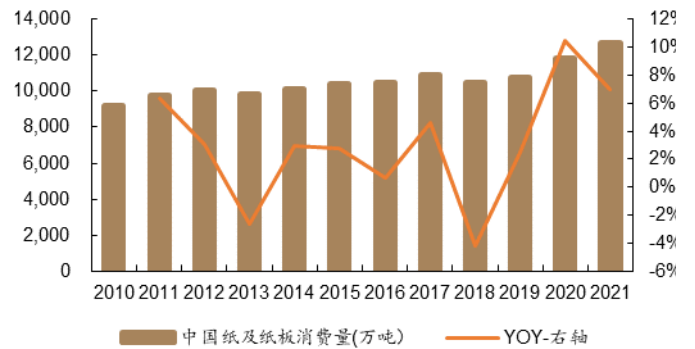
资料来源: PPC&RISI, Suzano 公告, 德邦研究所

图 31: 中国纸浆消费量占比



资料来源: PPC-W20(Dec/2022) and Chinese Demand Report, Suzano 公告, 德邦研究所

图 33: 中国纸及纸板消费量



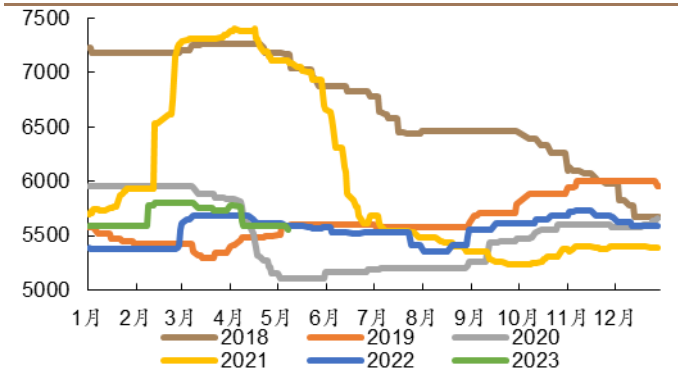
资料来源: wind, 德邦研究所

2.3. 文化纸: 供需格局向好, 成本优化逻辑有望率先兑现

2.3.1. 价格判断: 旺季到来, 供需边际优化, 文化纸挺价优秀

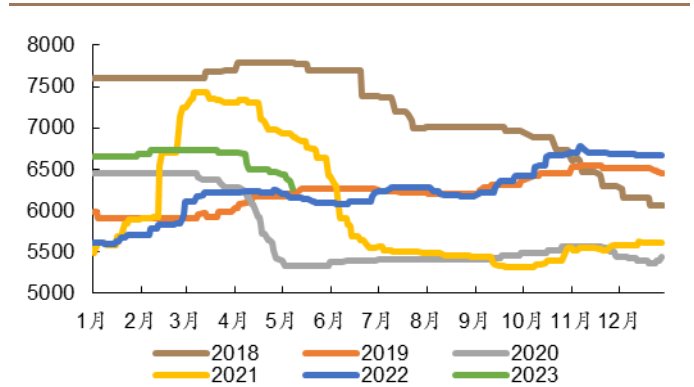
2023 年 Q1 文化纸运行偏强, 价格位于历史中高位。2022 年 3 月和 9 月文化纸年内出现两轮阶段性上涨, 主要原因是成本需求双重支撑, 浆价上行叠加传统旺季下刚性出版需求带动价格上行。2023 年 Q1 文化纸挺价优秀, 截至 2023 年 3 月 31 日, 双铜纸和双胶纸价格分别为 5730 元/吨和 6700 元/吨, 同比上升 0.88%和 7.63%, 分别处于 2018 年以来 60.1%和 75.3%的历史分位处。文化纸价自 4 月略有下行, 截至 2023 年 5 月 9 日, 双铜纸和双胶纸价格分别为 5550 元/吨和 6262.5 元/吨, 同比-0.72%/+1.83%, 分别处于 2018 年以来 31.8%和 50.5%的历史分位处。

图 34：2018 年至今双铜纸价格走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯，德邦研究所

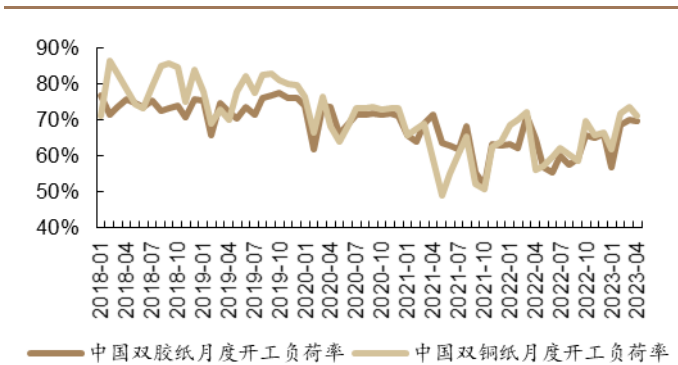
图 35：2018 年至今双胶纸价格走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯，德邦研究所

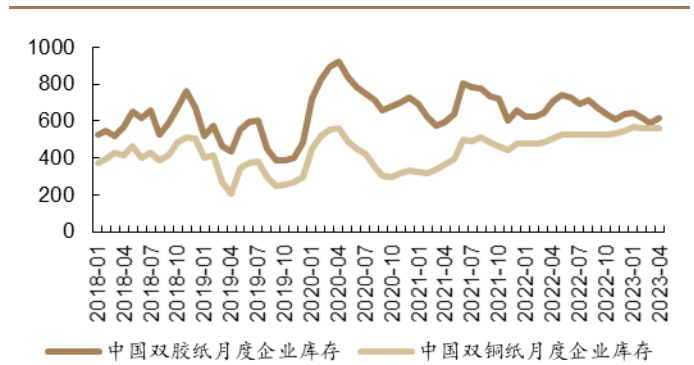
需求回暖，开工改善，短期内可能有所回调。年后文化纸进入旺季，龙头纸厂发布涨价函提振市场信心，受益于秋季教辅教材招标和二十大后党建订单的催化，下游出货向好，备货信心较足。2023 年 4 月双胶纸和双铜纸开工率分别 69.8%和 71.23%，开工率迅速抬升至近期高位。2023 年 4 月双胶纸和双铜纸企业库存分别为 61.36 万吨和 56.13 万吨，分别环比上升 3.97%和 0.3%，分别处于 2018 年以来 36.5%和 98.4%的历史分位处，双胶纸和双铜纸库存表现分化，双铜纸库存存在一定压力。随着 3-5 月出版旺季接近尾声，成本端浆价下行，文化纸价格短期内可能震荡回调。

图 36：双胶纸双铜纸开工率



资料来源：卓创资讯，德邦研究所

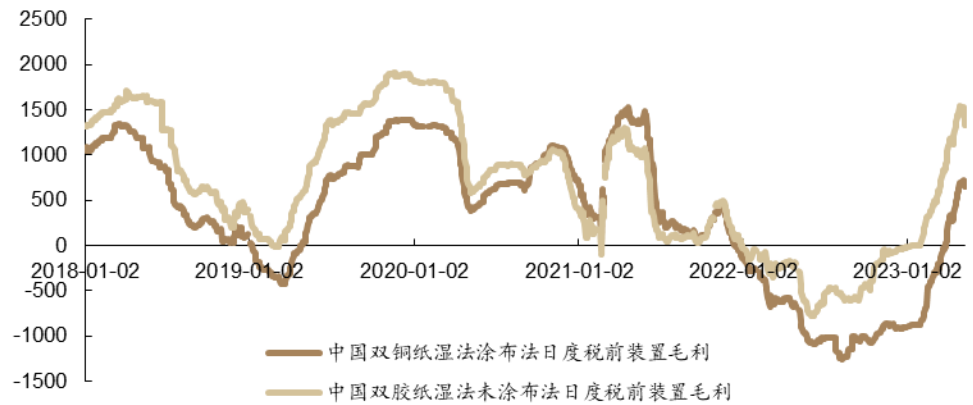
图 37：双胶纸双铜纸企业库存(千吨)



资料来源：卓创资讯，德邦研究所

浆价下行吨盈改善，文化纸企业绩有望逐季向好。2022 年浆价居高不下，下游需求疲软，文化纸纸价出现倒挂，纸企出现亏损，双胶纸和双铜纸分别于 23 年 1 月底和 3 月底扭亏为盈。截至 2023 年 5 月 9 日，双铜纸和双胶纸吨盈分别为 647.9 和 1323.53 元/吨，分别处于 18 年以来的 58.7%和 75.1%的历史分位数。随着浆价持续下行，成本改善逻辑逐步兑现，文化纸企盈利有望逐季改善，Q2 迎来向上拐点。

图 38: 双铜纸和双胶纸毛利 (元/吨)

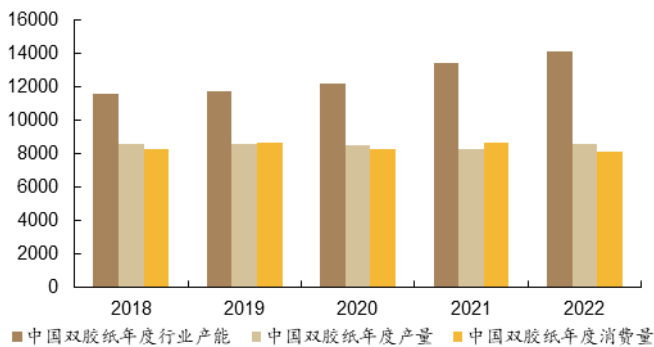


资料来源: 卓创资讯, 德邦研究所

2.3.2. 供需格局: 供大于求, 进口冲击, 龙头扩张加速行业整合

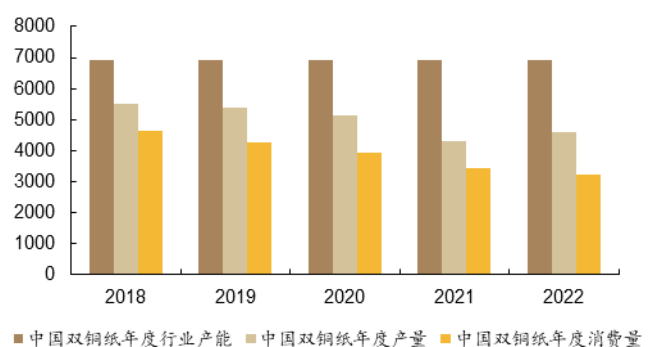
双胶纸规模相对稳健, 双铜纸产销震荡下行。在电子化阅读的冲击和宏观经济增速放缓的背景下, 中国文化纸市场增长总体承压。2022 年双胶纸产量/消费量分别为 862/812 万吨, 双铜纸产量/消费量分别为 458/321 万吨, 18-22 年双胶纸需求 CAGR 为-0.37%, 双铜纸需求 CAGR 为-7.05%。双胶纸的产量和消费量波动较小, 市场规模相对稳健。然而双铜纸的产销呈现下滑趋势, 21 年消费量下降了 12.30%。

图 39: 双胶纸产能产量消费量 (千吨) 情况



资料来源: 卓创资讯, 德邦研究所

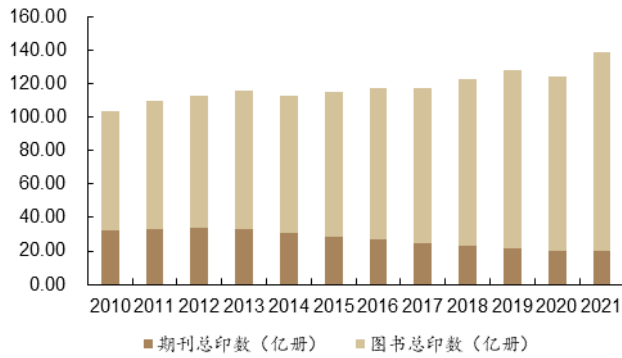
图 40: 双铜纸产能产量消费量 (千吨) 情况



资料来源: 卓创资讯, 德邦研究所

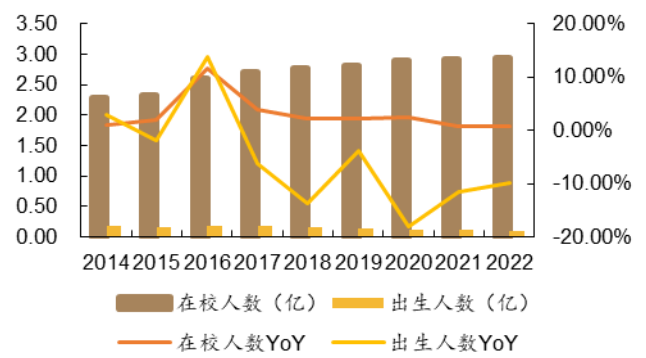
需求端: 双胶纸终端需求相对刚性, 二十大党政期刊需求或有催化。双胶纸主要下游产品为社会图书、教辅教材、本册等, 主要受众群体为学生和办公, 需求相对刚性。10-21 年中国图书和期刊总印数总体呈上升趋势。2016 年前后是出生人口小高峰, 随着入学率和受教育程度的提升, 在校人数保持稳定正增长, 需求预期稳健。2019 年建国 70 周年和 2021 年建党 100 周年期间, 党政期刊对双胶纸需求也起到一定的催化, 预计今年二十大后党建类出版订单对双胶纸需求也起到一定支撑作用。

图 41: 图书期刊总印数



资料来源: wind, 德邦研究所

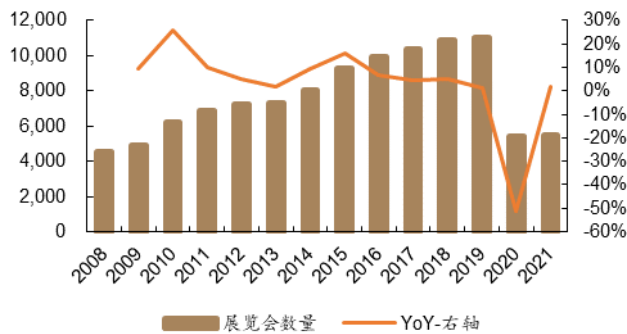
图 42: 在校生及出生人数



资料来源: 中华人民共和国教育部, 德邦研究所

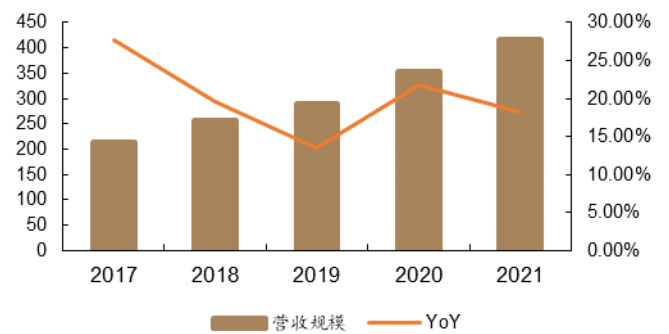
双铜纸会展需求重启, 电子书冲击趋缓, 复苏弹性可观。双铜纸下游主要应用包括高级书刊的插画、宣传画册、商品广告、挂历台历等。受疫情冲击, 20 年展览会数量从 19 年的 11033 场减少至 5408 场, 减少 50.98%, 会展宣传广告用纸需求显著减少。随着疫情后会展、教学等线下活动重启, 文化纸内需有望逐步改善, 修复弹性较大。期刊印刷近年来受到电子书市场冲击, 尤其 2020 年疫情期间, 中国期刊出版总印数同比下降 7.07%, 反观数字阅读市场规模, 同比上升了 21.7%。随着疫情影响逐步消散, 电子化阅读增速放缓, 铜版纸需求有望企稳修复。

图 43: 中国展览会数量 (场)



资料来源: wind, 德邦研究所

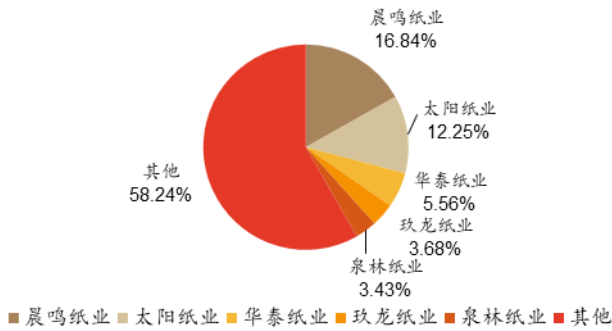
图 44: 数字阅读市场规模 (亿元)



资料来源: 中国音像与数字出版协会, 德邦研究所

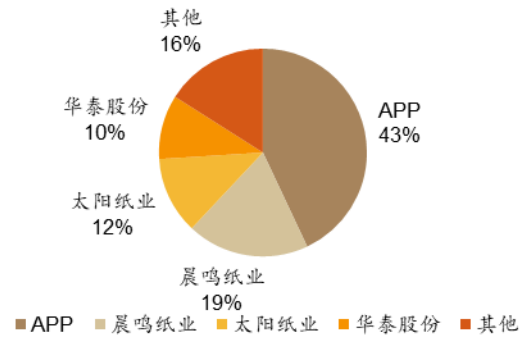
供应端: 行业集中度高, 竞争格局向好。文化纸行业集中度较高, 龙头享有更高的议价权, 价格传导更为顺畅。铜版纸基本已经形成稳定的竞争格局, APP、晨鸣、太阳、华泰 CR4 高达 88%。而双胶纸行业集中度仍有提升空间, CR4 从 2018 年的 29% 提升至 2022 年的 44%, 晨鸣、太阳、华泰、玖龙位居前四。根据玖龙 2022/2023 中期业绩报告, 玖龙计划新增 55 万吨文化纸产能, 预计 23Q4 投产, 竞争格局有望进一步集中。

图 45: 2020 年双胶纸竞争格局



资料来源: 华经产业研究院, 德邦研究所

图 46: 双铜纸竞争格局



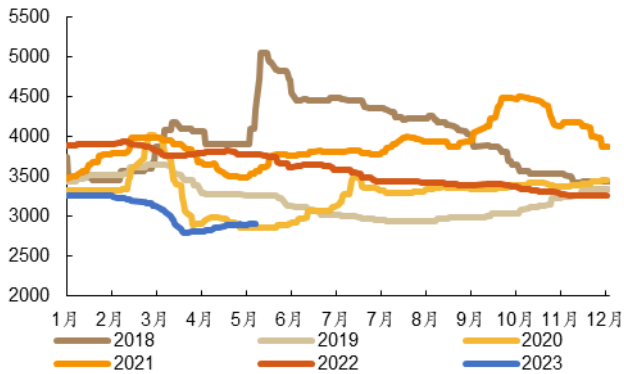
资料来源: 观研天下, 德邦研究所

2.4. 包装纸: 周期底部, 静待改善

2.4.1. 价格判断: 供需失衡, 进口冲击, 包装纸短期下行压力较大

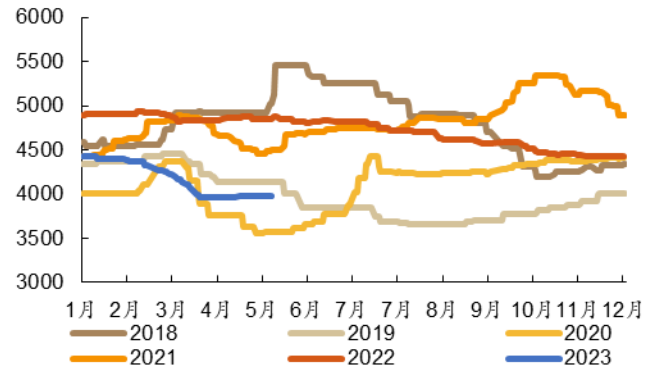
2023 年以来箱板瓦楞纸市场呈现低迷态势。2023 年以来箱板瓦楞纸价格持续走弱, 3 月瓦楞纸价格更是创 5 年来历史低位, 4 月以来纸价底部企稳。根据卓创数据统计, 截至 2023 年 5 月 11 日, 国内瓦楞纸(AA 级高瓦 120g)市场均价为 2907.5 元/吨, 同比下跌 22.92%, 相比年初下跌 10.80%; 箱板纸市场均价为 3976 元/吨, 同比下跌 18.05%, 相比年初下跌 10.15%。

图 47: 2018 年至今瓦楞纸价格走势 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 德邦研究所

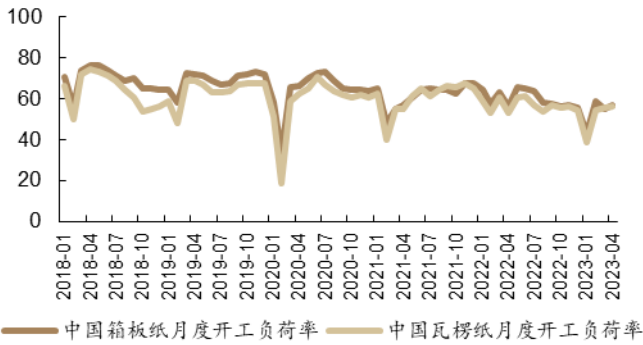
图 48: 2018 年至今箱板纸价格走势 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 德邦研究所

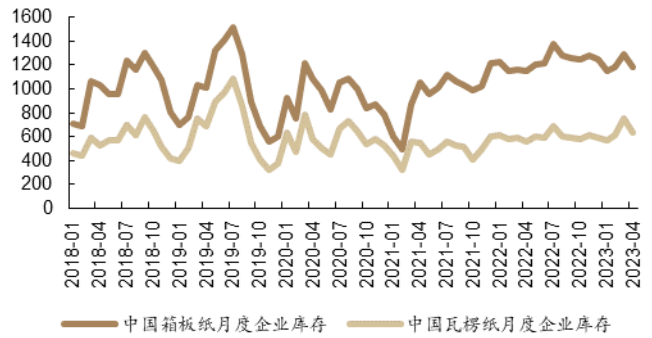
短期供需矛盾延续, 关注下游包装纸需求复苏情况。随着春节过后开工率的迅速回升, 箱板瓦楞纸供应量持续增加。但是在内需弱复苏, 外销恢复较慢的影响下, 下游的包装厂开工情况较弱, 原纸采购不积极。市场价格下滑进一步打击下游拿货积极性, 纸厂供应压力继续增大。2023 年 4 月, 箱板纸和瓦楞纸开工率分别为 56.53%和 56.31%;企业库存分别为 118 万吨和 63.1 万吨, 分别处于自 2018 年以来 68.2%和 74.6%分位处, 处于历史高位, 企业库存压力明显提升。受益于消费能力和消费信心逐渐回暖, 叠加 618、双十一等线上购物活动的催化, 23 年下半年消费复苏趋势较为明确。随着下游备货信心提振, 包装纸价格最早 23Q2 可能迎来向上拐点。

图 49: 箱板瓦楞纸开工率 (%)



资料来源: 卓创资讯, 德邦研究所

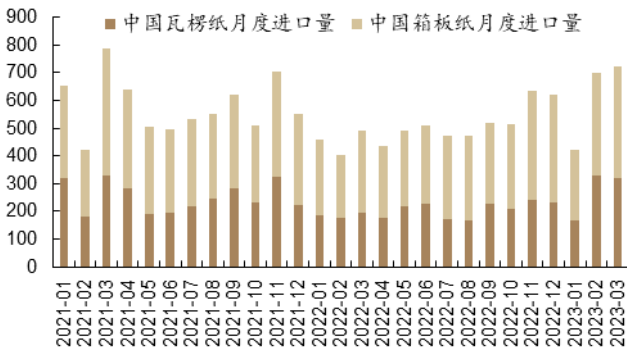
图 50: 箱板瓦楞纸月度企业库存 (千吨)



资料来源: 卓创资讯, 德邦研究所

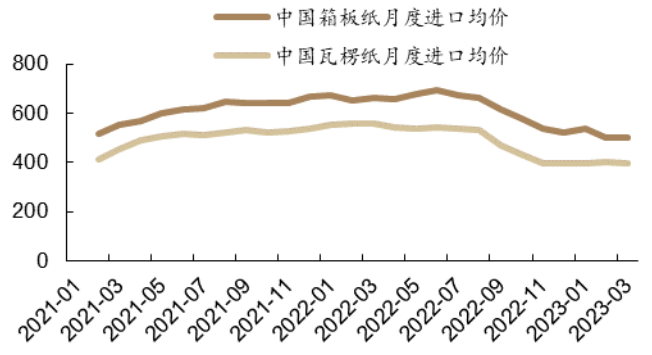
零关税进口纸供给增加, 带来成品纸价格的上限压力。2023 年 1 月 1 日起, 我国对 1020 项商品实施低于最惠国税率的进口暂定税率, 其中造纸类商品中的双胶纸、铜版纸、白纸板、再生箱板纸以及瓦楞原纸将实施零关税。23 年 3 月箱板纸进口数量是 40.2 万吨, 环比增加 8.95%, 同比增加 36.33%; 进口均价 501.61 美元/吨, 环比增加 0.15%, 同比减少 24.36%。3 月瓦楞纸进口数量约 32.07 万吨, 环比减少 2.37%, 同比增加 64.42%; 进口均价 397.4 美元/吨, 环比减少 0.88%, 同比减少 28.67%, 同比呈现出量增价跌的格局。关税的降低可以为进口纸制品的带来价格优势, 这可能会加剧国内箱板瓦楞纸市场的竞争, 降低利润影响开工率。

图 51: 瓦楞箱板纸月度进口量 (千吨)



资料来源: 卓创资讯, 德邦研究所

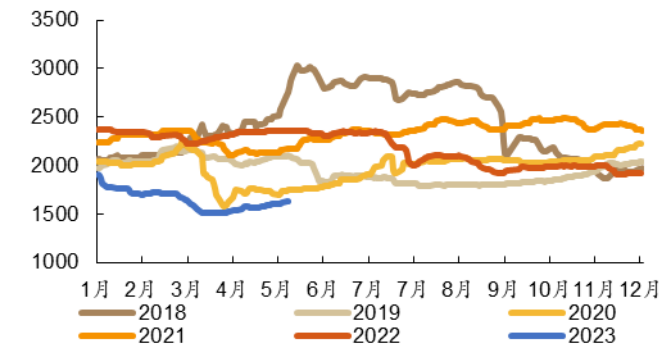
图 52: 瓦楞箱板纸月度进口均价 (美元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 德邦研究所

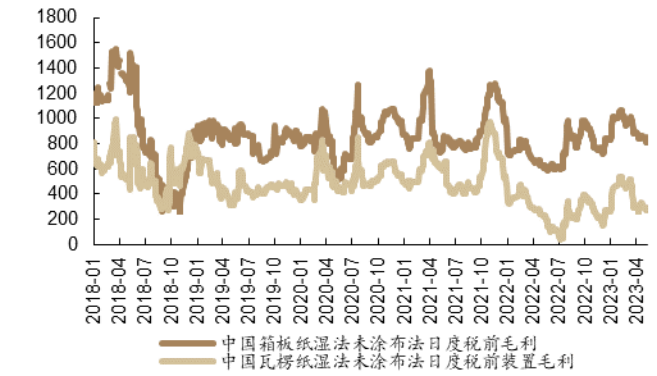
箱板瓦楞纸企盈利承压, 倒逼前端固废降价。成品纸价格面临下行压力, 箱板瓦楞纸企吨盈承压。由于造纸厂商在废纸收购产业链中享有较强的议价权, 为了维持盈利能力, 纸企通过压低废纸原料的采购价格来降低成本。相比历史同期, 在第一季度废纸价格往往较为坚挺, 今年废纸价格却逆势下跌。根据卓创数据统计, 截至 2023 年 5 月 9 日, 固废 A 级黄板纸市场均价为 1626 元/吨, 同比下跌 30.87%, 相比年初下跌 14.60%, 处于 5 年同期低位。随着固废价格震荡筑底, 或为纸价带来成本支撑。

图 53: 2018 年至今废黄板纸价格走势 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 德邦研究所

图 54: 箱板瓦楞纸毛利 (元/吨)

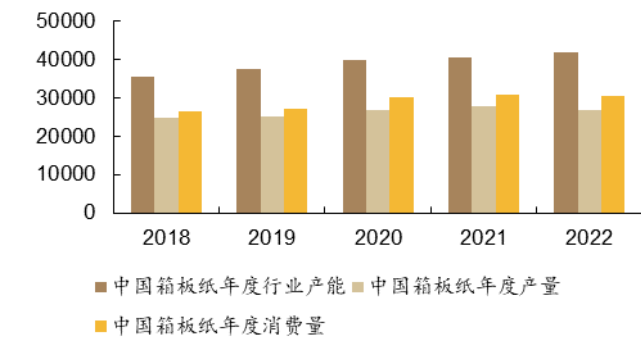


资料来源: 卓创资讯, 德邦研究所

2.4.1. 供需格局: 龙头扩张加速行业整合

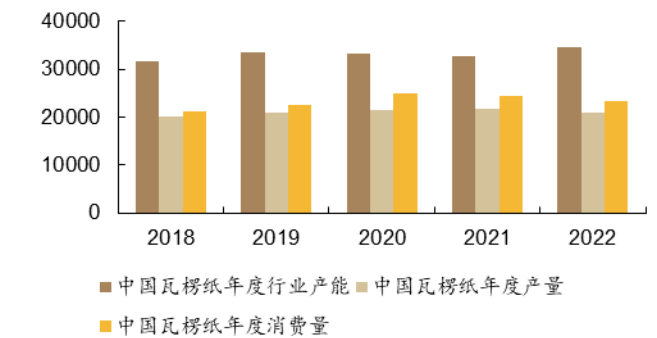
产能稳步扩张, 需求增长放缓。2022 年箱板纸产量/消费量分别为 2692/ 3049 万吨, 瓦楞纸产量/消费量分别为 2087/ 2331 万吨, 18-22 年箱板纸产量/消费量 CAGR 为 2.9%, 瓦楞纸需求 CAGR 为 1.8%。受疫情影响, 2022 年瓦楞纸及箱板纸总供应与总需求同比均下滑, 与之形成明显对比的是产能的变化, 箱板瓦楞纸合计产能由 18 年的 6722 万吨增至 22 年 7666 万吨, 供需矛盾较为明显。

图 55: 箱板纸产能产量消费量 (千吨) 情况



资料来源: 卓创资讯, 德邦研究所

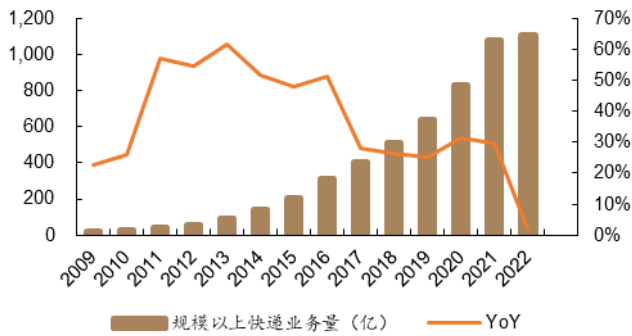
图 56: 瓦楞纸产能产量消费量 (千吨)



资料来源: 卓创资讯, 德邦研究所

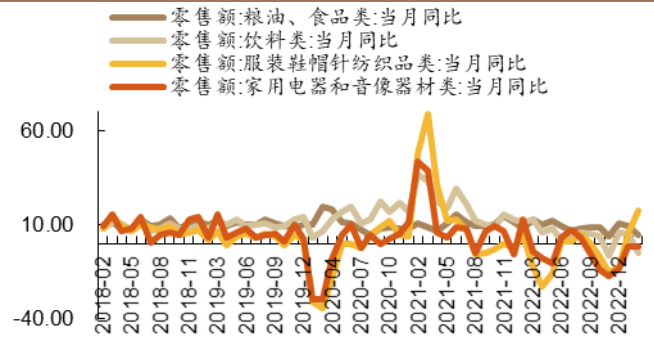
需求端: 疫后消费稳步复苏, 环保政策催化替代需求。瓦楞箱板纸的主要下游需求来源于食品饮料、日化、汽车、快递、电子电器、快递等行业。随着疫情影响的逐步消退, 23 年 3 月社零总额 (除汽车) 当月同比+10.5%, 食品饮料等必选消费复苏斜率较强, 家电服装等可选消费复苏速率有所分化。随着电商的快速发展, 快递业务成为驱动需求增长的重要动力, 18-22 年全国规模以上快递业务量 CAGR 为 21.52%。根据发改委《进一步加强塑料污染治理的意见》, 到 2025 年底, 全国范围邮政快递网点禁止使用不可降解的塑料包装袋、塑料胶带、一次性塑料编织袋等, 环保政策加码有望进一步催化瓦楞箱板纸对塑料的替代需求。

图 57: 规模以上快递业务量 (亿)



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 58: 食品饮料家电服装当月零售额同比 (%)



资料来源: Wind, 德邦研究所

供应端: 供应面持续宽松, 龙头扩张加速行业整合。根据卓创资讯, 23-25 年箱板瓦楞纸预计共新增产能 800 万吨, 其中 23 年新增产能较多, 计划新增 490 万吨箱板纸产能和 130 万吨瓦楞纸产能, 短期内供应格局将更加宽松。新增产能多集中于头部企业, 根据卓创资讯统计, 23-24 年玖龙/山鹰计划扩产 205/100 万吨, 龙头拓产有望促进行业集中度提升。

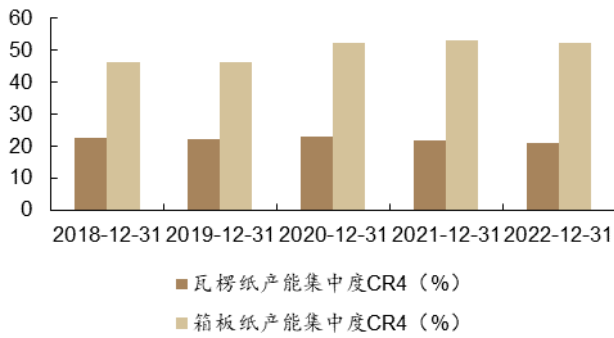
表 5: 23 年箱板瓦楞纸新增产能

企业	纸种	预计投产时间	产能 (万吨/年)
湖北玖龙纸业	箱板纸	2023-03-31	60
云南东晟纸业	箱板纸	2023-03-31	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: 卓创资讯, 德邦研究所

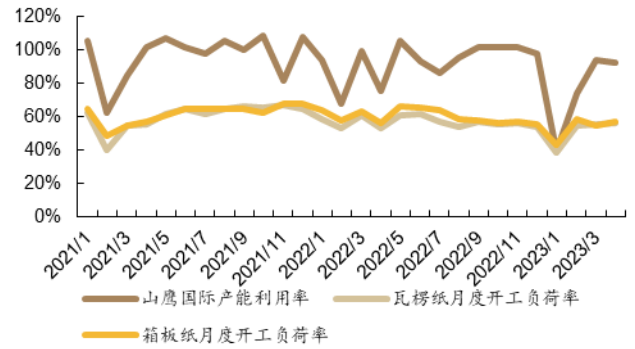
中长期来看, 龙头纸企优势不断扩大, 集中度有望持续提升。从行业竞争格局来看, 箱板纸集中度 2022 年箱板纸 CR4 为 52.2%, 而瓦楞纸 CR4 仅为 20.87%, 行业集中度有较大提升空间。以山鹰国际为例, 其产能利用率远高于行业平均水平。随着环保政策趋严, “禁废令” 提高行业门槛, 以及进口纸零关税政策落地, 国内箱板瓦楞纸龙头企业把握时间窗口, 快速在海内外投放浆纸产能, 提高上游资源掌控能力和成本控制能力, 进一步抢占市场份额。

图 59: 箱板瓦楞纸产能集中度



资料来源: 卓创资讯, 德邦研究所

图 60: 山鹰国际产能利用率高于行业平均水平



资料来源: 公司公告, 卓创资讯, 纸引未来, 德邦研究所
*此处产能利用率采用销量/产能计算

表 6: 国内纸企的海外废纸浆产线

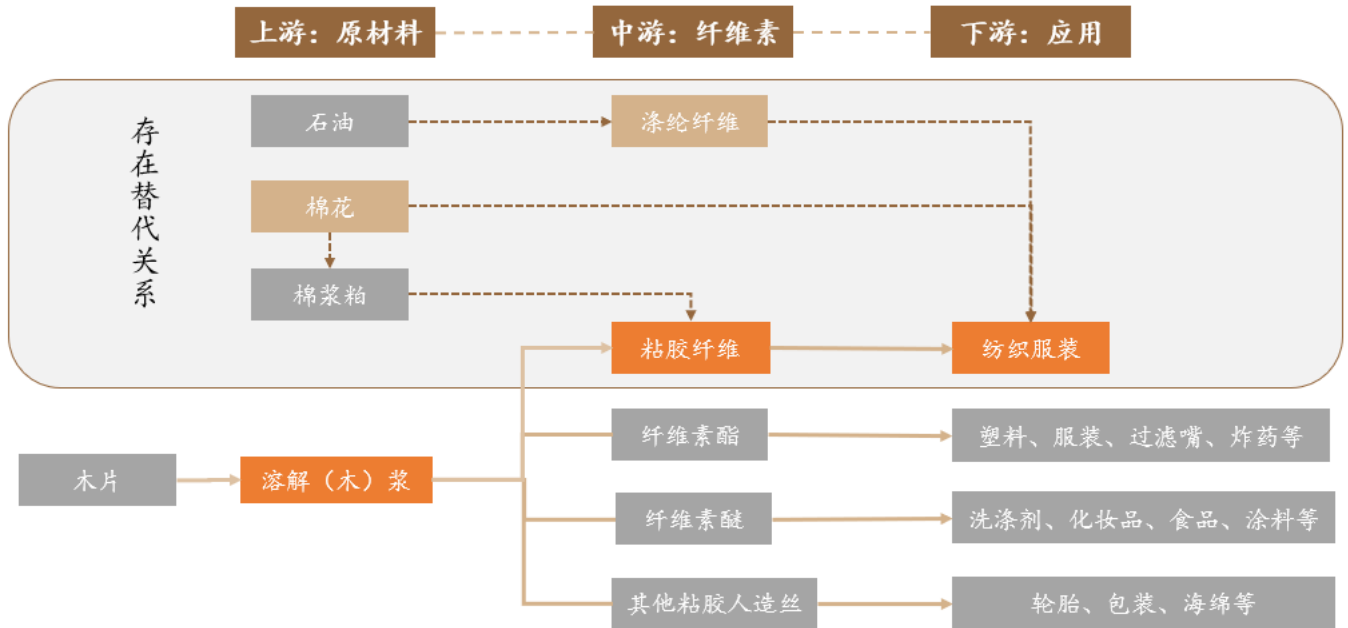
废纸浆	产线位置	投产时间	投产额 (万吨)
玖龙	美国	2018	22-25
	马来西亚	2019.09	48
	马来西亚	预计 2023Q1	60
理文	缅甸	2019-2021	68 (34 万吨于 2019H1 投产)
	马来西亚	2019	40
	印尼	2020	24
景兴	马来西亚	预计 2023 年 5 月末试运行	80
山鹰	美国	2019	30 (供应协议)
	美国	2020	12
	泰国	2020	70
	泰国	2021	40
	英国、荷兰	2022	32
太阳	老挝	2019	40

资料来源: 各公司公告, 投资者问答, 德邦研究所

2.5. 溶解浆: 进口依存度或维持高位, 下游纺服回暖有望带动复苏

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, 在质地上与棉花相近, 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。

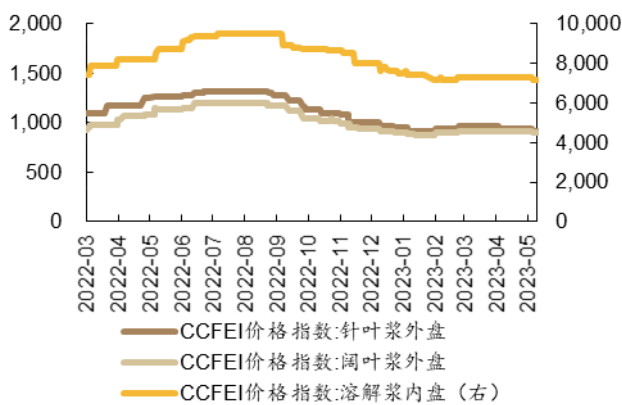
图 61：溶解浆产业链



资料来源：华经产业研究院，德邦研究所

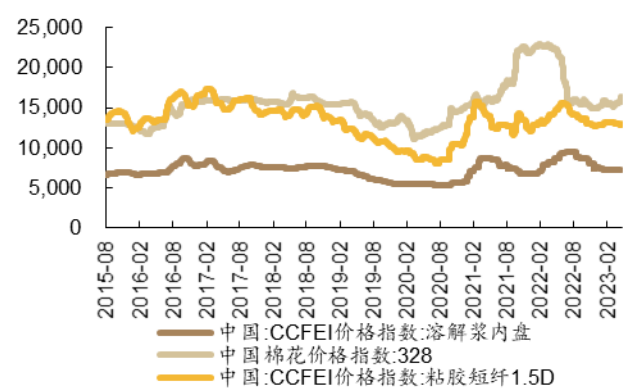
溶解浆的价格与木浆、棉花、粘胶短纤有较强的相关性。木浆是溶解浆原材料，可以生产转换，因此溶解浆价格走势与阔叶浆、针叶浆基本相同。溶解浆和由棉花制成的棉浆粕均为粘胶短纤的原材料，粘胶短纤是棉花的优质替代品。当棉花价格上升时，作为替代品的粘胶短纤需求增加，从而导致溶解浆需求增加、价格上升。

图 62：溶解浆与阔叶浆、针叶浆价格相关性



资料来源：wind，德邦研究所

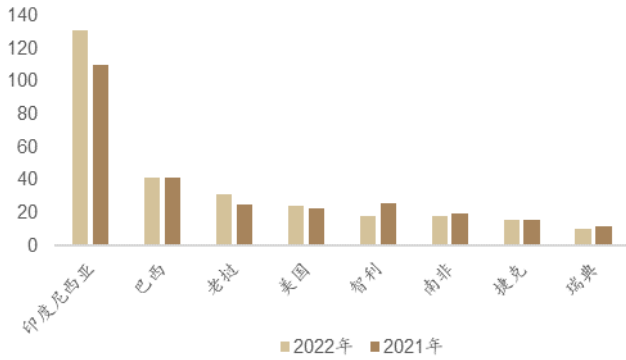
图 63：溶解浆与粘胶短纤、棉花价格相关性



资料来源：wind，德邦研究所

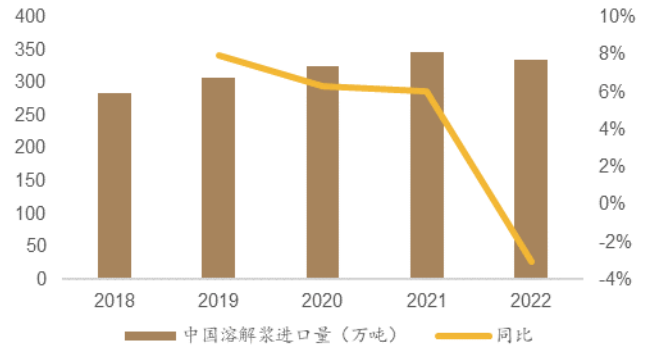
我国溶解浆供给端高度依赖进口。木片是溶解浆的主要原材料，但由于中国森林资源相对较少，不能满足日益发展的制浆造纸工业的需要，且溶解浆的木片吨耗用量较高，受环保政策影响，我国溶解浆进口依赖度较高。根据卓创资讯，目前国内仅有太阳纸业和湖南骏泰生产溶解浆。而东南亚拥有供应充足、成本竞争力以及运输便捷等优势，进口占比位居前茅。溶解浆进口量从 2018 年的 284 万吨增长至 2022 年 335 万吨。

图 64: 2021-2022 年溶解浆按主要贸易伙伴进口量对比 (万吨)



资料来源: 海关总署, 德邦研究所

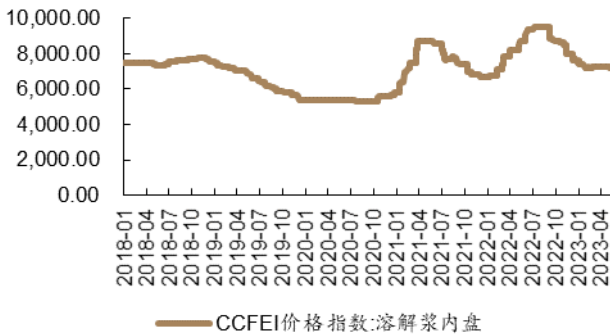
图 65: 中国溶解浆年度进口量及同比



资料来源: 卓创资讯, 德邦研究所

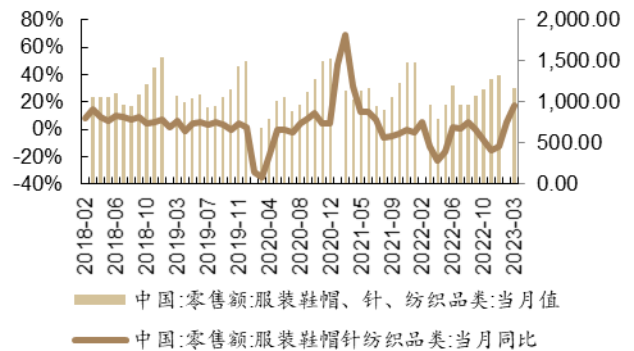
纺织服装消费复苏, 溶解浆价格有望企稳回升。 纺织服装作为粘胶短纤的终端市场, 其需求量和价格对溶解浆价格有一定影响。随着疫情影响逐渐消散, 消费逐渐复苏, 2023年3月服装鞋帽、针、纺织品类商品的零售额同比上涨17.7%, 纺服类产品需求量有所恢复。随着纺服终端消费复苏, 溶解浆价格有望逐渐底部回升。

图 66: 溶解浆价格底部企稳



资料来源: wind, 德邦研究所

图 67: 服装鞋帽、针、纺织品类当月零售额 (亿元)



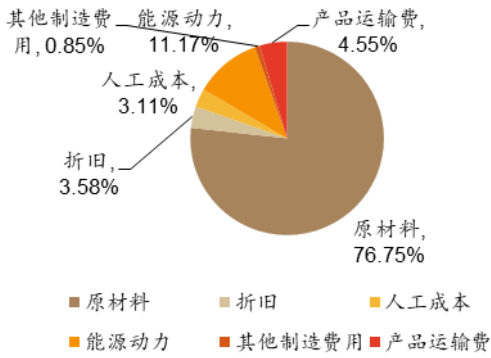
资料来源: wind, 德邦研究所

3. 林木资源是未来发展关键, 老挝基地奠定长期竞争力

3.1. 林浆纸一体化成为行业趋势, 林木资源决定未来竞争力

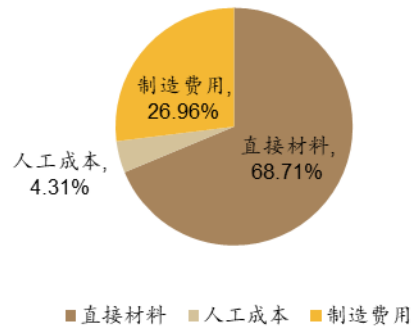
造纸原材料成本占比高, 产业链利润集中在上游龙头浆厂。造纸吨纸耗浆量大导致原材料成本占比高, 以太阳纸业文化纸和特种纸龙头仙鹤股份为例, 2022年原料占比分别为76.75%、68.71%, 纸浆价格很大程度上将决定纸企成本高低, 进而影响纸价和企业盈利空间, 上游纸浆企业在产业链中具备强话语权, 纸浆企业的毛利显著高于造纸企业, 上游浆厂龙头更是享受靓丽盈利, 对下游价格传导能力更强。2022年阔叶浆龙头 Suzano 的毛利率约50.2%; 纸浆业务占比较高的 International paper 的综合毛利率稳定在30%左右, 显著高于中下游造纸龙头企业。

图 68：2022 年太阳纸业文化纸成本拆分



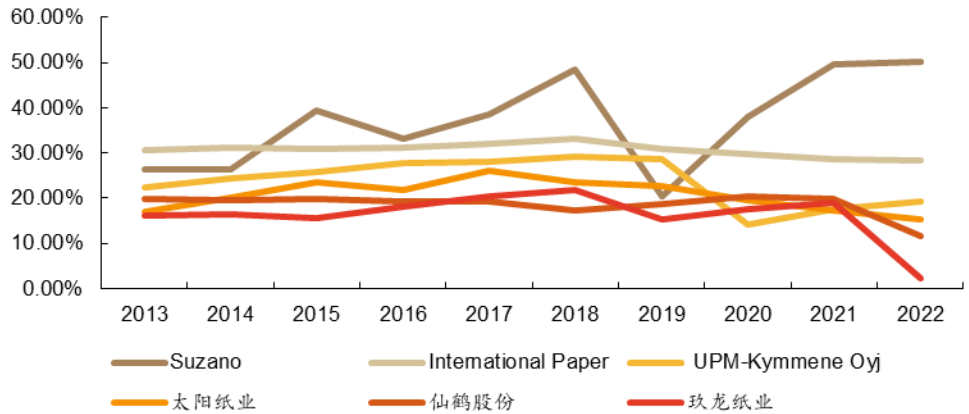
资料来源：公司公告，德邦研究所

图 69：2022 年仙鹤股份主营业务成本拆分



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 70：纸浆龙头和造纸龙头企业毛利率 (%)



资料来源：公司公告，finbox，德邦研究所

造纸龙头加码林浆纸一体化，提高纸浆自给率平抑周期波动。近年来造纸企业不断向产业链上游拓展，增强自身纸浆供给能力，平抑行业盈利的周期性变化。以玖龙纸业为例，根据公司 2022/2023 中期业绩报告，公司已顺利投产 170 万吨木浆产能，正在扩建合计 222 万吨的木浆、60 万吨的再生浆及 206 万吨的木纤维产能，达产后预计玖龙纸业的纤维原料年产能将达到 743 万吨。

表 7：部分纸企新建纸浆产能规划

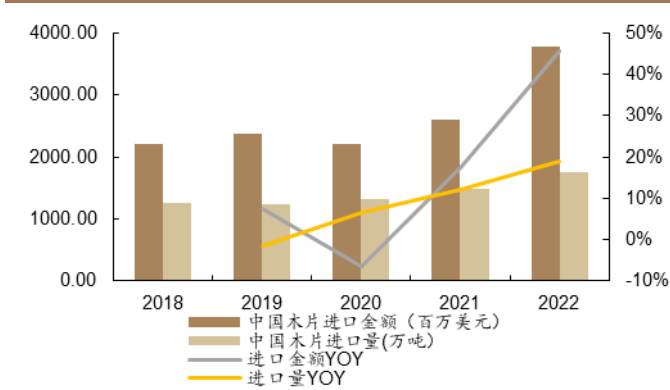
公司	计划 (吨 产能)	地点	投产时间
晨鸣	年产 30 万吨针叶木漂白化学浆	山东寿光	2022.10.28 公告 建设期 2 年
	年产 52 万吨机械浆	湖北黄冈	2020.12 开工
APP	年产 75 万吨化机浆	广西钦州	2022.05 开工 预计 2023 年完工投产
	年产 160 万吨化学浆、40 万吨化机浆	广西钦州	
玖龙	年产 32 万吨化学浆	辽宁沈阳	2023 年 Q1
	年产 80 万吨化机浆、110 万吨化学浆	广西北海	2023 年 Q4
	年产 60 万吨再生浆	马来西亚	2023 年 Q1
理文	年产 30 万吨化机浆	重庆	2023 年 6 月
	年产 35 万吨木浆	广西崇左	
	年产 30 万吨木浆	江西	
	年产 30 万吨化学浆	四川泸州	建设期 18 个月
太阳纸业	年产 50 万吨本色化学木浆	广西南宁	2023Q3

	年产 15 万吨化学浆	老挝沙湾	2023
ARPIL	年产 60 万吨化机浆	苏门答腊	2023 年 Q3
博汇纸业	年产 20 万吨化机浆	山东	
联盛	年产 120.7 万吨化学浆	福建漳州	2023 年
	年产 106.08 万吨化机浆	福建漳州	2023 年 5 月
五洲	年产 80 万吨化机浆、75 万吨化学浆	湖北汉川	预计 2024Q2 未开机调试
	年产 150 万吨化学浆、100 万吨化机浆	湖北武穴	
	年产 30 万吨化机浆	江西五星	2024.04 前完工
泰盛	年产 45 万吨漂白竹浆	福建南平	
	年产 30 万吨	四川雅安	
华泰	年产 70 万吨化学浆	山东东营	建设期 2 年
仙鹤	年产 90 万吨纸浆	湖北石首	
	年产 100 万吨化学浆、50 万吨化机浆	广西三江口	建设期 7 年

资料来源：各公司公告，中纸网，南平市人民政府，污水处理工程网，纸视界，德邦研究所

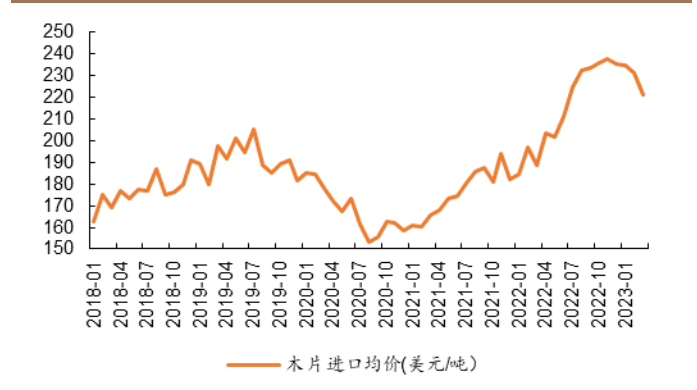
木片供不应求，价格中枢上行。由于我国对纸浆产能的大量投资，加上国内木材产量的缺乏，我国木片进口量加速增长。2022 年我国木片进口金额为 37.90 亿美元，同比上升 45.7%；木片进口量为 1758 万吨，同比上升 18.8%。木片供不应求，叠加疫情导致的供应链扰动，木片价格也呈现上升趋势，23 年 3 月进口木片均价为 221.54 美元/吨，同比上升 17.52%。

图 71：我国木片进口金额和进口量提升



资料来源：卓创资讯，德邦研究所

图 72：木片进口均价（美元/吨）



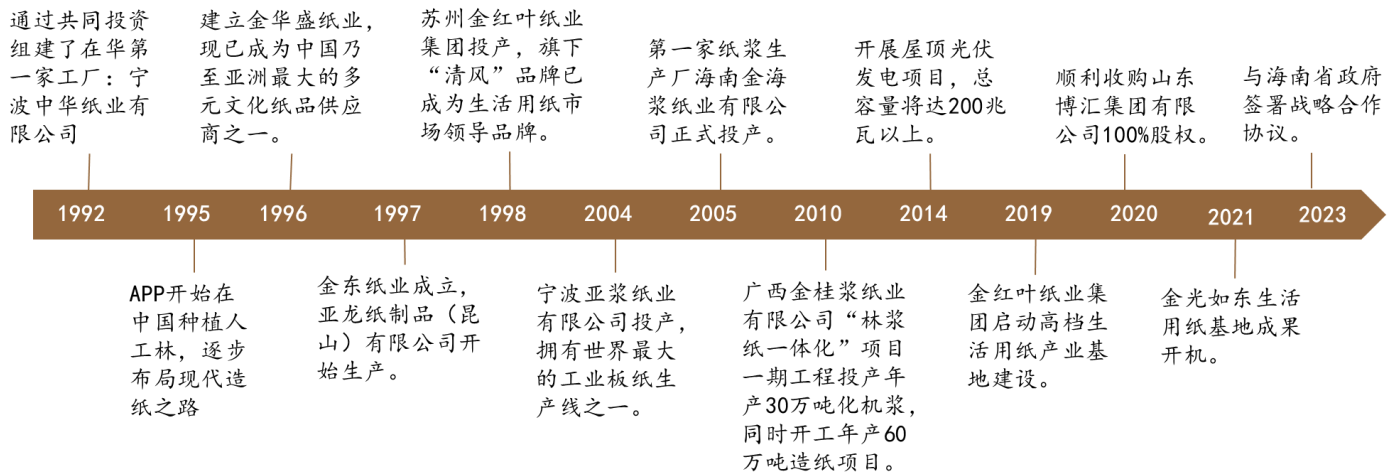
资料来源：卓创资讯，德邦研究所

十年树木百年树人，林木资源将成为稀缺的战略资源。与纸浆不同，林木资源具有较强的稀缺性且需要长期布局：1) 浆厂建成后依靠购买原材料能较快投入生产，而林木资源从开始投入资金造林到能够轮伐木材往往需要 5 年以上的时间；2) 世界上合适种植树木的土地有限，能被新开发的土地更少，全世界范围内也有限制林木砍伐量的趋势。2021 年 11 月，包括中国在内的 100 个国家，在《联合国气候变化框架公约》第 26 次缔约方大会世界领导人峰会上，共同签署了《关于森林和土地利用的格拉斯哥领导人宣言》，承诺到 2030 年停止砍伐森林，扭转土地退化状况。随着双碳的推进，未来林业资源将成为重要的战略性资源，也是行业瓶颈。拥有自有林地的企业能降低成本、增加利润，也能更从容地应对木片和木浆市场价格波动带来的风险，享受更高的议价权。

3.2. 复盘金光纸业成长之路，林木资源禀赋支撑龙头扩张

内生为主，并购为辅，金光纸业成为国内综合性造纸龙头。金光集团由印尼知名华人黄奕聪先生于 1938 年创立，旗下的浆纸业集团——APP (Asia Pulp & Paper Co., Ltd.) 作为金光集团的主导产业，于 1992 年进入中国。金光纸业 (APP 中国)，立足长三角和珠三角，规模迅速扩张，先后斥巨资建立了以宁波中华、金华盛、金红叶、金东、宁波亚浆、海南金海、广西金桂等世界领先的大型浆纸业企业，并布局大规模的现代化速生林区。2020 年，金光纸业顺利收购山东博汇，进一步提高企业规模，优化资源配置。

图 73：金光纸业发展历程图



资料来源：金光纸业公司官网，金光纸业公司公告，海南省人民政府，德邦研究所

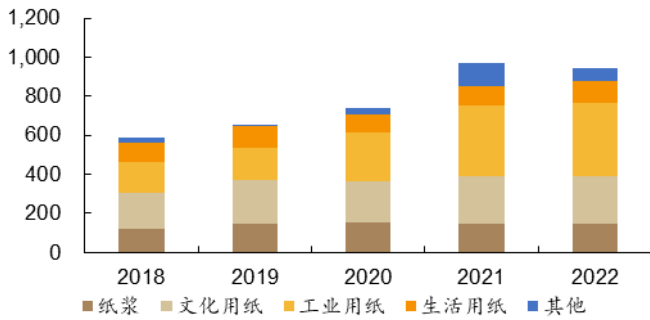
纸制品布局全面，品牌力行业领先。金光纸业旗下拥有林务事业部、纸浆事业部、大纸事业部、生活用纸事业部四大事业部，全面布局各品类制品。下属子公司金东纸业是全球最大的单一铜版纸生产企业，宁波中华是中国大型的工业用纸企业，金红叶纸业拥有“清风”“真真”“铂丽雅”等生活用纸著名品牌。2022 年公司纸浆/文化用纸/工业用纸/生活用纸收入占比分别为 15.44%/26.24%/39.37%/12.22%。截至 2021 年末，公司拥有纸浆和纸产品产能合计 1450 万吨，其中纸浆/文化用纸/工业用纸/生活用纸产能分别为 230/417/595/156 万吨。

表 8：金光纸业主要产品

产品	主要生产企业	主营产品	主要品牌
林	海南、云南、广西、广东、河南等地企业	桉树、相思、杨树	
浆	海南金海浆、广西金桂浆	化学漂白硫酸盐桉木浆、化学热磨机机械浆	龙头，金钱豹
文化用纸	金东纸业、金华盛纸业、海南金海浆	铜版纸、双胶纸、轻涂纸	太空梭、东帆、长鹤
工业用纸	宁波中华、宁波亚浆、广西金桂浆	白板纸、瓦楞原纸	金鸥、汉威、金贝、彩蝶、环牌
生活用纸	金红叶纸业、金钰纸业	卫生纸、面巾纸、厨房用纸、湿纸巾	清风、唯洁雅、真真
办公用纸	金华盛纸业、亚龙纸制品、金鑫纸业	复印纸、工程图纸、打印纸、无碳复写纸	金彩蝶、旗舰、金旗舰

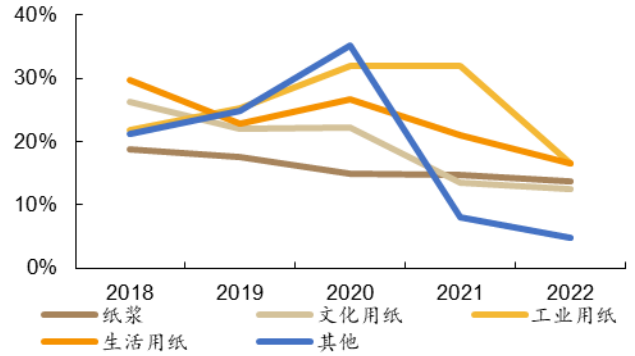
资料来源：公司债券募集说明书，德邦研究所

图 74: 金光纸业各产品营收 (亿元)



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

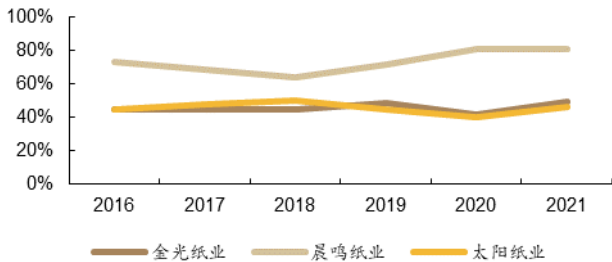
图 75: 金光纸业各产品毛利率



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

林浆纸一体化先驱, 金光纸业纸浆产能规模位列国内前列。金光纸业率先将林浆纸一体化模式引入中国, 该模式保证上游原材料供应的稳定性, 降低了行业周期波动对经营造成的影响, 还提高了对第三方木浆战略性采购的议价能力, 从而形成了强大的成本优势。金光纸业浆产能主要来源于下属海南金海浆和广西金桂浆, 分别生产化学漂白硫酸盐桉木浆和桉木机械化机浆。2021 年金光纸业共消费木浆 838.56 万吨, 木浆自给率达到 49.56%, 木浆自给率和木浆产量均位居行业前列。

图 76: 部分公司木浆自给率



资料来源: Wind, 各公司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, 德邦研究所
注: 太阳纸业木浆自给率计算: 木浆产量/(木浆产量+木浆采购量)

表 9: 金光纸业浆产销量

年度	产能 (万吨)	产量 (万吨)	产能利用率 (%)	销量 (万吨)	产销率 (%)
2021	230	251.46	109.33	193.68	77.02
2020	230	262.76	114.24	207.75	79.06
2019	210	261	124.29	246.01	80.46
2018	210	246.01	117.15	204.36	83.07

资料来源: 公司债券募集说明书, 公司跟踪评级报告, 德邦研究所

向上布局林业资源, 享受稀缺资源禀赋。公司不仅布局纸浆产能, 更享有丰富的原材料林业资源。金光纸业林务事业部下辖 17 家林业公司及 2 家大型苗圃。截至 2021 年 3 月, 公司在全国拥有林地 386 万亩, 年初材量 367 万亩, 以桉树为主。林地所产原木基本全部自用, 用于生产纸浆。造纸所用林木为稀缺资源, 公司多年来布局林业资源有利于实现林浆纸一体化, 降低原材料采购风险和成本。

表 10: 公司管理和经营的林地情况 (截止至 2021 年 3 月)

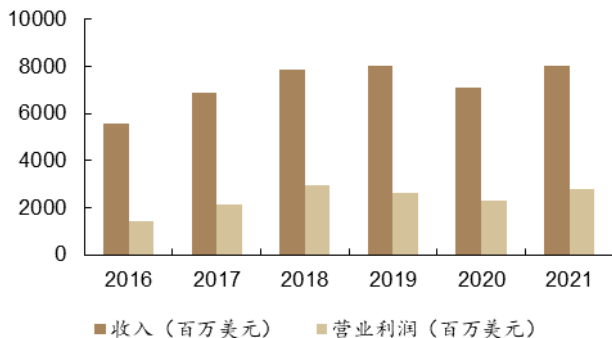
地区	主要所属关联公司或子公司	林地面积 (万亩)	年出材量 (万吨)	林木品种	采伐周期
广东河源	河源金美科技林业有限公司	4.6	6.1	桉树	5-7 年
广东清远	金清远丰产林(纸材)基地有限公司	16.5	22.6	桉树	5-7 年
广东雷州	雷州金太阳科技林业有限公司	0.9	1.3	桉树	5-7 年
广东韶关	韶关市金韶关第一丰产林(纸材)基地有限公司	19.6	23.0	桉树	5-7 年
广东阳江	阳江金太阳科技林业有限公司	3.5	4.6	桉树	5-7 年
广西	广西金桂林业有限公司	63.9	76.7	桉树	5-7 年
广西	广西金钦州丰产林有限公司	62.3	63.5	桉树	5-7 年

广西	广西金太阳林业有限公司	2.0	2.2	桉树	5-7年
广西	广西兴桂林农业科技有限公司	5.4	5.5	桉树	5-7年
海南	海南金华林业有限公司	86.1	60.3	桉树、相思、木麻黄	5-7年
河南南阳	南阳金太阳科技林业有限公司	5.9	1.1	杨树	8-12年
河南信阳	信阳金太阳科技林业有限公司	5.2	1.5	杨树	8-12年
安徽阜阳	阜阳金太阳科技林业有限公司	-	-	杨树	8-12年
江西赣州	赣州金太阳科技林业有限公司	21.1	0.0	桉树、杉木	5-7年、15年
江西九江	九江金太阳科技林业有限公司	2.7	0.4	杨树、桉木、枫香	8-12年
云南澜沧	思茅金澜沧丰产林有限公司	54	78.6	桉树	5-7年
云南文山	文山金文山丰产林有限公司	29.2	18.5	桉树	5-7年
合计		386.0	367.0	-	-

资料来源：公司债券募集说明书，德邦研究所

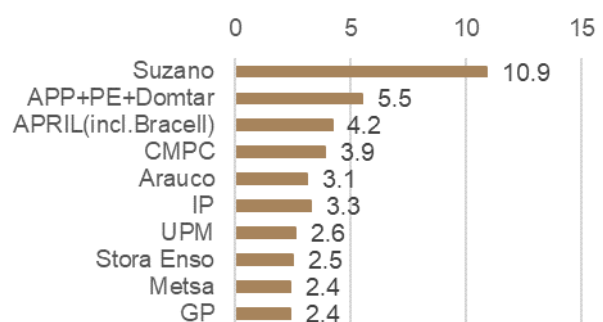
母公司印尼林业资源超 100 万公顷，商品浆产能世界第二。作为金光集团的核心产业，APP 已发展成为全球规模最大的浆纸业集团公司之一，全球浆纸年生产及加工总产能逾 2800 万吨，公司产品涵盖林、浆、工业用纸、文化用纸、生活用纸以及纸制品，销往全球六大洲的 160 多个国家。APP 背靠印尼丰富的林业资源，根据 APP《2021 年可持续发展报告》，其在印尼管理运营的人工林面积超过 100 万公顷。2021 年，金光集团旗下的北美卓越纸业成功收购全球第二大未涂布纸生产商 Domtar，再添 270 万吨造纸产能和 150 万吨纸浆产能。根据 Hawkins Wright 数据，2021 年金光集团 (APP+卓越纸业+ Domtar) 外售商品浆产能达到 550 万，排名世界第二。

图 77：母公司 APP 营收和营业利润



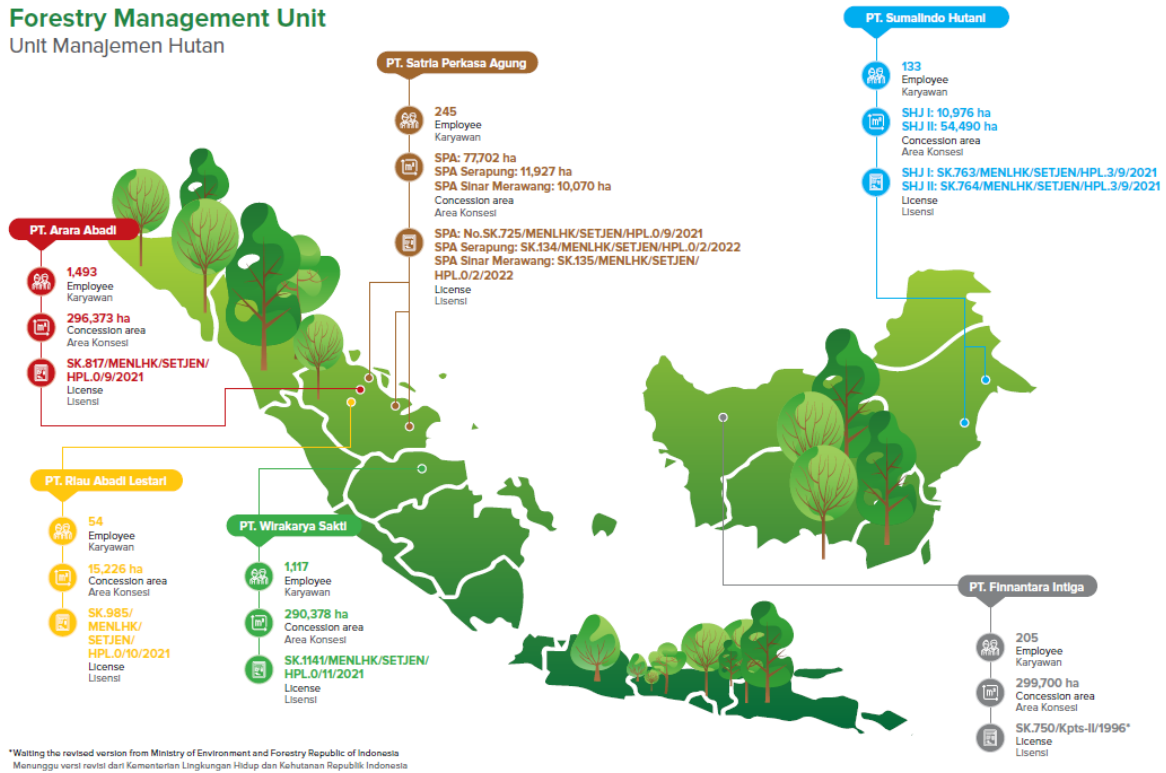
资料来源：APP 公告，德邦研究所

图 78：2021 全球商品浆产能 TOP10



资料来源：Hawkins Wright，Suzano 公告，德邦研究所

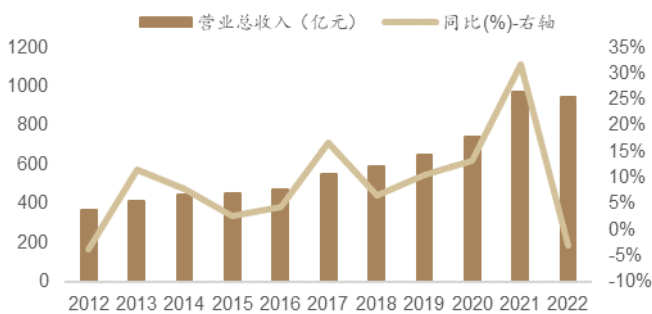
图 79: APP 印尼管理林业规模超 100 万公顷



资料来源:《2021 年 APP 可持续发展报告》, 德邦研究所

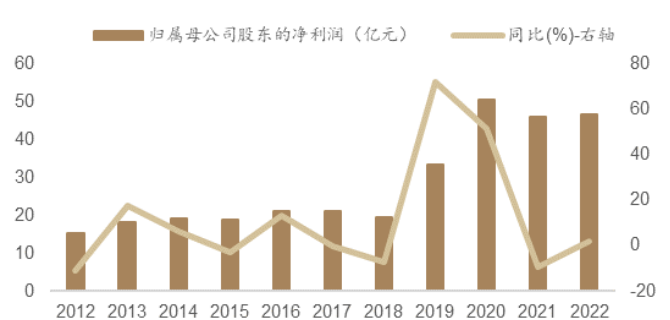
林浆纸一体化下, 金光纸业加快扩张步伐, 盈利能力保持稳健。2012 年-2022 年收入从 368.03 亿元增长至 943.3 亿元, CAGR 为 9.87%; 归母净利润从 15.36 亿元增长至 46.69 亿元, CAGR 为 11.76%。受收入结构变化和原材料成本波动影响, 2022 年以来公司盈利增速暂时承压, 但受益于林浆纸一体化建设下对原材料的掌控力, 金光纸业 22 年净利率稳定在 6.44% 左右。

图 80: 金光纸业营收情况



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 81: 金光纸业归母净利润情况



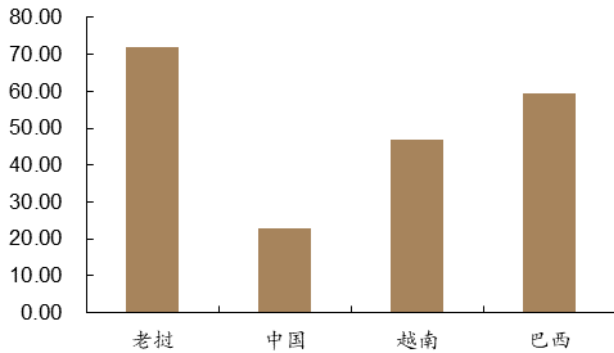
资料来源: 公司公告, 德邦研究所

3.3. 高瞻远瞩筚路蓝缕, 老挝基地资源壁垒高筑

前瞻布局老挝林木资源, 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。截至 2020 年, 老挝森林覆盖率约为 71.90%, 高于越南 (46.72%)、巴西 (59.42%) 等其他木片出口大

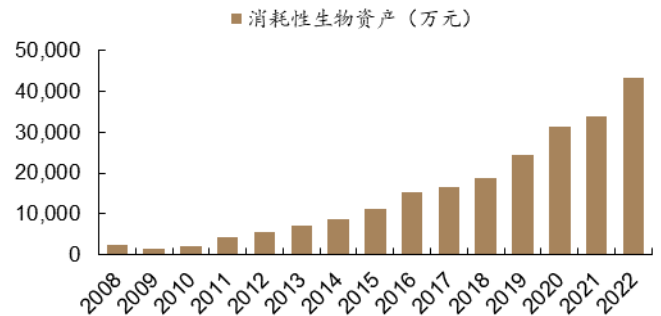
国，且远高于中国 (22.96%)。2008 年公司战略性出海老挝，实施“林浆纸一体化”项目，布局老挝林木资源。2009 年老挝纸浆林苗木培育基地建成并投入使用；2010 年，老挝项目自有造林面积达到 2300 公顷；2013 年，苗木培育技术取得突破，出材量提升；2015 年，老挝速生林陆续进入轮伐期。太阳纸业消耗性资产从 09 年约 1615 万元，到 22 年末达到约 43313 万元。截至 22 年 4 月，老挝基地拥有的速生林规模近 6 万公顷，并计划短期内实现每年新增 1 万公顷速生林种植规模。未来全力推动速生林建设是公司在老挝投资的工作重心，自有林地优势有望逐步释放。

图 82：2020 各国森林覆盖率对比



资料来源：Wind，德邦研究所

图 83：公司消耗性生物资产逐年提升



资料来源：公司公告，德邦研究所

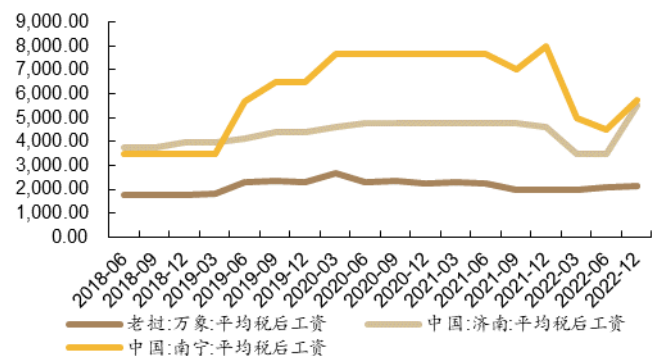
享受区位红利，构筑成本优势。老挝基地在原材料、土地、劳动力、运输和税收等方面也具备成本优势。1) **原材料、土地与劳动力成本较低**：老挝沙湾拿吉省土地资源丰富，土壤适宜种植相思树、桉树等速生林木，原材料木片价格较低。作为农业国家，老挝首都万象的月平均税后工资约 2116 元人民币，劳动力成本显著低于国内；2) **产品运输成本较低**：与其他木片出口大国如澳大利亚、巴西、智利、乌拉圭等相比，老挝与中国接壤，产品运输方便、成本较低；3) **税收政策优惠**：2009 年 8 月 15 日，《中国-东盟自由贸易区投资协议》签署，中国向包括老挝在内的东盟成员国提供优惠的关税待遇。根据相关政策，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 84：太阳纸业老挝基地



资料来源：太阳纸业官网，德邦研究所

图 85：劳动力成本对比 (人民币)



资料来源：wind，德邦研究所

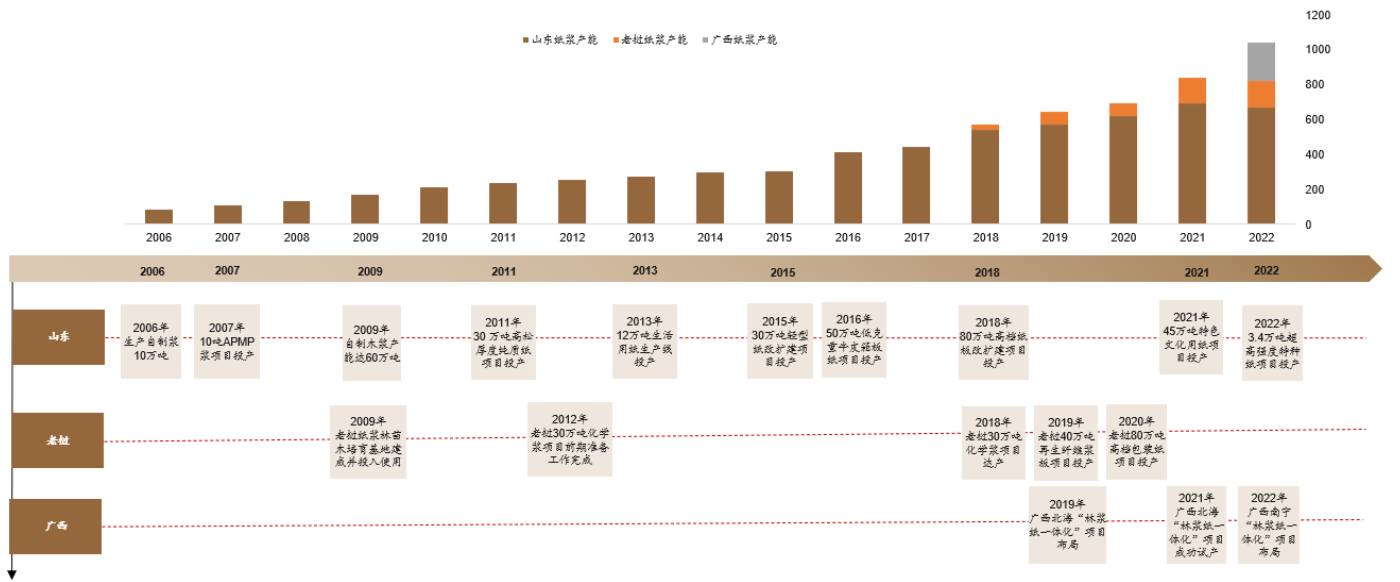
老挝基地壁垒难以复刻，艰难创业迎来收获期。面对与国内迥异的语言、文化、法律、经济、政治环境，纸企出海建厂需要克服诸多困难，从2008年布局到2018年首批化学浆投产，太阳纸业拿了出打“持久战”的精神，公司采用了居民合作和员工本土化等策略，成功融入当地社会，最终迎来投资收获期。1) 居民合作：针对有土地、有劳动力的当地居民和有土地、无劳动力的当地居民，分别实施“3+2”“4+1”原料林种植合作模式，鼓励当地群众参与造林，有效提高了群众积极性并得到了老挝政府的大力支持与倡导。2) 员工本地化：公司制定了关于老挝籍优秀员工的选拔制度，根据工作表现选拔出高素质的员工队伍，并提高员工工作积极性；开设“汉语培训班”，提高员工汉语听说技能，使当地员工能更好地适应生产工作。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，已然成为太阳纸业有效的竞争壁垒。

4. 产能扩充增量空间广阔，成本优势铸就利润基石

4.1. 南宁基地开启新一轮产能扩张

历经三轮扩张期，成长路径明确。上市以来，公司产能经历三轮迅速扩张期，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。随着22年广西南宁525万吨林浆纸一体化项目的启动，公司有望进入开启新一轮快速成长期，顺利投产后公司产能与2021年相比或增长50%，打开业绩增量空间。

图 86：三大基地产能发展历程（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，德邦研究所

广西南宁 525 万吨林浆纸项目启动，开启新一轮投产高峰。2022 年 2 月，公司与广西南宁市政府签署《战略合作框架协议》，计划投资约 200 亿南宁六景工业园区投资建设“525 万吨林浆纸一体化技改及配套产业园项目”。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22年上半年已经实现了盈利。23年,南宁项目(一期)将建设年产220万吨高档包装纸生产线和年产50万吨本色化学木浆生产线,预计一期项目的100万吨高档包装纸生产线和50万吨本色化学木浆生产线将于2023年三季度进入试产阶段。

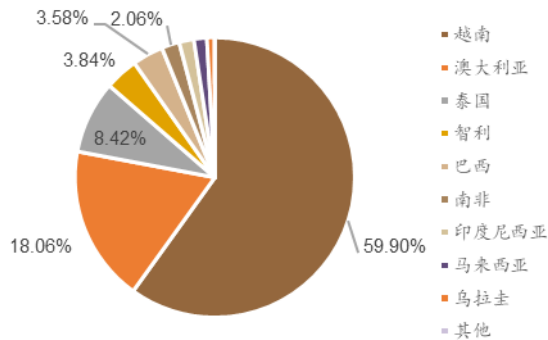
表 11: 太阳纸业计划新建产能

项目	纸产能 (/年)	浆产能 (/年)	地区	投资金额
广西基地南宁园区 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	50 万吨本色化学木浆	广西南宁	不超过 90 亿元
广西太阳投资建设年产 15 万吨生活用纸项目	二期: 5 万吨生活用纸		广西北海	1.45 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

资料来源:公司公告,历年公司债券信用评级报告,德邦研究所

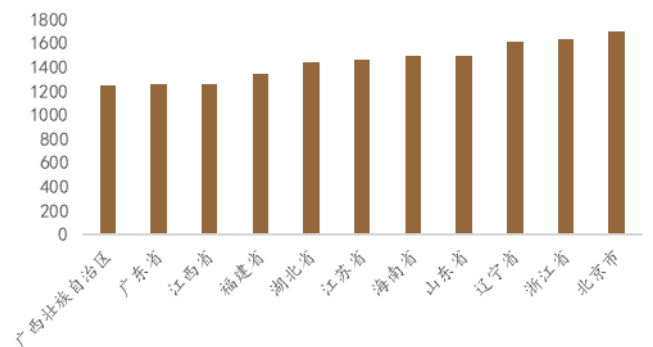
广西基地区位优势明显,林浆纸布局再优化。广西基地把山东基地和老挝基地密切连接起来,是企业可持续稳定发展的重要枢纽。广西区位优势显著,毗邻为越南、泰国等阔叶木片产区,节约木片的运输成本。2022年广西阔叶木片进口均价在各省市中最低,仅为1242.33元/吨。南宁政府也给予公司政策支持,自2021年1月1日至2025年12月31日,广西太阳纸业有限公司企业所得税按应纳税所得额的9%计缴;22年6月,南宁太阳获得2亿元政府补助。

图 87: 2022 年阔叶木片进口量分国别占比



资料来源:海关总署,德邦研究所

图 88: 2022 年各省市阔叶木片进口均价

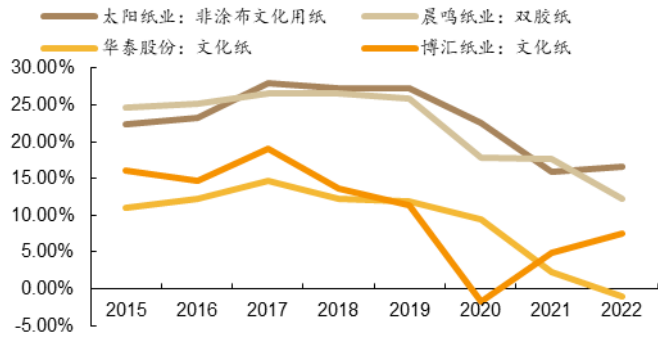


资料来源:海关总署,德邦研究所

4.2. 林浆纸一体化增厚利润空间

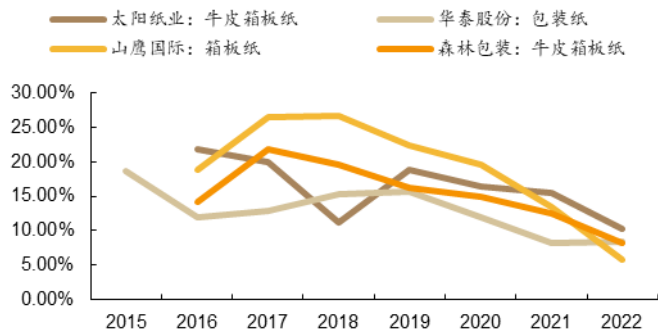
文化纸毛利率位居前列,箱板纸毛利率后来居上。公司非涂布文化纸和铜版纸的毛利率保持行业领先,显著高于博汇纸业和华泰股份,2021年非涂布文化纸和铜版纸毛利率被木浆自给率更高的晨鸣纸业反超,但仍位居行业前列,22年非涂布文化纸毛利率回升再次超过晨鸣纸业。公司2016年切入牛皮箱板纸赛道,箱板纸毛利率在2018年以前低于可比公司,但随着2019年老挝40万吨再生纤维浆板产能等项目的投产,公司原材料自给率迅速提升,箱板纸毛利率在2022年为10.22%,后来居上。2022年公司浆产品毛利率为19.10%,较为稳定、领先同行。

图 89：非涂布文化纸毛利率对比



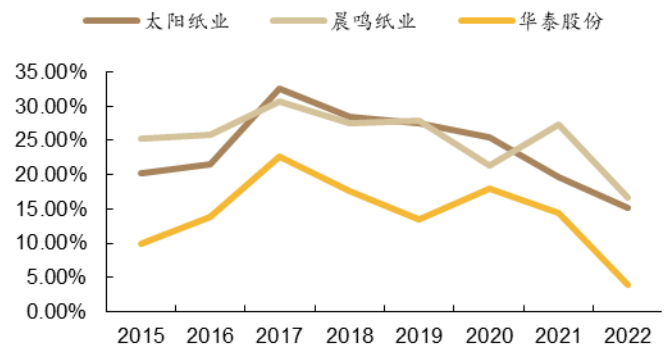
资料来源：wind，各公司公告，德邦研究所

图 91：箱板纸毛利率对比



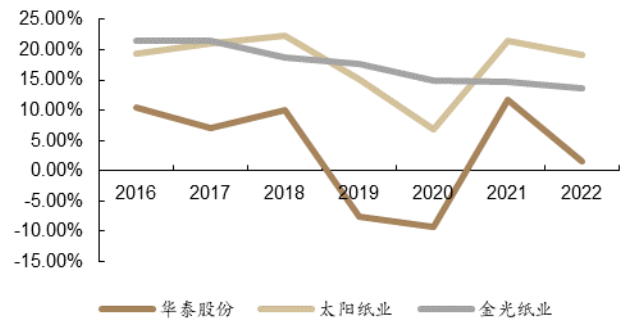
资料来源：wind，各公司公告，德邦研究所

图 90：铜版纸毛利率对比



资料来源：wind，各公司公告，德邦研究所

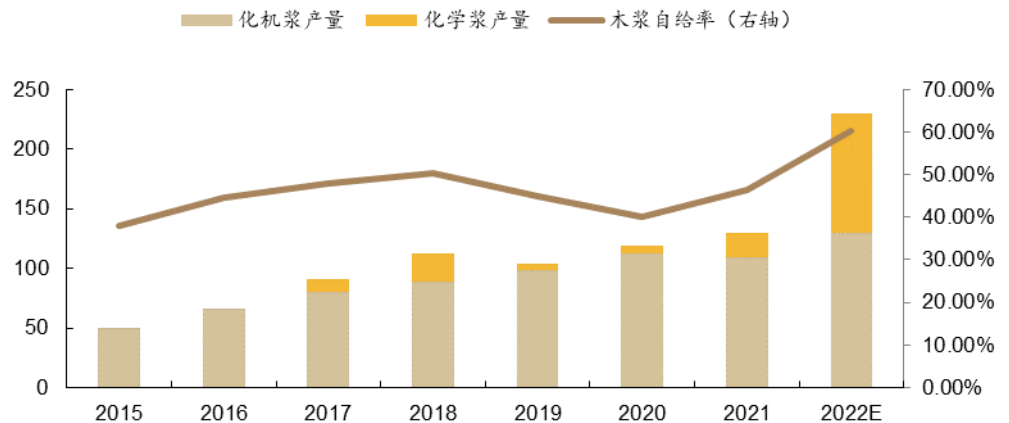
图 92：浆产品毛利率对比



资料来源：wind，各公司公告，金光纸业公司债券跟踪评级报告，德邦研究所

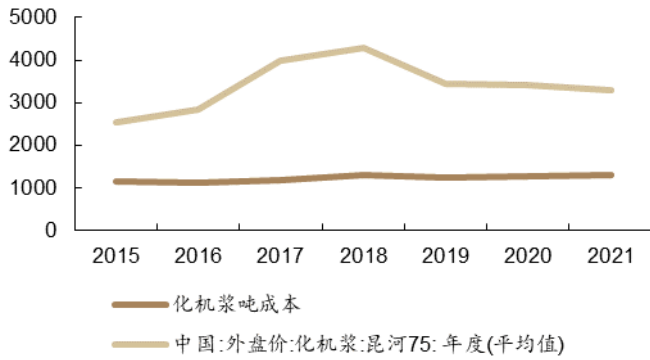
木浆自给率波动提升，浆价较高时成本节降更为明显。公司木浆自给率从 2015 年的 38% 提高至 2021 年的 46%，随着 2022 年广西北海林浆纸一体化项目陆续投产，新增产能化学浆 80 万吨/年、化机浆 20 万吨/年，目前公司制浆产能大幅提升至化机浆 140 万吨/年、化学浆 105 万吨/年，漂白木浆自给率达到 60% 左右。根据我们测算，2021 年化机浆市场均价为 3290 元/吨，而公司自产化机浆成本约为 1312 元/吨，成本优势约为 1979 元/吨。在浆价较高的时期木浆自给带来的成本优势更为明显，不仅有效降低了原材料成本，可以通过使用自制浆的产出平抑价格，在采购时获得更多话语权。

图 93：公司木浆自给率稳步提升



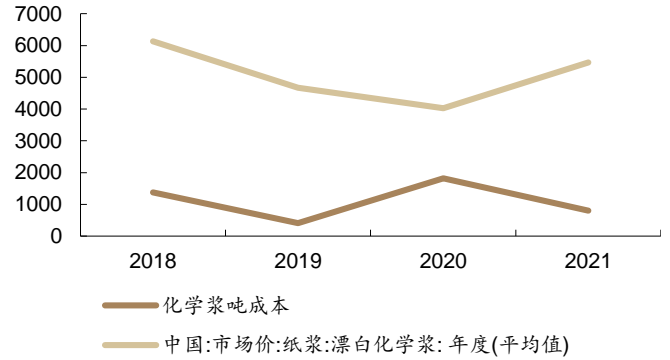
资料来源：Wind，历年公司债券信用评级报告，可转换公司债券募集说明书等公司公告，德邦研究所测算

图 94: 自产化机浆成本与市场价 (元/吨)



资料来源: Wind, 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, 德邦研究所

图 95: 自产化学浆成本与市场价 (元/吨)



资料来源: Wind, 公司公告, 历年公司债券信用评级报告, 德邦研究所

海外基地具备先发优势, 积极布局废纸原材料产能, 降低国废依赖。2021 年我国全面禁止进口废纸, 国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, 而太阳纸业早于同行业公司布局老挝, 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。

表 12: 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 240 万吨 (山东基地 160 万吨、 老挝基地 80 万吨)	本色浆	新型纤维浆	20
	半化学浆	新型纤维浆	40
	木屑浆	新型纤维浆	10
	废纸浆		40
	外采废纸	国废 (供国内) + 美废 (供老挝)	179.73

资料来源: 2022 年第一季度可转换公司债券转股情况公告, 德邦研究所

热电联产+煤炭供应优势, 能源成本较低。公司三大基地均配备热电厂, 电及蒸汽可基本满足生产需求, 剩余的电和蒸汽还可以对外销售, 电及蒸汽收入在波动中提升, 2022 年收入为 19.95 亿元。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。2022 年太阳纸业、晨鸣纸业、华泰股份的吨纸能源成本分别为 461.73、707.54、881.71 元, 公司能源成本优势显著。

图 96: 吨纸能源成本对比

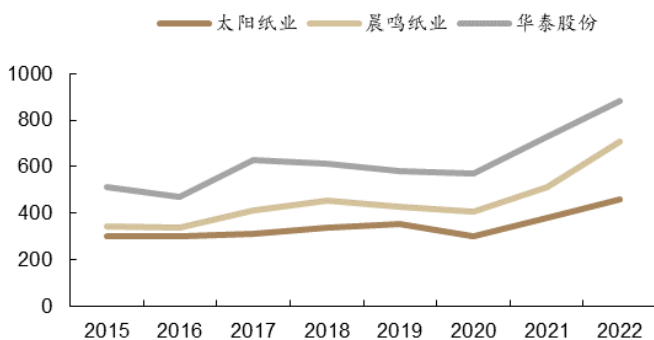
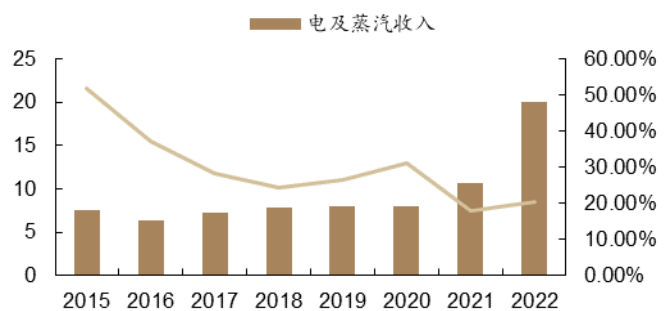


图 97: 电及蒸汽收入与毛利率

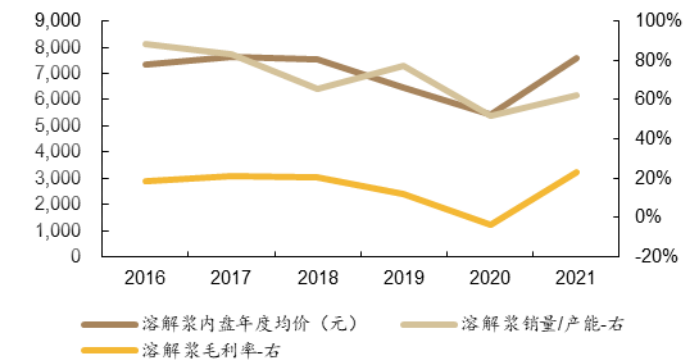


资料来源: Wind, 各公司公告, 德邦研究所

资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

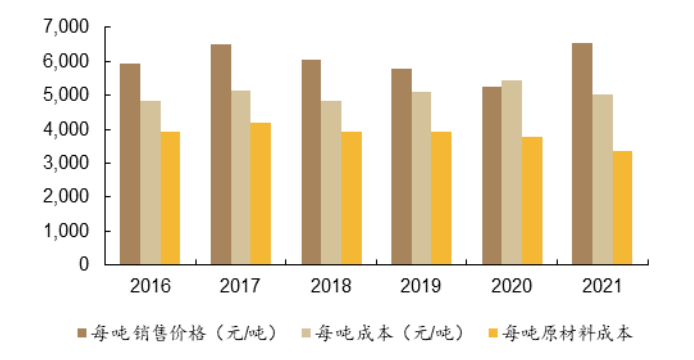
溶解浆转产灵活, 技术优势拓宽利润空间。公司可以根据市场价格, 将溶解浆产线可以灵活转产化学浆, 在溶解浆外售和木浆自给中寻求平衡, 平滑盈利变动。太阳纸业重视技术创新, 在世界首创溶解浆连续蒸煮技术, 天丝溶解浆的研发已经取得了进展, 醋酸纤维溶解浆、微晶纤维素等产品的研发工作也在推进, 有望持续提高产品附加值, 拓宽利润空间。此外, 随着公司在老挝纸浆林建设的不断推进, 自产木片的产量逐步增加, 溶解浆的生产成本有望进一步降低。

图 98: 公司溶解浆根据市场价格灵活调整



资料来源: 公司公告, wind, 德邦研究所

图 99: 溶解浆每吨销售价格、成本、原材料成本



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

5. 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) 纸浆价格: 23-24 年是阔叶浆的投产大年, 供给端预计持续宽松, 在需求弱复苏的假设下, 23 年浆价有望持续缓慢下行。按照库存周期的演绎逻辑, 我们判断行业已经进入主动去库存阶段, 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。造纸行业最早或将于 23Q4 进入被动去库存阶段, 24 年浆价有望企稳, 成品纸价格持平或者略有提升, 纸企盈利呈现复苏迹象。

2) 文化纸: 受益于疫情后展会活动重启和二十大后党建社会需求的催化, 2023 年文化纸销量有望边际回暖。我们预计 23/24/25 年非涂布文化纸销量分别为 211/215/217 万吨, 收入同比-2.8%/4.0%/5.0%; 23/24/25 年铜版纸销量分别为 75/77/78 万吨, 收入同比 12.9%/5.1%/7.2%。

3) 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 23/24/25 年箱板纸销量分别为 296/355/391 万吨, 收入同比 7.3%/23.2%/15.6%。

4) 生活用纸: 公司广西北海基地生活用纸一期 10 万吨项目已于 2022 年下半年竣工投产, 产能持续爬坡。我们预计 23/24/25 年箱板纸销量分别为 24/25/27 万吨, 收入同比 3.7%/8.2%/8.1%。

4) 浆制品: 广西基地北海园区的 80 万吨化学浆项目于 2021 年 11 月投产后, 化学浆产销量迅速释放。假设老挝沙湾年产 15 万吨本色化学机械浆项目, 以及南宁年产 15 万吨漂白化学木浆生产线技术改造项目和年产 50 万吨本色化学木

浆生产线将于 23-24 年有序投产,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 23/24/25 年浆制品(化机浆、溶解浆、化学浆)销量分别为 207/241/258 万吨,收入同比 0.9%/19.5%/15.0%。

表 13: 公司营收拆分预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	215.89	319.97	397.67	411.52	468.61	520.99
同比	-5.2%	48.2%	24.3%	3.5%	13.9%	11.2%
营业成本	173.92	264.38	337.35	352.18	397.30	439.68
毛利率	19.4%	17.4%	15.2%	14.4%	15.2%	15.6%
非涂布文化纸营收	72.09	86.71	108.58	105.51	109.77	115.22
同比	-2.4%	20.3%	25.2%	-2.8%	4.0%	5.0%
销量(万吨)	149	165	205	211	215	217
毛利率	22.5%	16.0%	16.6%	22.0%	21.9%	19.6%
铜版纸营收	35.09	40.99	31.76	35.88	37.72	40.43
同比	1.3%	16.8%	-22.5%	12.9%	5.1%	7.2%
销量(万吨)	77	81	62	75	77	78
毛利率	16.3%	12.8%	8.0%	8.7%	8.0%	7.8%
箱板纸营收	42.47	99.09	104.89	112.54	138.60	160.28
同比	4.9%	133.3%	5.9%	7.3%	23.2%	15.6%
销量(万吨)	126	239	247	296	355	391
毛利率	19.7%	31.0%	26.4%	27.3%	29.6%	30.8%
生活用纸营收	7.86	8.57	15.32	15.89	17.19	18.59
同比	-4.6%	9.0%	78.8%	3.7%	8.2%	8.1%
销量(万吨)	12	13	22	24	25	27
毛利率	22.8%	4.1%	9.1%	10.0%	14.0%	12.0%
淋膜原纸营收	8.26	16.10	16.77	15.94	16.67	17.25
同比	12.9%	2.3%	9.1%	-5.7%	13.7%	18.5%
销量(万吨)	14	25	26	27	27	27
毛利率	26.7%	22.3%	12.3%	18.0%	20.0%	19.0%
化机浆营收	17.87	18.27	19.94	18.80	21.37	25.33
同比	12.9%	2.3%	9.1%	-5.7%	13.7%	18.5%
销量(万吨)	52	53	57	63	69	72
毛利率	20.4%	21.2%	20.4%	18.0%	20.0%	22.0%
溶解浆营收	21.78	32.55	41.71	39.22	41.87	45.40
同比	-39.3%	49.5%	28.1%	-6.0%	6.8%	8.4%
销量(万吨)	41	50	62	65	69	72
毛利率	-3.5%	23.0%	22.7%	10.0%	12.0%	15.0%
化学浆营收	0.96	1.50	33.60	38.13	51.63	61.33
同比	254.9%	56.3%	2140.4%	13.5%	35.4%	18.8%
销量(万吨)	2	3	61	79	103	114
毛利率	-11.4%	-6.8%	13.9%	6.0%	8.0%	10.0%
其他营收	9.52	16.19	25.09	29.62	33.79	37.17
同比	-2.1%	70.1%	55.0%	18.0%	14.1%	10.0%

资料来源:公司公告,德邦研究所预测

投资建议: 我们预计公司 2023-2025 年实现收入 411.52/468.61/520.99 亿元,分别同比增长 3.5%/13.9%/11.2%;实现归母净利润 31.0/39.7/46.0 亿元,分别同比增长 10.4%/28.2%/15.8%。选取晨鸣纸业/博汇纸业/山鹰国际/岳阳林纸/仙鹤股份作为可比公司,23-25 年对应 PE 平均值为 13.90/8.92/7.61X。根据我们盈利预测,公司 23-25 年对应 PE 为 9.53/7.43/6.42 X,低于行业均值,估值凸显性

价比。

太阳纸业作为国内领先的造纸企业，林浆纸一体化成本优势明显。短期内浆价回落与需求修复带来盈利弹性，中期广西南宁基地产能扩张贡献业绩增量，长期老挝基地林木资源壁垒稳固，首次覆盖给予“买入”评级。

表 14：公司盈利预测

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	215.89	319.97	397.67	411.52	468.61	520.99
yoy	-5.2%	48.2%	24.3%	3.5%	13.9%	11.2%
毛利率	19.4%	17.2%	15.2%	14.4%	15.2%	15.6%
销售费用率	0.48%	0.42%	0.38%	0.41%	0.41%	0.40%
管理费用率	3.02%	2.53%	2.60%	2.65%	2.61%	2.62%
研发费用率	1.90%	1.67%	1.96%	1.86%	1.86%	1.88%
财务费用率	2.47%	1.76%	2.10%	0.74%	0.58%	0.56%
归属于母公司的净利润	19.53	29.29	28.09	31.00	39.74	46.01
yoy	-10.3%	50.0%	-4.1%	10.4%	28.2%	15.8%

资料来源：wind，公司公告，德邦研究所预测

表 15：可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
000488.SZ	晨鸣纸业	144.52	13.66	22.10	24.57	10.58	6.54	5.88
600966.SH	博汇纸业	81.28	4.25	11.43	12.91	19.14	7.11	6.29
600567.SH	山鹰国际	104.79	9.58	14.16	17.78	10.94	7.40	5.89
600963.SH	岳阳林纸	110.24	7.46	8.61	9.91	14.78	12.80	11.12
603733.SH	仙鹤股份	165.48	11.79	15.41	18.66	14.04	10.74	8.87
平均值		121.26				13.90	8.92	7.61
002078.SZ	太阳纸业	295.40	31.00	39.74	46.01	9.53	7.43	6.42

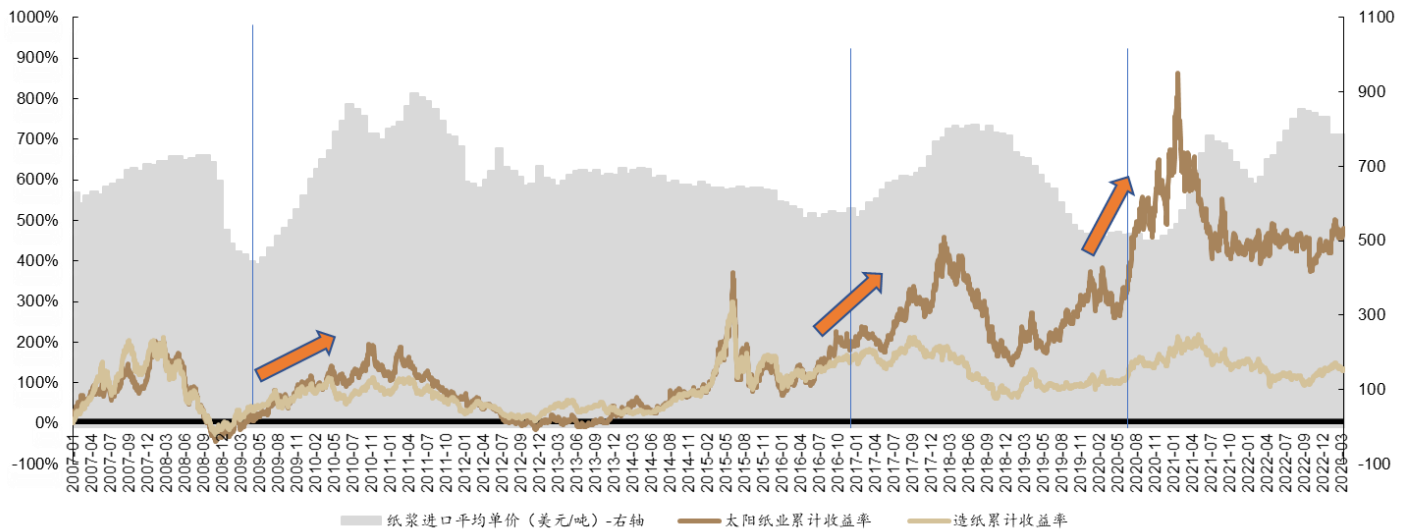
资料来源：wind，德邦研究所预测

注：市值截至 5 月 26 日

注：除太阳纸业以外的其余公司估值来自 wind 一致预期

市场预期先于业绩验证作用于股价表现，太阳纸业具有明显的“超额前置”特征。复盘 2007 年以来造纸板块累计收益率与浆价的关系，发现造纸板块收益率具有明显的周期性。伴随浆价下行，造纸企业成本改善盈利复苏，但股价上行先于基本面改善，收益率先于浆价见底回升。作为造纸龙头企业，太阳纸业股价启动先于板块，上涨斜率较高，具有明显的“超额前置”特征。

图 100：太阳纸业造纸板块累计收益率与浆价的关系



资料来源：wind，德邦研究所

注：累计收益率是基于 2007 年 1 月 1 日计算；所有数据截至 2023 年 4 月 7 日

6. 风险提示

- 1) **宏观经济复苏不及预期**：造纸行业下游消费需求与宏观经济息息相关，如果宏观经济出现波动影响消费，可能影响公司产品销售；
- 2) **原材料价格波动超预期**：木片、纸浆、能源等原材料在公司成本中占比较大，价格出现超预期波动会影响公司盈利能力；
- 3) **投产节奏不及预期**：公司新建项目较多，若南宁 525 吨林浆纸项目不能如期投产，会对公司未来业绩增长产生负面影响。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	1.04	1.11	1.42	1.65
每股净资产	8.26	9.37	10.79	12.44
每股经营现金流	1.37	3.04	1.22	3.65
每股股利	0.20	0.73	0.81	0.88
价值评估(倍)				
P/E	11.08	9.53	7.43	6.42
P/B	1.39	1.13	0.98	0.85
P/S	0.74	0.72	0.63	0.57
EV/EBITDA	7.83	6.75	6.03	4.62
股息率%	1.7%	6.9%	7.7%	8.3%
盈利能力指标(%)				
毛利率	15.2%	14.4%	15.2%	15.6%
净利润率	7.1%	7.6%	8.5%	8.9%
净资产收益率	12.2%	11.8%	13.2%	13.2%
资产回报率	5.8%	5.9%	6.9%	7.3%
投资回报率	8.9%	7.7%	8.7%	9.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	23.7%	3.5%	13.9%	11.2%
EBIT 增长率	-0.4%	-2.9%	24.3%	15.2%
净利润增长率	-4.1%	10.4%	28.2%	15.8%
偿债能力指标				
资产负债率	51.7%	49.7%	47.4%	44.8%
流动比率	0.7	0.8	0.9	1.0
速动比率	0.4	0.5	0.5	0.7
现金比率	0.1	0.3	0.3	0.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	18.2	18.5	18.4	18.4
存货周转天数	47.2	45.9	46.3	46.2
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
固定资产周转率	1.4	1.3	1.3	1.4

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	2,809	3,100	3,974	4,601
少数股东损益	8	12	14	16
非现金支出	2,183	2,317	2,310	2,545
非经营收益	578	284	295	304
营运资金变动	-1,754	2,779	-3,185	2,730
经营活动现金流	3,824	8,493	3,407	10,197
资产	-4,682	-4,833	-4,158	-4,382
投资	-1,446	-36	-34	-34
其他	7	35	39	41
投资活动现金流	-6,121	-4,834	-4,152	-4,375
债权募资	2,491	292	352	332
股权募资	0	-1	0	0
其他	-688	-333	-346	-359
融资活动现金流	1,803	-42	7	-27
现金净流量	-490	3,617	-739	5,795

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 26 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所预测

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	39,767	41,152	46,861	52,099
营业成本	33,735	35,218	39,730	43,968
毛利率%	15.2%	14.4%	15.2%	15.6%
营业税金及附加	178	185	209	233
营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	153	170	190	211
营业费用率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
管理费用	1,033	1,089	1,223	1,365
管理费用率%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
研发费用	781	764	872	978
研发费用率%	2.0%	1.9%	1.9%	1.9%
EBIT	3,885	3,770	4,685	5,399
财务费用	834	303	270	293
财务费用率%	2.1%	0.7%	0.6%	0.6%
资产减值损失	-55	-18	-21	-20
投资收益	22	35	39	41
营业利润	3,033	3,478	4,426	5,119
营业外收支	35	20	19	22
利润总额	3,068	3,498	4,444	5,141
EBITDA	5,997	6,070	6,974	7,925
所得税	251	386	457	523
有效所得税率%	8.2%	11.0%	10.3%	10.2%
少数股东损益	8	12	14	16
归属母公司所有者净利润	2,809	3,100	3,974	4,601

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,386	6,003	5,264	11,060
应收账款及应收票据	2,421	1,957	3,021	2,517
存货	5,339	3,640	6,586	4,695
其它流动资产	2,441	2,618	2,845	3,219
流动资产合计	12,588	14,218	17,716	21,490
长期股权投资	256	278	299	319
固定资产	28,874	32,642	34,895	37,148
在建工程	3,273	1,636	818	0
无形资产	1,767	2,179	2,618	3,048
非流动资产合计	35,426	37,991	39,884	41,769
资产总计	48,014	52,209	57,600	63,258
短期借款	8,169	8,462	8,814	9,146
应付票据及应付账款	5,032	5,544	6,389	6,816
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	4,247	4,527	4,732	5,015
流动负债合计	17,448	18,532	19,936	20,977
长期借款	6,640	6,640	6,640	6,640
其它长期负债	753	753	753	753
非流动负债合计	7,392	7,392	7,392	7,392
负债总计	24,840	25,924	27,328	28,369
实收资本	2,795	2,795	2,795	2,795
普通股股东权益	23,084	26,183	30,157	34,758
少数股东权益	90	102	116	132
负债和所有者权益合计	48,014	52,209	57,600	63,258

信息披露

分析师与研究助理简介

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。2018 年加入中泰证券，2020 年起负责轻工团队。2021 年加入国元证券，担任大消费方向负责人，主导轻工、纺服、新零售行业研究。2023 年 2 月入职德邦证券，负责轻工+中小盘研究。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。

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，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明	
	股票投资评级		买入	相对强于市场表现 20%以上；
			增持	相对强于市场表现 5%~20%；
			中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
			减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级		优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
			中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。	

法律声明

。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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。