

1、 关键假设

◆ 我们盈利预测基于如下假设：

(1) 销量端

①**原纸**：2023H2 投产 100 万吨箱板纸，2024Q3 投产 15 万吨生活用纸，2025 年底预计投产 40 万吨特种纸和 100 万吨箱板纸，产能释放推动收入增长，按照投产时间预估有效产能以及满产满销测算，预计 2024-2026 年原纸销量增量分别为 53、12、84 万吨；

②**木浆**：2025 年底预计投产 15 万吨化机浆、35 万吨化学浆，考虑新增木浆产能主要用于配套原纸，假设 2024-2025 年销量与 2023 年持平，2026 年销量小幅增长至 150 万吨；

(2) 价格端

①**原纸**：根据双胶纸、铜版纸和箱板纸市场价格走势看，2024 年我国双胶纸价格跌幅约 543 元/吨、铜版纸涨幅约 22 元/吨、箱板纸跌幅约 257 元/吨，对于太阳纸业而言，2024 年综合纸价预计下跌约 245 元/吨；2025-2026 年对于浆价是看涨预期，成本推动文化纸价格抬升，同时箱板纸供需格局好转或将推动纸价回暖，假设 2024-2026 年综合纸价为 4250、4350、4450 元/吨；

②**木浆**：2024 年浆价先涨后跌，阔叶浆均价上涨 22 美元/吨，2025-2026 年由于海外浆厂无大型纸浆项目投产，浆价预期走强，假设 2024-2026 年木浆均价分别为 5120、5300、5370 元/吨（对应阔叶浆外盘报价上涨 22/25/10 美元/吨）；

(3) **其他收入**：收入占比较小，假设每年按照 10% 增速稳定增长；

(4) **毛利率**：在自供浆平衡下，2024 年毛利率有望保持平稳，2025-2026 年浆纸价格预期同步上涨，毛利率有望小幅改善，假设 2024-2026 年毛利率为 16%、16.1%、16.2%。

2、 创新之处

- ◆ **我们认为造纸行业扩产压力可控，纸价在需求和成本支撑下有望坚挺。** 尽管双胶纸2025年玖龙等纸企有较大产能投放，但在浆价上涨背景下，不具备自制浆产能的长尾企业将陆续出清，在需求稳定&成本上涨&中小企业出清等多重因素推动下，新增投产压力可控，纸价有望保持坚挺。
- ◆ **我们认为公司核心竞争力体现在对成本的极致把控。** 纸是相对标品，不同企业间产品溢价较低，各纸企盈利差异主要体现在对于成本的把控，公司通过林浆纸一体化布局、多基地布局、逆周期投资和热电联产等方式持续降本，吨纸盈利行业领先。

3、 潜在催化

- ◆ **纸价和浆价上涨超预期。** 造纸行业与经济强相关，当终端需求强复苏时，纸价和浆价将同步上涨，太阳纸业盈利将快速释放，需要密切跟踪头部纸企涨价函和海外浆厂报价。
- ◆ **竞对停产减少供给。** 造纸行业产能相对过剩，当大规模纸厂停产时，供给缩减预期将推动纸价大幅上涨，彼时行情将会启动。

【投资建议】

◆ 太阳纸业深耕造纸行业四十余年，产品布局完善、成本控制优秀，随着广西浆纸产能有序释放， 公司利润中枢有望稳步上移。我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 406.2/423.8/474.5 亿元，实现归母净利润31.7/34.6/39.6 亿元，EPS 分别为 1.13/1.24/1.42 元，基于 2025 年 2 月19 日收盘价的 PE 分别为 12.28/11.26/9.83 倍。我们选取仙鹤股份、华旺科技、博汇纸业、山鹰国际作为可比公司，根据 Choice 一致预期，得到2024-2025 年行业平均 PE 为 20.53/11.78 倍。参考公司历史估值水平、业绩稳定性，维持“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	39544.34	40617.36	42379.62	47449.93
增长率(%)	-0.56	2.71 %	4.34 %	11.96%
EBITDA（百万元）	6252.62	6966.03	7462.95	8297.38
归属母公司净利润（百万元）	3085.69	3171.33	3458.60	3964.01
增长率(%)	9.86 %	2.78 %	9.06 %	14.61
EPS(元/股)	1.10	1.13	1.24	1.42
市盈率（P/E）	11.06	12.28	11.26	9.83
市净率（P/B）	1.31	1.38	1.27	1.16
EV/EBITDA	7.75	7.57	6.97	6.17

Choice，东方 研究所

【风险提示】

- (1) 浆价大幅上涨风险：公司主要原材料为木浆，当浆价大幅上涨时，公司 若不能及时传导成本压力，盈利将会被挤压；
- (2) 需求不及预期风险：造纸与经济息息相关，若终端需求低预期，原纸需 求低迷，纸价下跌对公司盈利将产生冲击；
- (3) 行业竞争加剧风险：行业需求增长缓慢，新进入者若采取低价竞争将对 公司盈利产生冲击。

正文目录

1. 公司概况：造纸领军企业，夯实林浆纸一体化布局.....6

1.1. 浆纸产能稳步扩张，生产基地布局完善.....6

1.2. 业绩稳健增长，盈利能力表现优异.....7

1.3. 股权结构稳定，高管行业经验丰富且激励充分.....8

2. 行业分析：龙头停产制约供给，行业景气度向好.....9

2.1. 浆纸系：2025 年景气度排序为“铜版纸>双胶纸>白卡纸”.....9

2.2. 废纸系：龙头扩产速度放缓，需求稳步增长，行业景气度向好.....11

3. 公司分析：成本把控优异，推进新基地产能建设.....13

3.1. 浆纸系：料工费极致把控，盈利能力行业领先.....13

3.2. 箱板纸：高端差异化定位，优质纤维布局强化竞争优势.....17

3.3. 溶解浆：老挝基地资源优势突出，溶解浆吨盈利更佳.....18

4. 盈利预测与投资建议.....19

5. 投资建议.....20

6. 风险提示.....20

图表目录

图表 1：公司发展历史梳理.....6

图表 2：公司产能梳理（单位：万吨）.....6

图表 3：公司营业收入及增速.....7

图表 4：公司归母净利润及增速.....7

图表 5：2023 年公司收入分产品构成.....7

图表 6：公司毛利率和净利率走势.....7

图表 7：公司期间费用率走势.....8

图表 8：公司 ROE（加权）杜邦拆分.....8

图表 9：公司股权结构图（截至 2024 年底）.....8

图表 10：公司核心高管履历梳理.....9

图表 11：2009Q1-2024Q3 造纸行业头部上市公司季度归母净利润（单位：百万
元）.....10

图表 12：2009 年以来纸价和浆价走势.....10

图表 13：2024 年木浆投产项目梳理.....11

图表 14：2024-2025 年双胶纸投产项目梳理.....11

图表 15：2024-2025 年白卡纸投产项目梳理.....11

图表 16：2016-2023 年箱板纸销量 CAGR 为 5.41%.....12

图表 17：2016-2023 年瓦楞纸销量 CAGR 为 5.36%.....12

图表 18：2024 年箱板瓦楞纸投产项目梳理.....12

图表 19：2020 年至今国废价格走势（单位：元/吨）.....13

图表 20：2020 年至今箱板纸价格走势（单位：元/吨）.....13

图表 21：公司浆纸系产品成本拆分.....13

图表 22：公司废纸系产品成本拆分.....13

图表 23：文化纸均价对比（单位：元/吨）.....14

图表 24：文化纸毛利率对比.....14

图表 25：公司木浆自给率测算表（按产能测算，理论值）.....14

图表 26：公司化机浆自产成本比市场价格低.....14

图表 27：文化纸吨纸能源成本对比（单位：元）.....15

图表 28：铜版纸吨纸能源成本对比.....15

图表 29: 公司煤炭采购价比市场价格低 15

图表 30: 公司广西基地净利率更高 16

图表 31: 公司广西北海基地和南宁基地产能梳理 (单位: 万吨) 16

图表 32: 太阳纸业吨纸折旧与同行对比 (单位: 元) 17

图表 33: 玖龙纸业高档和低档箱板纸价差在扩大..... 17

图表 34: 公司箱板纸毛利率在禁废令后表现更优..... 17

图表 35: 中国溶解浆进口量及增速 18

图表 36: 公司溶解浆收入和销量 18

图表 37: 收入拆分预测 19

图表 38: 行业重点关注公司 20

1. 公司概况：造纸领军企业，夯实林浆纸一体化布局

1.1. 浆纸产能稳步扩张，生产基地布局完善

公司成立于 1982 年，经过四十余年行业深耕，公司产能、营收和利润规模不断提升，成为造纸行业领军企业。发展早期，公司聚焦涂布纸板、原纸和文化用纸三大系列产品，随着市场需求变化和公司战略调整，公司产品结构变为文化纸、箱板纸和木浆三大品类。2008 年公司开始在老挝植树造林，标志着林浆纸一体化布局的开端；同时为优化产能布局，逐步推进广西北海（2019 年）和南宁（2022 年）基地布局，产业版图不断扩大。截至 2023 年底，公司浆纸总产能超 1200 万吨，其中造纸产能 720 万吨、木浆产能 485 万吨。

图表 1：公司发展历史梳理

阶段一：1982-1992年-艰辛起步	阶段三：2006-2011年-上市拓展	阶段五：2017年至今-新图大展
✓ 1982年，公司成立 ✓ 历经兖州县城关公社造纸厂、兖州县造纸厂、兖州市造纸厂	✓ 2006年，在深交所成功上市，与国际纸业合资成立万国纸业 ✓ 2008年，启动老挝林浆纸一体化项目，国际化战略全面开启 ✓ 2011年，成功开发出溶解浆产品	✓ 2017年，老挝30万吨化学浆项目开工 ✓ 2019年，老挝40万吨再生纤维浆投产、80万吨箱板纸开工建设，广西北海350万吨浆纸一体化项目开工建设 ✓ 2022年，签订广西南宁525万吨林浆纸一体化投资项目 ✓ 2023年，老挝林地种植面积达6万公顷
	阶段四：2012-2016年-转型升级	
	✓ 2012年，提出“四三三”战略，进军生物质新材料和消费品领域 ✓ 2013年，生活用纸产线投产 ✓ 2016年，牛皮箱板纸产品问世	

公司官网，公司公告，东方 研究所

图表 2：公司产能梳理（单位：万吨）

产品	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	241
铜版纸	80	80	80	80	100	80	80	80	80	80
箱板纸			80	80	160	140	140	240	240	340
生活用纸	6	12	12	12	12	12	12	12	39	39
淋膜原纸	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20
溶解浆	30	30	50	50	80	80	80	80	80	80
化学浆				10	10	10	10	20	105	105
化机浆	70	70	70	70	80	90	120	120	140	140
本色浆								20	20	70
半化学浆						20	20	40	40	40
废纸浆						40	40	40	40	40
木屑浆						10	10	10	10	10
原纸小计	196	202	312	312	412	392	412	512	595	720
纸浆小计	100	100	120	130	170	250	280	330	435	485
产能合计	296	302	432	442	582	642	692	842	1030	1205

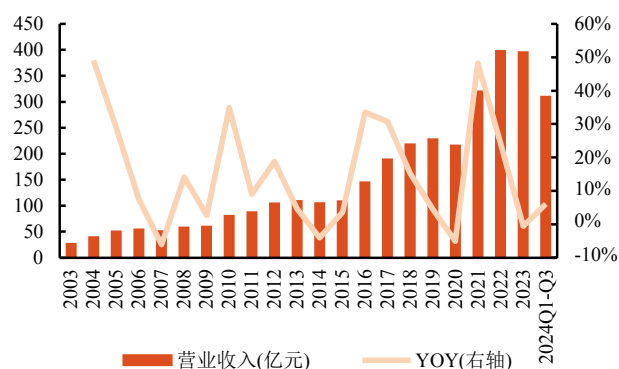
公司公告，广东省造纸行业协会微信公众号，中国造纸杂志社微信公众号，纸去哪了废纸信息微信公众号，纸业联讯微信公众号，掌桥科研， 东方 研究所

1.2. 业绩稳健增长·盈利能力表现优异

业绩稳健增长·浆纸产能布局均衡。2003-2023 年公司收入和归母净利润 CAGR 分别为+14.54%、+15.5%，收入和利润均保持稳健增长；2024 年前三季度公司实现营业收入 309.75 亿元，同比+6.07%，归母净利润 24.59 亿元，同比+15.08%。

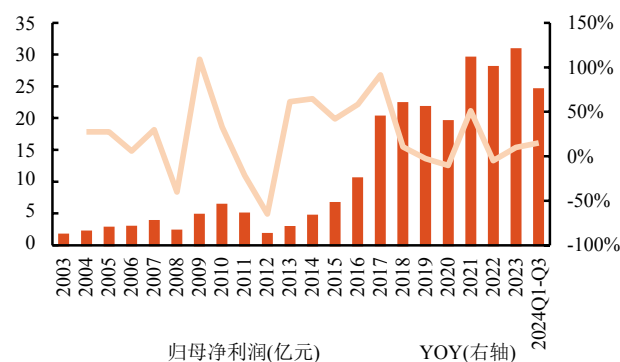
- **收入端：**公司历史上出现 4 次收入同比下滑，2007 年系 2 条白卡纸产线权益由 100%变为 50%导致，2014 年、2020 年和 2023 年则系浆价下行周期，纸价下跌带动收入下滑；其他年份，公司通过业务多元化&逆周期扩张推动收入稳健增长。
- **产品端：**2023 年文化纸收入占比 42.5%（非涂布文化纸 33.7%+铜版纸 8.9%）、箱板纸收入占比 24.8%、木浆收入占比 18.9%（溶解浆 9.3%+化机浆 4.6%+化学浆 4.4%），文化纸&箱板纸&木浆收入贡献合计达 85.7%；其他产品收入合计 14.3%。
- **利润端：**公司历史上出现 6 次利润同比下滑，均因终端需求低迷推动，2008 年次贷危机、2011-2012 年欧债危机、2019 年中美贸易摩擦冲击、2020 年疫情、2022 年消费复苏不及预期；随着公司纸浆自给率提升&产能有序投放，公司利润在 12 年触底后持续反弹，并在 16 年供给侧改革推动下快速向好。

图表 3：公司营业收入及增速



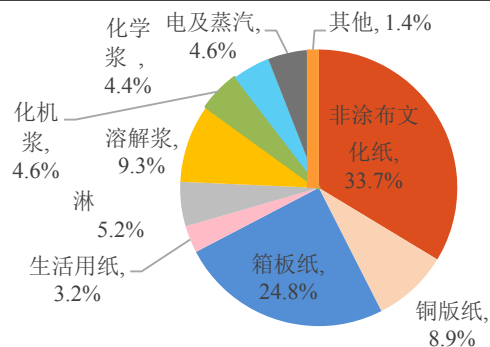
Choice-公司深度资料，东方 研究所

图表 4：公司归母净利润及增速



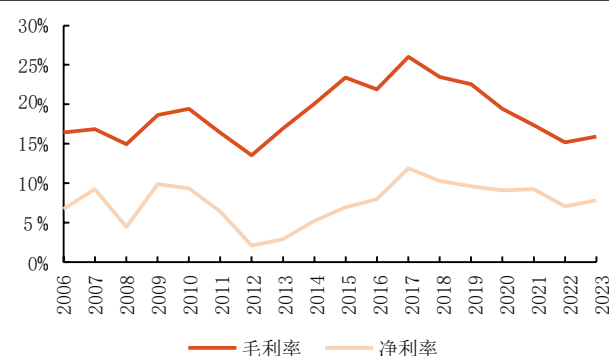
Choice-公司深度资料，东方 研究所

图表 5：2023 年公司收入分产品构成



Choice-公司深度资料，东方 研究所

图表 6：公司毛利率和净利率走势

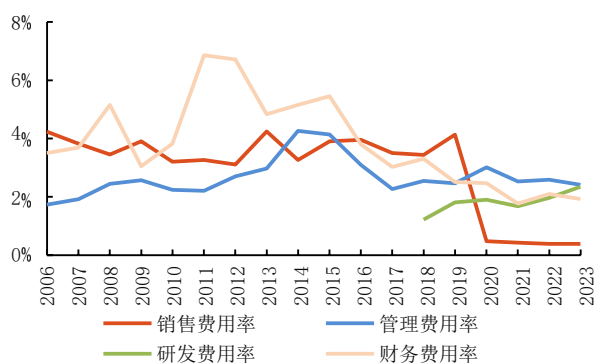


Choice-公司深度资料，东方 研究所

盈利能力表现优异，管理效率提升赋能。公司 ROE 波动较大且与销售净利率高度相关，权益乘数从 2012 年起持续下行系资本结构优化、负债率降低驱动，总资产周转率稳中有升系公司对资产利用效率提高驱动。

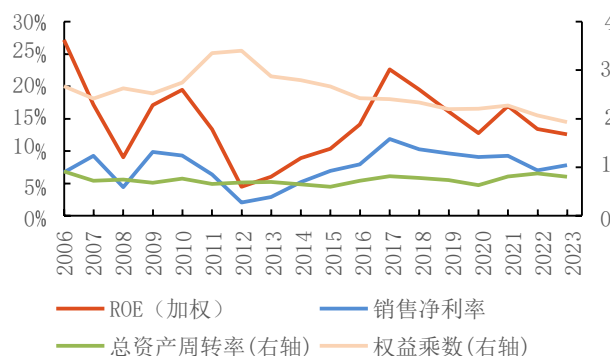
- **利润率：**毛利率和归母净利率走势基本一致，其中纸价和浆价是影响利润率的关键因素，2012 年纸价跌&浆价涨导致盈利触底，2017 年纸价涨&浆价涨（前期有低价浆储备）使得盈利达到阶段性高点。
- **费用率：**①销售费用率维持稳定，2020 年大幅下降系运费调至生产成本所致；②财务费用率从 2012 年起持续下行，得益于负债率降低；③管理&研发费用率小幅抬升，系加大研发投入和员工激励所致；2023 年费用率合计 9.43%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.39% /4.77% /2.33% /1.9% 。

图表 7：公司期间费用率走势



Choice-公司深度资料，东方 研究所

图表 8：公司 ROE (加权) 杜邦拆分

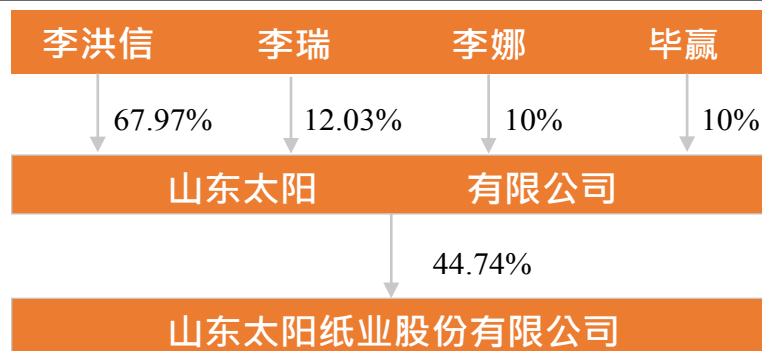


Choice-公司深度资料，东方 研究所

1.3. 股权结构稳定，高管行业经验丰富且激励充分

截至 2024 年底，创始人李洪信先生及其家人合计持有公司 44.74%股权，公司股权集中稳定。公司绝大多数高管任职时长超 20 年，且在多轮股权激励下均有持股，高管行业经验丰富且激励充分，助力公司行稳致远。

图表 9：公司股权结构图（截至 2024 年底）



公司公告，东方 研究所

图表 10：公司核心高管履历梳理

高管	职务	背景
李 娜	董事长	42 岁，海外法学博士，创始人李洪信女儿。曾任公司副总经理；2011 年 5 月加入公司
刘泽华	董事、总经理	54 岁，本科，高级工程师。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；1995 年加入公司
王宗良	董事、副总、财总	60 岁，本科，高级会计师。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；1985 年加入公司
应广东	副总经理、总工程师	60 岁，本科，教授级高级工程师。1999 年加入公司
毕 赢	董事	38 岁，本科，创始人儿媳。任公司控股股东山东太阳控股集团监事、万国纸业太阳白卡纸监事、山东万国太阳食品包装材料监事、山东国际纸业太阳纸板监事。2024 年 11 月任董事
庞福成	副总经理 董事会秘书	50 岁，大学学历，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，1995 年加入公司
陈文俊	副总经理	62 岁，本科。1989 年加入公司
曹衍军	副总经理	53 岁，本科，工程师。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；1995 年加入公司
郭健伟	副总经理	57 岁，MBA。现任公司副总经理、公司文化纸销售部及销售运营管理中心总监。2011 年加入公司，2024 年 11 月任副总经理
李坤明	副总经理	41 岁，本科。现任公司副总经理，公司工业用纸销售总监、工业纸事业部总经理。2015 年加入公司，2024 年 11 月任副总经理

公司公告，东方 研究所

1.行业分析：龙头停产制约供给，行业景气度向好

1.1. 浆纸系：2025 年景气度排序为“铜版纸>双胶纸>白卡纸”

复盘：造纸行业从 2021Q4 至今已在底部盘整 12 个季度。2009 年至今，造纸板块经历两轮底部周期，①2011Q4-2015Q4 造纸行业在底部盘整 17 个季度，以太阳、晨鸣、博汇等纸企利润转亏为开始，以纸企利润转正为结束；②本轮造纸底部行情始于 2021Q4，晨鸣、岳阳林纸等利润出现亏损至今，行业在底部盘整近 12 个季度。

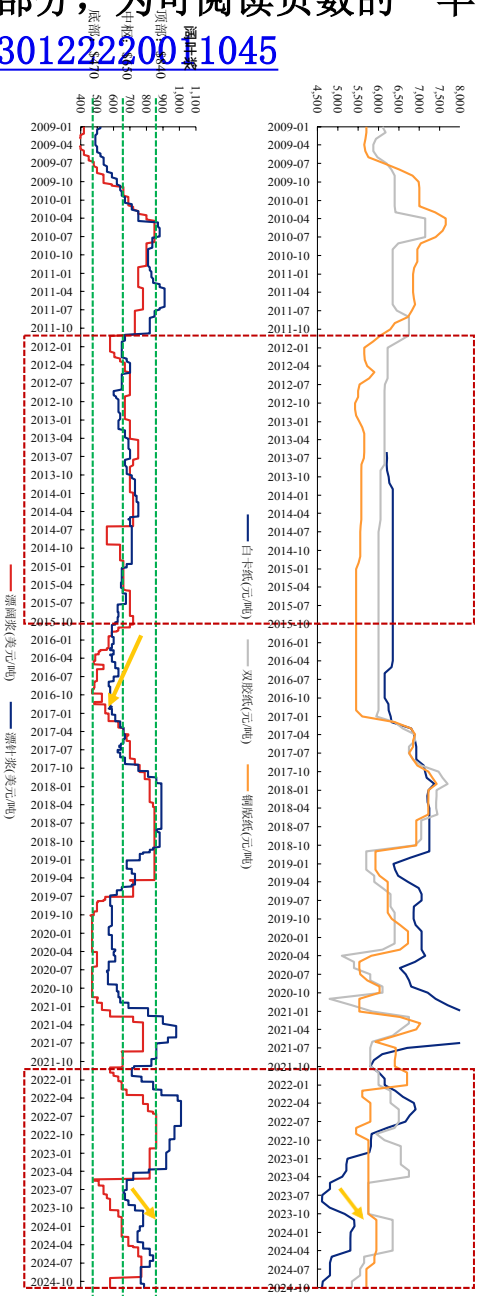
- **2011Q4-2015Q4:** 纸价底部盘整，产能过剩背景下，需求小幅增长对价格无扰动，同时木浆成本处于中高位，造纸板块盈利承压，中小企业出清；
- **2021Q4 至今:** 新产能投放冲击下，纸价趋势性向下，同时木浆成本在高位时间长，纸企盈利承压较多；但在纸浆期货推出后，浆价波动性增强，纸企可享受浆纸同涨的阶段性行情，行业在底部出清的速度放缓。

图表 11：2009Q1-2024Q3 造纸行业头部上市公司季度归母净利润（单位：百万元）

	002078.SZ	000488.SZ	600963.SH	600966.SH	600433.SH		002078.SZ	000488.SZ	600963.SH	600966.SH	600433.SH
	太阳纸业	晨鸣纸业	齐阳林纸	博汇纸业	冠豪高新		太阳纸业	晨鸣纸业	齐阳林纸	博汇纸业	冠豪高新
2009Q1	61	8	13	21	(3)	2017Q1	440	703	15	197	16
2009Q2	91	150	26	45		2017Q2	435	1043	67	208	18
2009Q3	169	304	28	67	8	2017Q3	499	966	118	205	5
2009Q4	158	374	26	66	1	2017Q4	650	1058	148	246	14
2010Q1	170	238	34	37	8	2018Q1	617	783	153	205	22
2010Q2	179	370	50	58	7	2018Q2	611	1002	142	206	28
2010Q3	150	232	54	39	7	2018Q3	573	697	46	98	37
2010Q4	138	324	19	30	17	2018Q4	436	29	25	(254)	22
2011Q1	200	235	69	59	10	2019Q1	380	38	(32)	122	16
2011Q2	156	248	69	66	14	2019Q2	506	472	61	9	39
2011Q3	146	149	1	58	9	2019Q3	598	558	86	5	38
2011Q4	(3)	(25)	16	(54)	52	2019Q4	693	589	198	(3)	78
2012Q1	25	15	9	29	15	2020Q1	536	203	87	185	24
2012Q2	80	79	3	9	15	2020Q2	400	314	53	82	39
2012Q3	47	39	(10)	0	16	2020Q3	446	560	127	260	40
2012Q4	24	88	(221)	(31)	23	2020Q4	571	635	146	307	76
2013Q1	52	71	(99)	(36)	12	2021Q1	1108	1179	167	811	28
2013Q2	88	262	(28)	(40)	103	2021Q2	1124	842	143	704	47
2013Q3	61	197	(2)	10	15	2021Q3	537	161	47	403	118
2013Q4	82	181	149	(92)	24	2021Q4	189	(117)	(59)	(211)	(54)
2014Q1	108	81	(48)	12	24	2022Q1	675	114	124	181	38
2014Q2	106	161	(46)	35	17	2022Q2	984	116	175	252	111
2014Q3	100	99	(78)	10	35	2022Q3	609	10	174	180	102
2014Q4	155	164	185	(12)	35	2022Q4	541	(51)	142	(385)	135
2015Q1	114	96	(98)	9	11	2023Q1	566	(275)	87	(497)	8
2015Q2	138	180	(85)	41	3	2023Q2	686	(413)	15	151	(58)
2015Q3	164	285	(99)	8	18	2023Q3	885	(80)	13	253	(19)
2015Q4	251	460	(108)	(20)	5	2023Q4	949	(513)	(354)	275	23
2016Q1	142	402	5	11	11	2024Q1	956	58	81	101	43
2016Q2	211	537	9	55	30	2024Q2	802	(30)	(129)	31	42
2016Q3	305	615	5	41	20	2024Q3	701	(739)	(46)	18	(15)
2016Q4	400	510	10	94	47						

Choice-股票数据浏览器，东方财富证券研究所

图表 12：2009 年以来纸价和浆价走势



纸业联讯，中纸在线，东方财富证券研究所

浆价：年内外盘报价预计维稳，2025 年或将跌至底部后反弹。2024 年 Suzano 投产 255 万吨商品阔叶浆，国内头部纸企实际投产超 400 万吨阔叶浆（自用为主，减少外购需求），产能集中投放导致浆价下跌，2024 年 11 月巴西金鱼阔叶浆、智利银星针叶浆外盘报价为 580、785 美元/吨，相较于 6 月高点下跌 190、55 美元/吨，其中针叶浆由于供给偏紧而跌幅较小。展望 2025 年，需求在全球刺激性政策下有望保持增长，但产能集中释放的压力仍需消化，浆价或将跌至历史底部位置（阔叶浆 470-480 美元/吨），彼时产业链补库需求将推动浆价快速反弹。