



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告
2024年10月21日

产能扩张为基，盈利穿越周期

——太阳纸业的增长性复盘

分析师：徐 偲 SAC执业证书号：S0010523120001 邮箱：xucai@hazq.com
分析师：余倩莹 SAC执业证书号：S0010524040004 邮箱：yuqianying@hazq.com

目录

0 前言：核心观点

1 复盘：产能扩张为基，盈利穿越周期

2 总结：长周期成长股，核心竞争力显著

3 风险提示

核心观点

➤ 复盘：产能扩张为基，盈利穿越周期

- 我们根据公式“归母净利润=营业收入*（毛利率-中间费用率”对各因素对公司归母净利润的增长贡献进行拆解。从历史复盘来看，1) **营业总收入**：2012-2023年，营业收入增长对公司的归母净利润增长贡献明显，根据公式“营业收入=销量*单价”进一步拆解，公司的销量始终保持增长趋势，为公司的营业收入增长提供正向贡献，这主要由公司期间多轮产能扩张推动，而公司营业收入的波动主要由销售单价的波动导致。2) **毛利率**：2012-2023年，公司的归母净利润大多保持增长态势，即使在营业收入同比下降的年份，公司仍然能够通过提升毛利率和对各项期间费用的节降来保持归母净利润的同比增长。公司毛利率主要取决于上下游价格与成本之间的价差所决定的弹性，具有显著的周期性特征，但公司积极通过提升原材料自给率和产品结构多元化来提升毛利率水平，并平抑周期波动。3) **中间费用率**：公司在逆周期时期，往往通过费用率节降保持净利率的稳定，主要方法包括：积极实施数智赋能战略、各环节部门降本增效、合理财务规划等。

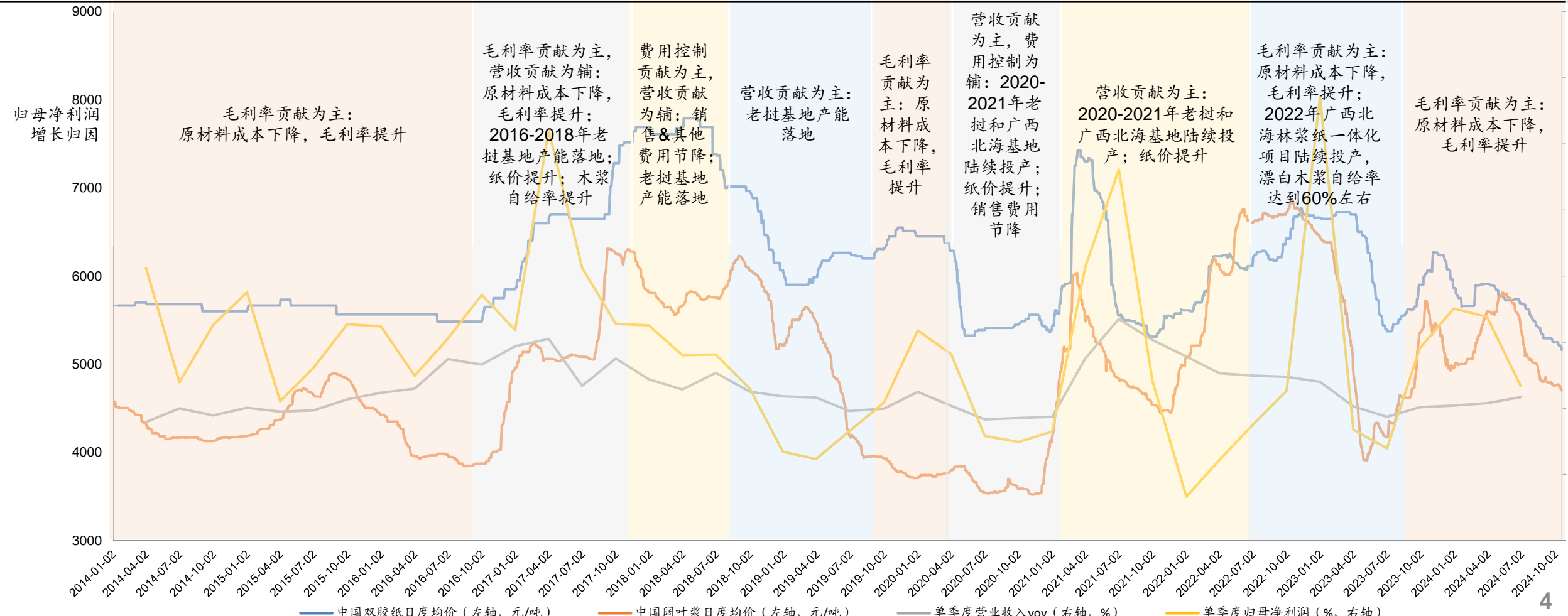
公司归母净利润增长贡献拆解

	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	12-23年
归母净利润（亿元）	1.76	2.85	4.69	6.67	10.57	20.24	22.38	21.78	19.53	29.57	28.09	30.86	
归母净利润yoy	-64.68%	61.40%	64.71%	42.20%	58.52%	91.55%	10.54%	-2.66%	-10.33%	51.39%	-5.01%	9.86%	1649.80%
营业收入（亿元）	104.09	108.95	104.58	108.25	144.55	188.94	217.68	227.63	215.89	319.97	397.67	395.44	
毛利率	13.55%	16.94%	20.05%	23.39%	21.92%	26.03%	23.45%	22.54%	23.44%	20.81%	18.49%	19.24%	
中间费用率	11.85%	14.33%	15.57%	17.24%	14.61%	15.32%	13.17%	12.97%	14.40%	11.56%	11.42%	11.43%	
营业收入贡献率	10.70%	5.86%	-5.31%	4.14%	36.73%	37.72%	14.89%	4.41%	-5.02%	48.76%	21.19%	-0.59%	769.42%
毛利率贡献率	-53.75%	205.29%	116.54%	75.91%	-27.93%	65.11%	-25.86%	-9.04%	9.18%	-35.77%	-27.91%	10.59%	820.05%
中间费用率贡献率	-21.63%	-149.74%	-46.52%	-37.85%	49.71%	-11.28%	21.51%	1.97%	-14.49%	38.40%	1.71%	-0.14%	60.34%

资料来源：Wind，华安证券研究所（中间费用率为毛利率-归母净利率；2020年起，执行新收入准则，将销售费用中的运输费用调整至营业成本，我们测算时为保持前后数据可比，将运输费用还原至销售费用，毛利率为扣除运输费用影响后毛利率）

纸价、浆价与公司业绩归因复盘

库存周期	被动去库存	主动补库存	被动补库存	主动去库存	被动去库存	主动补库存	被动补库存	主动去库存	被动去库存
营收表现	2014-2016 CAGR +17.57%	2017 yoy+30.71%	2018 yoy+15.21%	2019 yoy+4.57%	2020 yoy-5.16%	2021 yoy+48.21%	2022 yoy+24.28%	2023 yoy-0.56%	2024H1 yoy+6.11%
净利润表现	2014-2016 CAGR +50.14%	2017 yoy+91.55%	2018 yoy+10.54%	2019 yoy-2.66%	2020 yoy-10.33%	2021 yoy+51.39%	2022 yoy-5.01%	2023 yoy+9.86%	2024H1 yoy+40.49%
毛利率	2014-2016 平均 21.79%	2017 26.03%	2018 23.45%	2019 22.54%	2020 23.44%	2021 20.81%	2022 18.49%	2023 19.24%	2024H1 19.24%



资料来源: Wind, 华安证券研究所 (2020年起, 执行新收入准则, 将销售费用中的运输费用调整至营业成本, 我们测算时将运输费用还原至销售费用, 毛利率为扣除运输费用影响后毛利率)

核心观点

➤ 总结：长周期成长股，核心竞争力显著

- 截至2023年，公司合并纸、浆总产能已超过 1200 万吨，其中纸产品的年产能约为725万吨左右，浆产品的年产能约为500万吨，漂白木浆自给率达到60%左右。2012-2023年公司纸浆产能从225万吨增长至1225万吨，CAGR为16.66%；营业收入从104.09亿元增长至395.44亿元，CAGR为12.90%；归母净利润从1.76亿元增长至30.86亿元，CAGR为29.72%。公司业绩增长节奏与产能拓展节奏匹配，并通过规模效应、林浆纸一体化、运营管理效率提升等推动盈利能力提升，利润增速高于收入增速。公司为长周期成长股，盈利穿越周期，在不同的库存周期阶段，公司的利润率水平都在同行业处于领先地位，即使在行业最悲观的时期，公司依旧能够取得稳定的盈利能力。这也使得公司在行业库存周期的各个阶段大多都能获得明显的超额收益率，且在被动去库存和主动补库存周期阶段超额收益较为明显。
- 风险提示：市场竞争加剧的风险、原材料价格波动的风险、汇率波动的风险、客户的信用风险。

目录

0 前言：核心观点

1 复盘：产能扩张为基，盈利穿越周期

2 总结：长周期成长股，核心竞争力显著

3 风险提示

1. 产能扩张为基，盈利穿越周期

- 营业收入、毛利率、中间费用率共同影响公司净利润。我们根据公式“归母净利润=营业收入*(毛利率-中间费用率)”对各因素对公司归母净利润的增长贡献进行拆解。如，2023年，公司归母净利润同比增长9.86%，营业收入/毛利率/中间费用率对归母净利润增长的贡献率分别为-0.59%/+10.59%/-0.14%，2023年的净利润增长来源于毛利率的提升和中间费用率的有效控制，而营业收入的下降拖累了归母净利润的增长。

公司归母净利润增长贡献拆解

	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	12-23年
归母净利润（亿元）	1.76	2.85	4.69	6.67	10.57	20.24	22.38	21.78	19.53	29.57	28.09	30.86	
归母净利润yoy	-64.68%	61.40%	64.71%	42.20%	58.52%	91.55%	10.54%	-2.66%	-10.33%	51.39%	-5.01%	9.86%	1649.80%
营业收入（亿元）	104.09	108.95	104.58	108.25	144.55	188.94	217.68	227.63	215.89	319.97	397.67	395.44	
毛利率	13.55%	16.94%	20.05%	23.39%	21.92%	26.03%	23.45%	22.54%	23.44%	20.81%	18.49%	19.24%	
中间费用率	11.85%	14.33%	15.57%	17.24%	14.61%	15.32%	13.17%	12.97%	14.40%	11.56%	11.42%	11.43%	
营业收入贡献率	10.70%	5.86%	-5.31%	4.14%	36.73%	37.72%	14.89%	4.41%	-5.02%	48.76%	21.19%	-0.59%	769.42%
毛利率贡献率	-53.75%	205.29%	116.54%	75.91%	-27.93%	65.11%	-25.86%	-9.04%	9.18%	-35.77%	-27.91%	10.59%	820.05%
中间费用率贡献率	-21.63%	-149.74%	-46.52%	-37.85%	49.71%	-11.28%	21.51%	1.97%	-14.49%	38.40%	1.71%	-0.14%	60.34%

资料来源：Wind，华安证券研究所（中间费用率为毛利率-归母净利率；2020年起，执行新收入准则，将销售费用中的运输费用调整至营业成本，我们测算时为保持前后数据可比，将运输费用还原至销售费用）

1. 产能扩张为基，盈利穿越周期

► 营业收入、毛利率、中间费用率共同影响公司净利润。2012-2023年，公司归母净利润累计增长1649.80%，营业收入/毛利率/中间费用率对归母净利润增长的贡献率分别为+769.42%/+820.05%/+60.34%，营业收入增长对公司的归母净利润增长贡献明显，主要由产能扩张推动。2012-2023年，公司的归母净利润大多保持增长态势，即使在营业收入同比下降的年份，公司仍然能够通过提升毛利率和对各项期间费用的节降来保持归母净利润的同比增长。

公司归母净利润增长归因分析

年份	增长原因
2012年	2011年公司成功研发出溶解浆产品并投产
2013年	原材料成本下降，毛利率提升
2014年	原材料成本下降，毛利率提升；2013年公司推出生活用纸系列产品
2015年	原材料成本下降，毛利率提升
2016年	原材料成本下降，毛利率提升；2016年公司推出牛皮箱板纸产品
2017年	原材料成本下降，毛利率提升；2016-2018年老挝基地产能落地；纸价提升；木浆自给率提升
2018年	销售&其他费用节降；2016-2018年老挝基地产能落地
2019年	2016-2018年老挝基地产能落地
2020年	原材料成本下降，毛利率提升
2021年	2020-2021年老挝和广西北海基地陆续投产；纸价提升；销售费用节降
2022年	2020-2021年老挝和广西北海基地陆续投产；纸价提升
2023年	原材料成本下降，毛利率提升；2022年广西北海林浆纸一体化项目陆续投产，漂白木浆自给率达到60%左右

资料来源：公司公告，华安证券研究所

1. 产能扩张为基，盈利穿越周期

- (1) 营业收入：由产能扩张主导的销量增长是公司营业收入增长的主因。我们根据公式“营业收入=销量*单价”进一步对公司营业收入的增长贡献进行拆解。归因分析下，2012-2023年，公司的销量始终保持增长趋势，为公司的营业收入增长提供正向贡献，这主要由公司期间多轮产能扩张推动，而公司营业收入的波动主要由销售单价的波动导致。其中，2016年、2021年销量增长贡献较为明显，2017年单价增长贡献较为明显。

公司营业收入增长贡献拆解

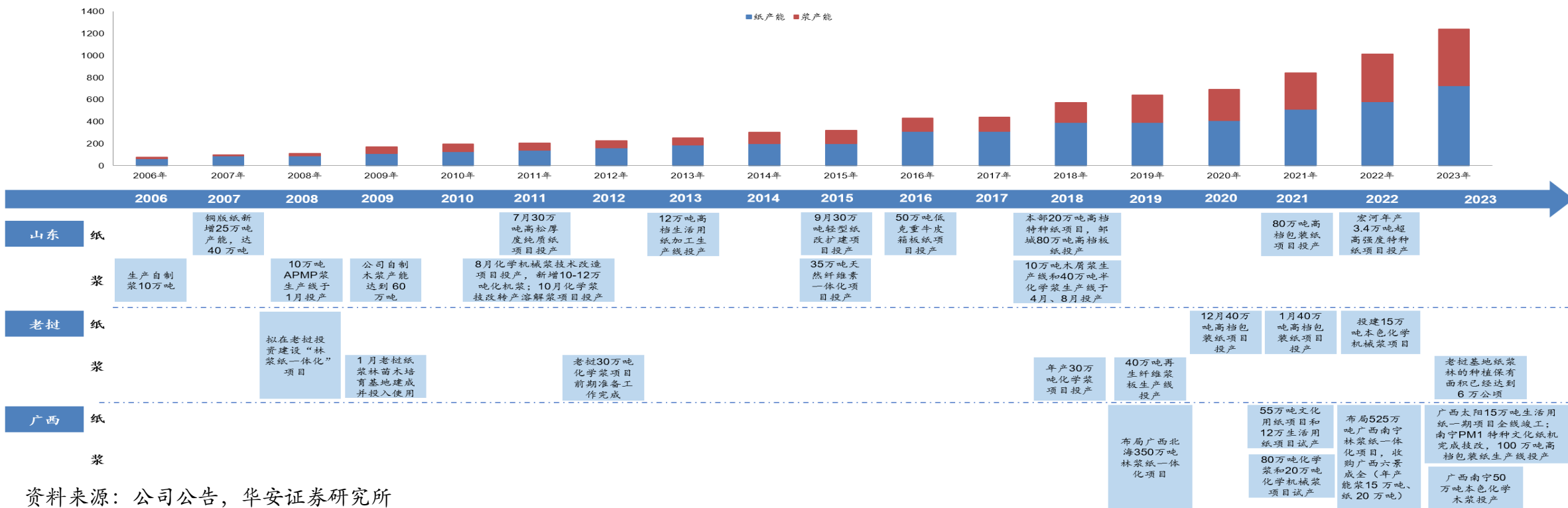
	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	12-23年
营业收入（亿元）	104.09	108.95	104.58	108.25	144.55	188.94	217.68	227.63	215.89	319.97	397.67	395.44	
销量（万吨）	168.00	168.00	208.00	218.00	307.00	360.00	400.00	471.00	477.00	630.00	741.00	812.00	
单价（元/吨）	6,195.62	6,485.18	5,027.83	4,965.65	4,708.63	5,248.41	5,442.10	4,832.85	4,525.92	5,078.83	5,366.66	4,869.99	
营业收入贡献率	10.70%	5.86%	-5.31%	4.14%	36.73%	37.72%	14.89%	4.41%	-5.02%	48.76%	21.19%	-0.59%	769.42%
销量贡献率	9.15%	0.00%	27.70%	5.63%	43.49%	22.43%	11.08%	16.12%	1.20%	34.48%	15.82%	9.59%	908.19%
单价贡献率	1.55%	5.86%	-33.01%	-1.49%	-6.75%	15.29%	3.81%	-11.71%	-6.22%	14.28%	5.37%	-10.18%	-138.78%

资料来源：Wind，华安证券研究所

1. 产能扩张为基，盈利穿越周期

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

公司山东、广西和老挝“三大基地”的产能情况（万吨）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

1. 产能扩张为基，盈利穿越周期

► 2016年：公司推出牛皮箱板纸产品，布局包装市场，纸产品结构进一步多元化。2016年，公司归母净利润同比增长58.52%，其中，营业收入/毛利率/中间费用率的增长贡献率分别为+36.73%/-27.93%/+49.71%，进一步拆分，销量/单价的增长贡献率分别为+43.49%/-6.75%。2016年，公司营收的增长主要系非涂布文化纸新增产能释放，50万吨牛皮箱板纸及35万吨溶解浆开始投产，牛皮箱板纸和溶解浆逐渐成为公司新的收入增长点；公司毛利率为21.92%，同比下降1.47个百分点，主要系原材料价格波动所致；公司中间费用率为14.61%，同比下降2.63个百分点，主要系规模效应下各项费用控制得当所致。

公司2015-2016年产能、产量、销量情况（万吨）

产品	2015年					2016年				
	产能	产量	产能利用率	销量	产销率	产能	产量	产能利用率	销量	产销率
非涂布文化纸	90	80.83	89.81%	77.6	96.00%	120	111.48	92.90%	114.03	102.29%
铜版纸	90	77.16	85.73%	74.63	96.72%	80	67.75	84.69%	72.45	106.94%
生活用纸	12	9.36	78.00%	9.26	98.93%	12	10.88	90.67%	10.76	98.90%
淋膜原纸	20	14.73	73.65%	11.51	78.14%	20	13.85	69.25%	13.81	99.71%
牛皮箱板纸	/	/	/	/	/	80	20.89	26.11%	19.41	92.92%
小计	202	182.08	90.14%	173	95.01%	312	224.85	72.07%	230.46	102.49%
化机浆	70	49.81	71.16%	23.88	47.94%	70	66.09	94.41%	32.95	49.86%
溶解浆	30	25.62	85.40%	16.65	64.99%	50	45.6	91.20%	44.02	96.54%
小计	100	75.43	75.43%	40.53	53.73%	120	111.69	93.08%	76.97	68.91%
合计	302	257.51	85.27%	213.53	82.92%	432	336.54	77.90%	307.43	91.35%

资料来源：公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）跟踪评级报告，华安证券研究所

1. 产能扩张为基，盈利穿越周期

► 2021年：业务规模随新增产能释放进一步扩大。2021年，公司归母净利润同比增长51.39%，其中，营业收入/毛利率/中间费用率的增长贡献率分别为+48.76%/-35.77%/+38.40%，进一步拆分，销量/单价的增长贡献率分别为+34.48%/+14.28%。公司业务规模随新增产能释放进一步扩大，制浆方面，公司化学浆、化机浆和新型纤维浆产能分别新增年产能95/20/40万吨，其中，2021年公司收购广西六景成全投资有限公司100.00%股权获得化学浆产能15万吨/年，山东邹城40万吨/年半化学浆产线剩余20万吨/年产能于2021年释放，山东邹城20万吨/年本色浆于当年完工。造纸方面，随着老挝基地PM1和PM2高端包装纸产线投产，公司新增牛皮箱板纸(包含瓦楞纸)产能80万吨/年。2021年，公司营收的增长主要系新增产能释放，相关纸制品及木浆的产销量增加，叠加文化用纸等产品价格上涨所致。

公司2020-2021年产能、产量、销量情况 (万吨)

产品	2020年					2021年				
	产能	产量	产能利用率	销量	产销率	产能	产量	产能利用率	销量	产销率
非涂布文化纸	160	152.02	95.01%	148.97	97.99%	160	170.5	106.56%	164.71	96.60%
铜版纸	80	77.32	96.65%	76.93	99.50%	80	81.72	102.15%	80.91	99.01%
生活用纸	12	12.1	100.83%	14.4	119.01%	12	13.09	109.08%	25.45	194.42%
淋膜原纸	20	14.55	72.75%	11.9	81.79%	20	25.48	127.40%	12.72	49.92%
牛皮箱板纸	140	129.28	92.34%	126.12	97.56%	240	252.39	105.16%	238.87	94.64%
小计	412	385.27	93.51%	378.32	98.20%	512	543.18	106.09%	522.66	96.22%
化机浆	120	112.57	93.81%	51.52	45.77%	120	109.79	91.49%	52.92	48.20%
化学浆	10	5.86	58.60%	/	/	20	20.1	100.50%	/	/
半化学浆	20	25.5	127.50%	/	/	40	42.11	105.28%	/	/
本色浆	/	/	/	/	/	20	21.34	106.70%	/	/
木屑浆	10	8	80.00%	/	/	10	5.24	52.40%	/	/
废纸浆	40	32.46	81.15%	/	/	40	2.4	6.00%	/	/
溶解浆	80	33.56	41.95%	41.42	123.42%	80	53.63	67.04%	49.79	92.84%
小计	280	217.95	77.84%	/	/	330	254.61	77.15%	/	/

资料来源：2017年山东太阳纸业股份有限公司可转换公司债券跟踪评级报告，华安证券研究所

1. 产能扩张为基，盈利穿越周期

- 广西南宁项目将开启新一轮投产高峰，为后续增长护航。公司目前在三大基地均有项目投资建设，南宁30万吨生活用纸产能在逐步建设中，预计于2024年下半年投产；南宁项目（二期）年产40万吨特种纸生产线、年产35万吨漂白化学木浆生产线、年产15万吨机械木浆生产线及相关配套设施预计于25年年底投产。老挝基地15万吨本色化学机械浆项目将保障公司高档包装纸项目的稳定盈利。山东基地超高强度特种纸项目可以进一步提高企业的经济效益和规模效益。

公司计划新建产能

项目	纸产能 (1年)	浆产能 (1年)	地区	投资金额
广西南宁525万吨林浆纸一体化技改及配套产业园（一期）项目	220万吨高档包装纸（已投产100万吨）	50万吨本色化学木浆、15万吨漂白化学木浆（已投产）	广西南宁	不超过90亿元
太阳纸业沙湾有限公司投资建设年产15万吨本色化学机械浆项目		15万吨本色化机浆	老挝沙湾	2.8亿元
广西南宁年产30万吨生活用纸及后加工生产线项目	30万吨生活用纸		广西南宁	不超过13.50亿元
广西南宁林浆纸一体化技改及配套产业园（二期）项目	40万吨特种纸	35万吨漂白化学木浆、15万吨机械木浆	广西南宁	不超过70亿元

1. 产能扩张为基，盈利穿越周期

- (2) 毛利率：整体受行业周期影响，积极平抑周期波动。公司的毛利率主要受产成品价格、原材料成本和产品结构变化的影响。一方面，公司盈利弹性主要取决于上下游价格与成本之间的价差所决定的弹性，毛利率表现具有显著的周期性特征。根据前文，2013-2015、2017年公司毛利率提升对于归母净利润的增长贡献较为明显，与行业周期波动匹配，即2012-2016上半年为造纸行业被动去库存阶段，该阶段原材料价格下降，成品纸价格持平或者略有提升，纸企盈利呈现复苏迹象；2016下半年起造纸行业进入主动补库存阶段，该阶段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。

2006-2017年的造纸周期复盘

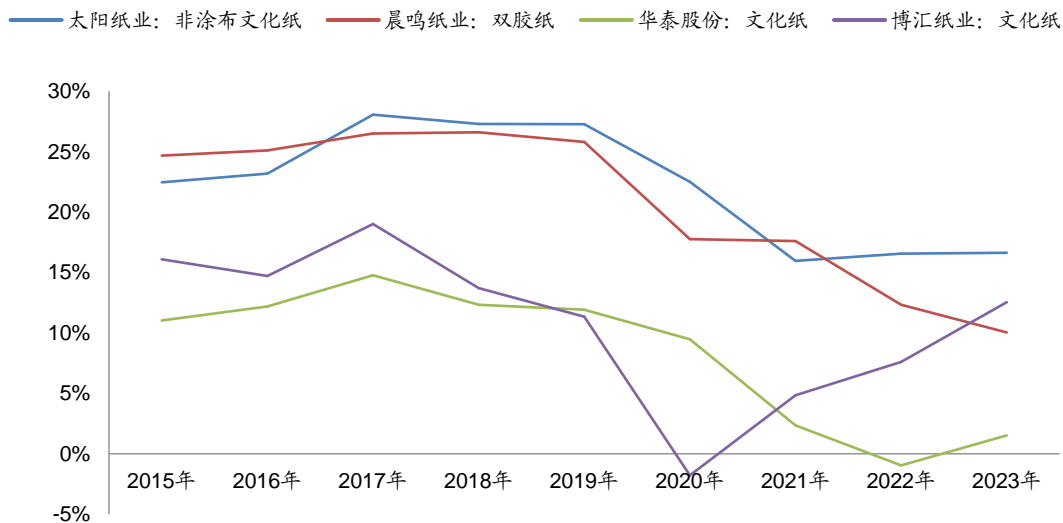
库存周期阶段	阶段指标表现	时间范围	当前阶段表现
主动补库存阶段	为应对需求增长，企业积极生产备货，具体表现为：原材料库存和产成品库存同比出现上升；原材料价格和成品纸价格均出现上涨，纸企盈利首先上行，后随原材料与产成品价格浮动而变动。	2006-2008	经济形势整体快速发展，造纸产业供需两旺，量价齐升，行业向好发展，价格同比快速攀升，社会库存不断提高，行业处于主动补库存阶段。
被动补库存阶段	需求出现回落，但生产反应不能及时调整，具体表现为：原材料库存下行，产成品库存上涨；原材料价格上涨，成品纸价格持平或者略有下降，纸企盈利能力下降。	2008-2009	受经济危机影响，造纸行业下游需求断崖式下降，纸企库存积压，行业库存处于高位，纸价骤降，行业进入被动补库存阶段。
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。	2009-2010	随着四万亿计划实施对需求进行强刺激，造纸行业需求旺盛，纸企盈利企稳反弹，价格显著回升，行业处于因需求冲击引发的库存异常阶段；而造纸企业在这段时间集中建设产能，2010-2011，四万亿影响消退导致的需求迅速萎缩以及对未来产能落地的预期使得企业主动降价销售、减少生产量，表现为价格与社会库存齐降，行业处于主动去库存阶段。
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。	2012-2016 上半年	2010年之后建设的造纸产能逐步释放，行业呈现供过于求局面，价格见底，表现为长时间段的价格同比下降；迫于经营成本压力，小型纸企慢慢退出行业，纸价长期低迷，社会库存处于低位，行业进入长期被动去库存阶段。

资料来源：华安证券研究所整理

1. 产能扩张为基，盈利穿越周期

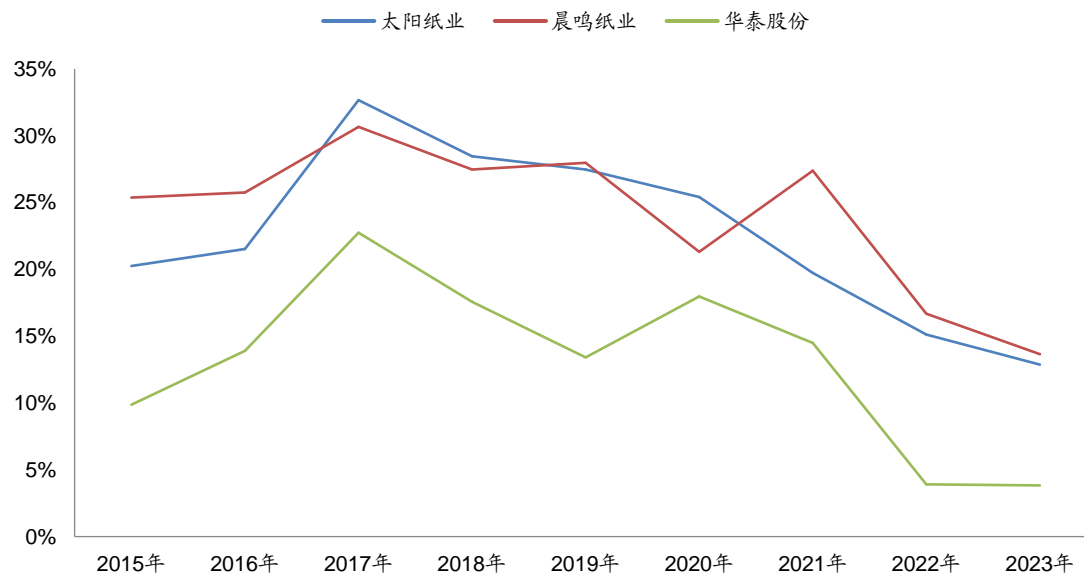
➤ (2) 毛利率：整体受行业周期影响，积极平抑周期波动。另一方面，公司积极通过提升原材料自给率和产品结构多元化来提升毛利率水平，并平抑周期波动。如，2022.12-2023.10为行业主动去库存阶段，2023年，太阳纸业/晨鸣纸业/华泰股份/博汇纸业的非涂布文化纸毛利率分别为16.63%/10.04%/1.52%/12.54%，铜版纸毛利率分别为12.87%/13.65%/3.83%，在周期底部，公司的核心产品毛利率优于同行。2015-2023年公司非涂布文化纸和铜版纸的平均毛利率分别为22.21%和22.61%，处于行业前列，显著高于博汇纸业和华泰股份，整体利润水平优于同行。2023年，公司吨纸成本为3853.94元，华泰股份/博汇纸业吨纸成本分别为4394.80/3934.85元，公司的成本优势主要来自于原材料、能源动力、折旧及其他制造费用。

2015-2023年公司及其可比公司非涂布文化纸毛利率对比



资料来源：公司公告，华安证券研究所
敬请参阅末页重要声明及评级说明

2015-2023年公司及其可比公司铜版纸毛利率对比

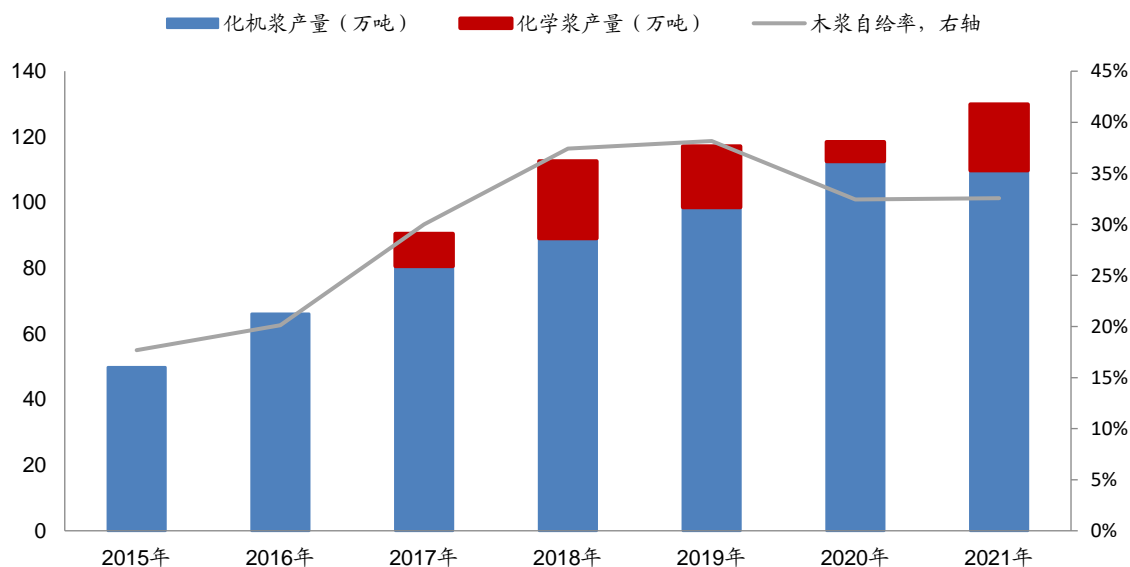


资料来源：公司公告，华安证券研究所

1. 产能扩张为基，盈利穿越周期

➤ **原材料成本：**1) **文化纸：**木浆自给率波动提升，浆价较高时成本节降更为明显。公司积极布局木浆产线，提升木浆自给率，平抑成本波动，强化盈利稳定性。截至2023年末，公司拥有140万吨化机浆及105万吨化学浆产能。根据我们的测算，公司的木浆自给率在30%左右波动提升，随着2022年广西北海林浆纸一体化项目陆续投产，漂白木浆自给率达到60%左右。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。2) **箱板纸：**海外基地具备先发优势，积极布局废纸原材料产能，降低固废依赖。2021年我国全面禁止进口废纸，固废价格因供需不平衡快速提高，各纸厂纷纷在东南亚设立废纸浆生产线，而太阳纸业早于同行业公司布局老挝，在海外浆纸基地建设方面拥有先发优势。

2015-2021年公司木浆自给率情况



资料来源：Wind，公司公告，华安证券研究所（假设非涂布文化纸、铜版纸、生活用纸、淋膜原纸吨浆耗分别为0.8/0.75/1/1，化机浆产量-销量等于自用量）

公司废纸系原料来源

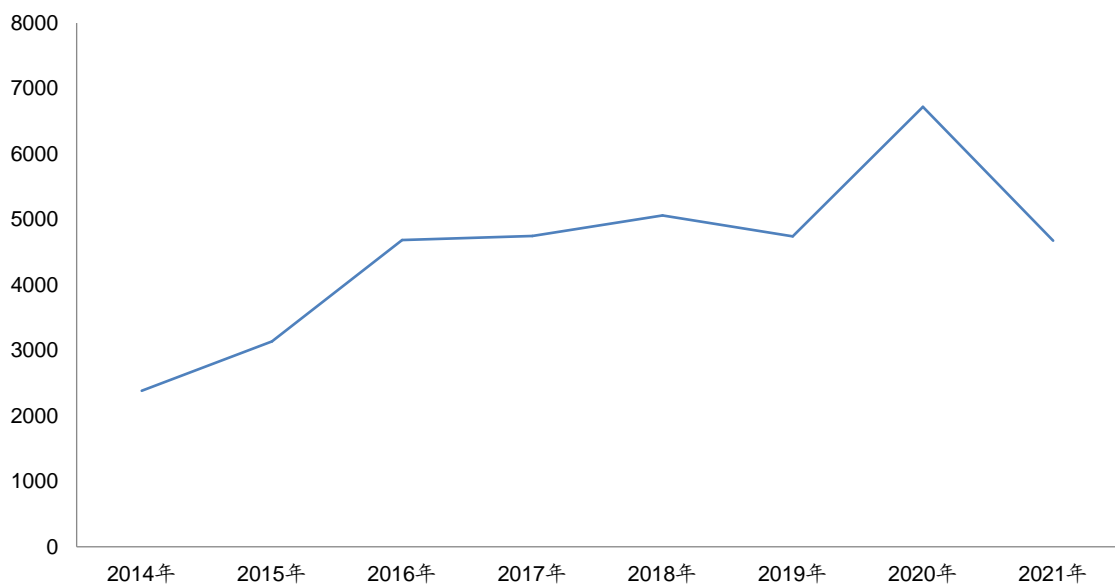
牛皮箱板纸	原料来源	类型	数量 (万吨)
已有产能340万吨 (山东基地160万吨、老挝基地80万吨、广西南海基地100万吨)	本色浆	新型纤维浆	70
	半化学浆	新型纤维浆	55
	木屑浆	新型纤维浆	10
	废纸浆		40

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

1. 产能扩张为基，盈利穿越周期

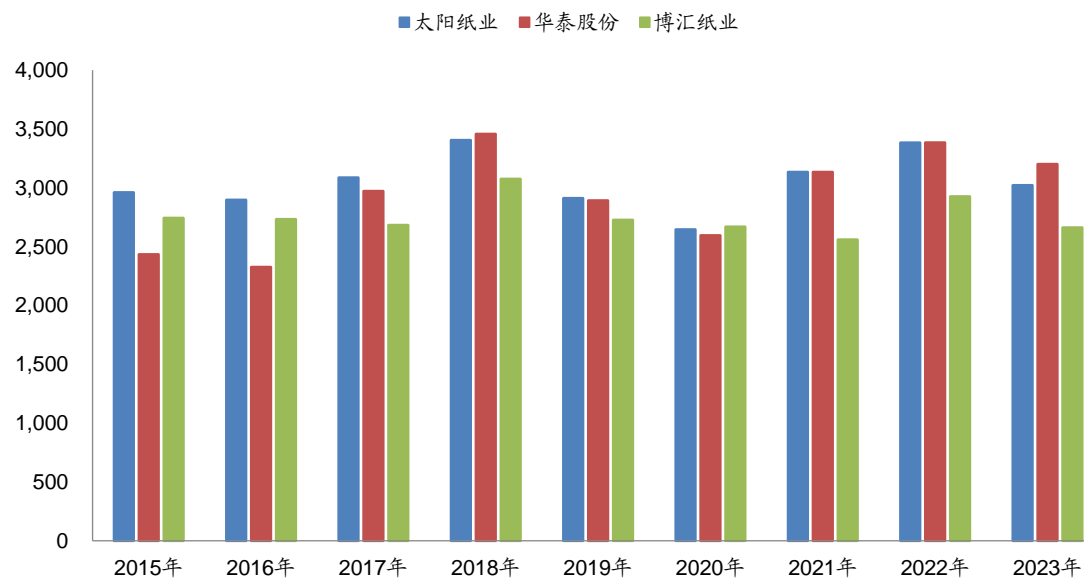
- ▶ **原材料成本：3) 溶解浆：溶解浆转产灵活，技术优势拓宽利润空间。**截至2023年末，公司拥有80万吨溶解浆产能，公司可以根据市场价格，将溶解浆产线可以灵活转产化学浆，在溶解浆外售和木浆自给中寻求平衡，平滑盈利变动。此外，随着公司在老挝纸浆林建设的不断推进，自产木片的产量逐步增加，溶解浆的生产成本有望进一步降低。
- ▶ **原材料成本持续优化，增加利润空间。**公司原材料成本持续优化，主要系：1) 林浆纸一体化进程不断推进，木浆自给率波动提升，有效降低了原材料成本。2) 浆纸产能不断提升，站上一千万吨的新台阶，规模优势突出。对比同行，2023年，公司吨纸原材料成本为3021元，华泰股份/博汇纸业为3201/2662元。

公司溶解浆吨成本情况（元/吨）



资料来源：Wind，公司公告，华安证券研究所

2015-2023年公司吨纸原材料成本（元/吨）

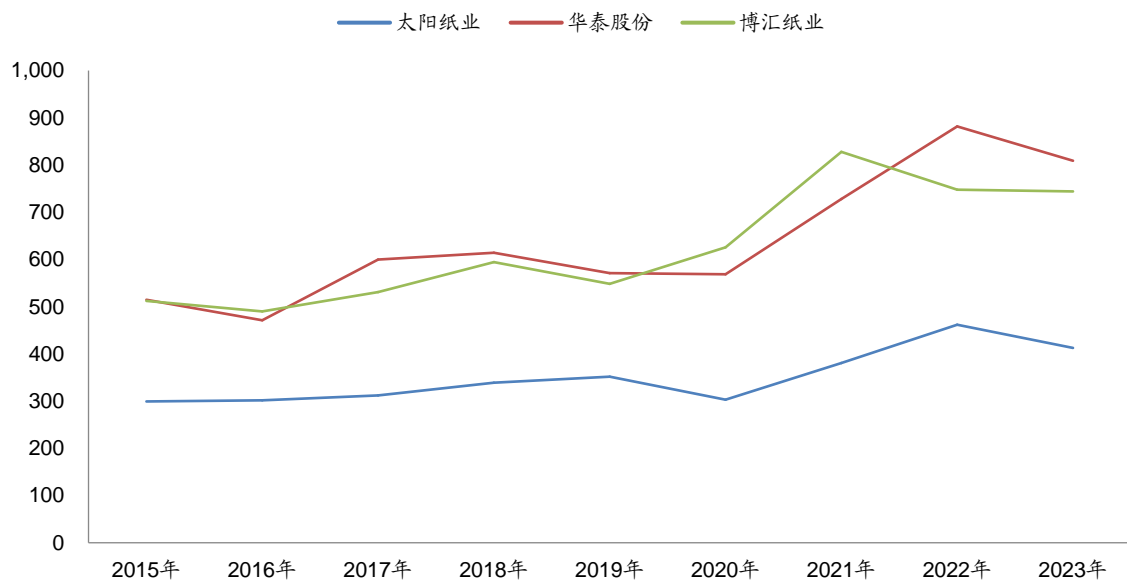


资料来源：公司公告，华安证券研究所

1. 产能扩张为基，盈利穿越周期

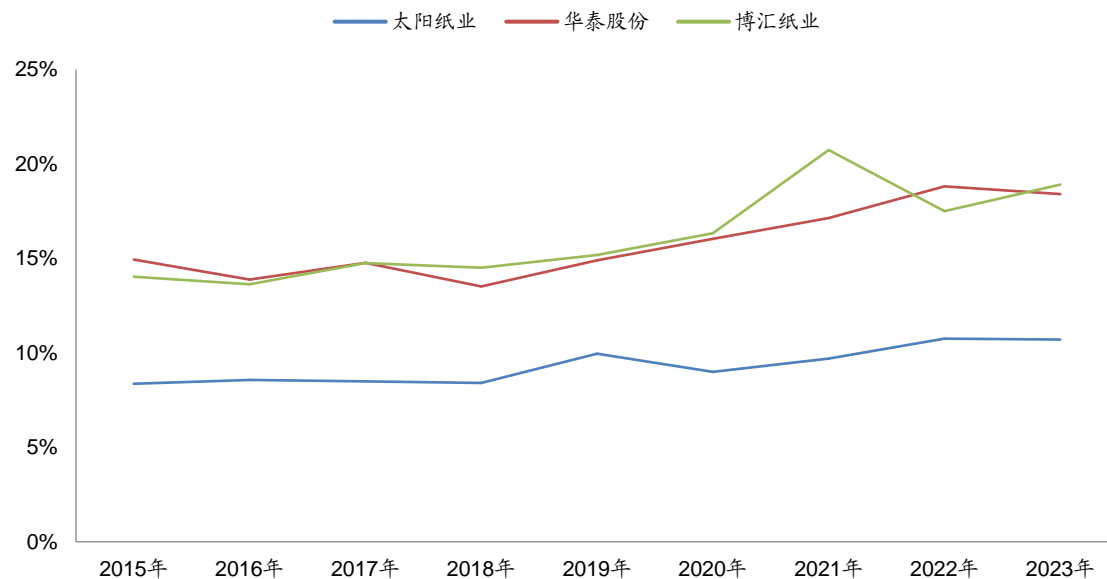
- **能源成本：**三大基地均有自备热电，电及蒸汽基本可以自给自足。公司山东、老挝、广西三大基地均配备热电厂，老挝、广西基地热电完全自给，山东基地大部分可以自给。公司具备自主发电能力，且持续布局生物质发电、碱回收项目，有望持续降低能源成本。同时，公司与兖州当地煤炭供应商保持长期商业合作关系，且运输距离近，煤炭能源充足。
- **能源成本优势明显，显著低于同行。**从能源成本占比来看，2023年，公司纸制品业务中，能源动力成本占比为10.71%，低于华泰股份/博汇纸业的18.41%/18.91%。从吨纸能源成本来看，2023年，公司吨纸能源成本为413元，低于华泰股份/博汇纸业的809/744元，公司能源成本优势显著。

2015-2023年公司及其可比公司吨纸能源成本（元/吨）



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

2015-2023年公司及其可比公司能源动力成本占比情况

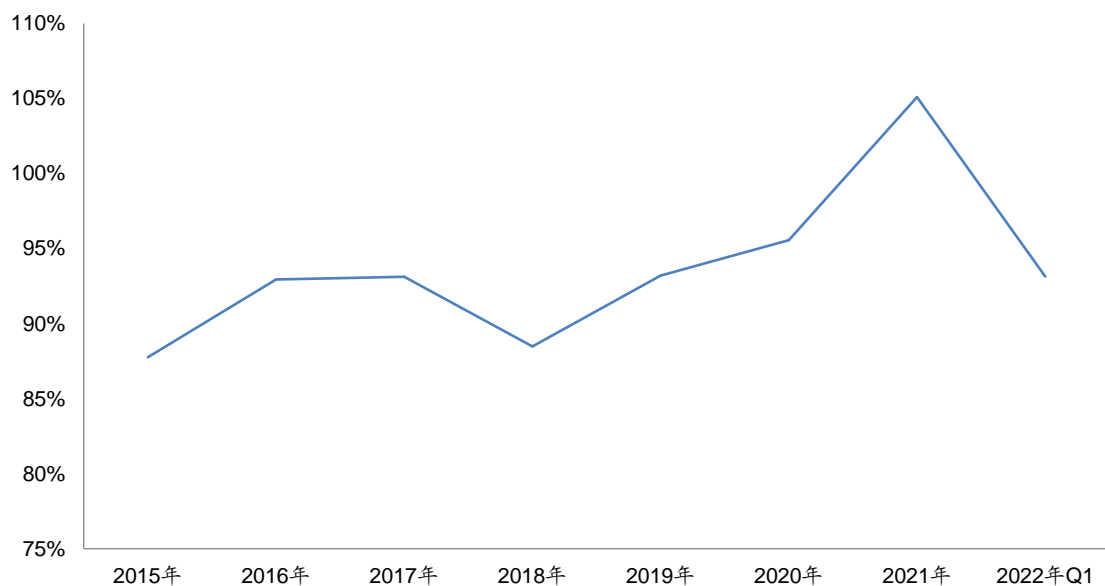


资料来源：公司公告，华安证券研究所（太阳纸业为纸制品业务加总，华泰股份为机制纸业务，博汇纸业为造纸业业务）

1. 产能扩张为基，盈利穿越周期

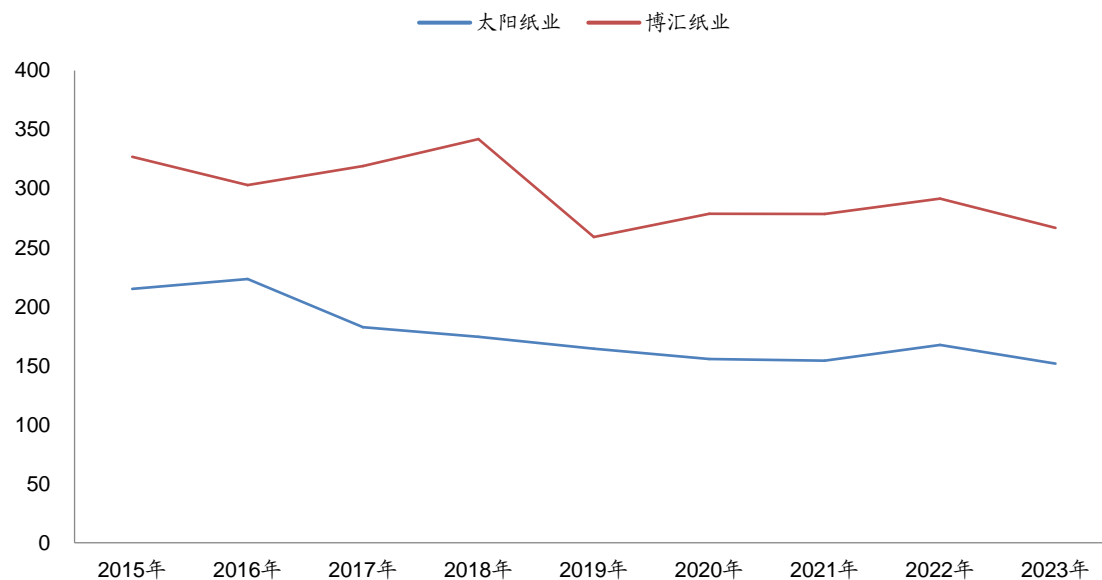
- **折旧及制造费用：产能利用率持续高位，有效降低成本。**2015-2021年，公司文化纸产能利用率基本保持在90%以上，2021年更是突破100%，达到105.09%。公司领先同行的成本优势以及稳健的产能扩张，使得公司在行业下行时凭借成本优势维持高产能利用率，摊薄折旧；在行业景气时，合理拓产，保障高水平的产能利用率。
- **单吨折旧及制造费用处于较低水平，显著低于同行。**从费用占比来看，2023年，公司纸制品业务中，折旧费用占比为3.13%，低于博汇纸业的3.96%；公司其他制造费用占比为0.81%，低于博汇纸业的2.82%。从吨纸费用来看，2023年，公司吨纸折旧费用为121元，低于博汇纸业的156元；公司吨纸其他制造费用为31元，低于博汇纸业的111元，成本优势明显。

2015-2022Q1公司文化纸产能利用率情况



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

2015-2023年公司及其可比公司吨纸“折旧+其他制造费用”（元/吨）

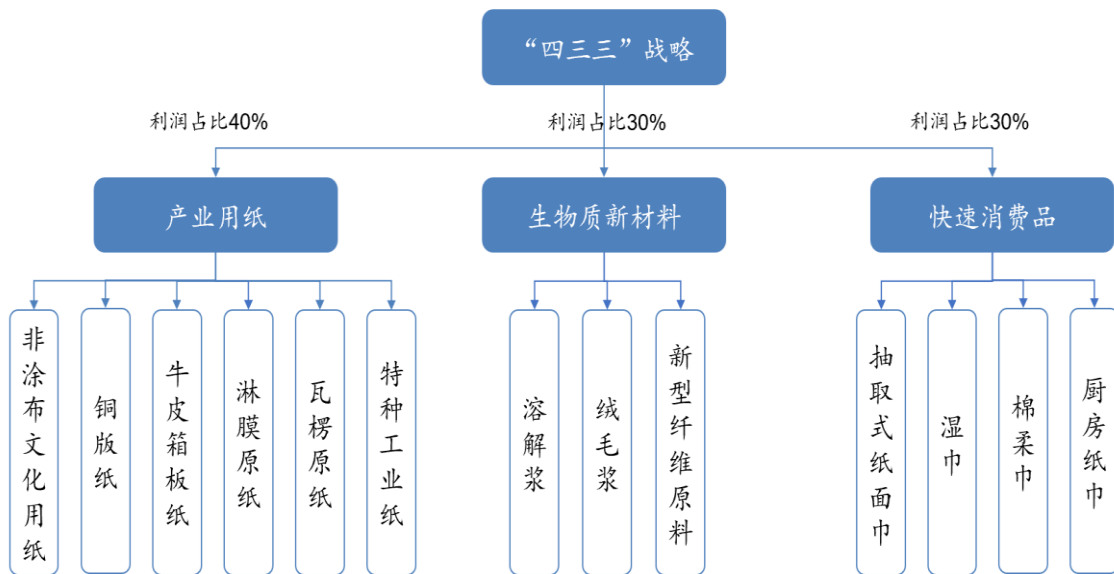


资料来源：公司公告，华安证券研究所（太阳纸业为纸制品业务加总，博汇纸业为造纸业业务）

1. 产能扩张为基，盈利穿越周期

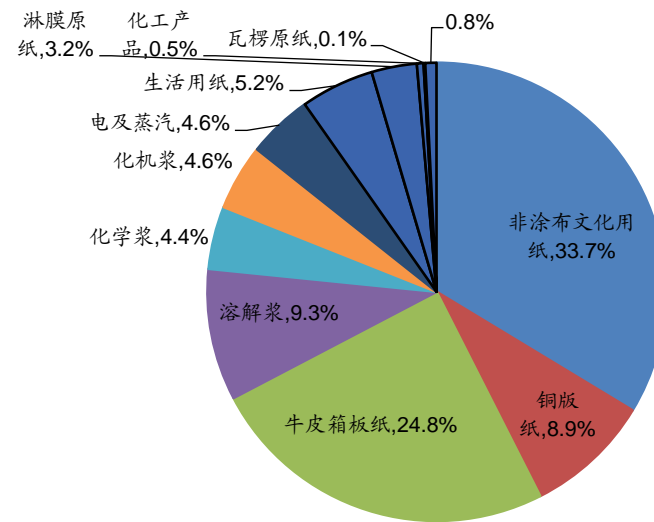
➤ **产品结构：“四三三”战略稳步推进，实现多元产品配置。**公司以生产文化纸起步，2011年公司文化纸收入占比为69.06%。公司自2012年起稳步实施“四三三”中长期发展战略，在巩固造纸主业的同时，发展生物质新材料，进军快速消费品行业，稳步构造产业用纸利润占40%、生物质新材料占30%、快速消费品30%的“四三三”战略格局。公司在发展过程中不断丰富产品矩阵：2011年公司成功研发出溶解浆产品并投产；2013年公司推出生活用纸系列产品；2016年公司又推出牛皮箱板纸产品。2023年，公司非涂布文化用纸/铜版纸/牛皮箱板纸/溶解浆/化学浆/化机浆/生活用纸/淋膜原纸/瓦楞原纸的收入占比分别为33.7%/8.9%/24.8%/9.3%/4.4%/4.6%/5.2%/3.2%/0.1%。多元化的产品结构能够平抑单一产品毛利率大幅波动对公司业绩的影响，且溶解浆等产品毛利率较高，能够助力综合毛利率提升。

公司“四三三”战略概况



资料来源：公司公告，公司官网，华安证券研究所

2012-2023年各造纸公司销售净利润率情况



资料来源：Wind，公司公告，华安证券研究所

1. 产能扩张为基，盈利穿越周期

- (3) 中间费用率：近年来，中间费用率节降贡献较为明显。我们根据公式“中间费用率=销售费用率+管理费用率+财务费用率+研发费用率+其他中间费用率”进一步对公司中间费用率的贡献进行拆解。如，2023年，公司归母净利润同比增长9.86%，中间费用率对归母净利润增长的贡献率为-0.14%，其中，销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率的贡献率分别为-0.46%/+2.50%/+2.46%/-5.45%，2023年管理费用率和财务费用率的有效控制对归母净利润增长为正向贡献，而销售费用率和研发费用率的增长降低了公司的盈利能力。

公司中间费用率增长贡献拆解

	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
中间费用率贡献率	-21.63%	-149.74%	-46.52%	-37.85%	49.71%	-11.28%	21.51%	1.97%	-14.49%	38.40%	1.71%	-0.14%
销售费用率贡献率	2.93%	-68.60%	36.66%	-14.57%	-0.91%	7.15%	0.61%	-6.86%	-3.55%	8.48%	1.89%	-0.46%
管理费用率贡献率	-9.25%	-16.78%	-48.03%	2.76%	19.67%	0.54%	-2.79%	0.77%	-5.55%	6.50%	-0.65%	2.50%
财务费用率贡献率	2.77%	113.62%	-12.12%	-6.85%	31.19%	12.35%	-2.83%	7.86%	0.48%	9.52%	-3.96%	2.46%
研发费用率贡献率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-4.37%	-5.79%	-0.94%	3.00%	-3.38%	-5.45%
其他中间费用率贡献率	-18.08%	-177.99%	-23.03%	-19.20%	-0.23%	-31.31%	30.88%	6.00%	-4.93%	10.89%	7.81%	0.83%

资料来源：Wind，华安证券研究所（中间费用率为毛利率-归母净利率；2018年起，研发费用单列；2020年起，执行新收入准则，将销售费用中的运输费用调整至营业成本，我们测算时为保证前后数据可比，将运输费用还原至销售费用）

1. 产能扩张为基，盈利穿越周期

- ▶ 在逆周期时期，控制中间费用率保证盈利能力。归因分析下，公司在逆周期时期，往往通过费用率节降保持净利率的稳定。以2018年为例，由于受到国际贸易摩擦导致原材料价格攀升，以及下游需求疲软导致价格走低等因素的影响，促使造纸行业企业盈利能力受到制约，行业整体景气度出现下降趋势，公司毛利率亦随行业周期同比下降2.58pcts。公司一方面扩大生产规模维持收入增长，另一方面积极控制中间费用率，降低销售费用，减少营业外支出、增加营业外收入等方式维持净利率稳定，2018年公司归母净利率仅同比下降0.43pcts。

公司毛利率、净利率与中间费用率情况

	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
毛利率	13.55%	16.94%	20.05%	23.39%	21.92%	26.03%	23.45%	22.54%	23.44%	20.81%	18.49%	19.24%
归母净利率	1.69%	2.61%	4.48%	6.16%	7.31%	10.71%	10.28%	9.57%	9.05%	9.24%	7.06%	7.80%
销售费用率	3.11%	4.25%	3.27%	3.91%	3.96%	3.51%	3.45%	4.14%	4.49%	3.86%	3.70%	3.74%
管理费用率	2.70%	2.98%	4.27%	4.14%	3.10%	2.28%	2.55%	2.48%	3.02%	2.54%	2.60%	2.42%
财务费用率	6.71%	4.83%	5.15%	5.45%	3.81%	3.02%	3.31%	2.52%	2.47%	1.77%	2.10%	1.92%
研发费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.79%	1.23%	1.81%	1.90%	1.68%	1.96%	2.35%
其他中间费用率	-1.64%	-0.68%	2.27%	2.88%	3.73%	3.74%	5.72%	2.64%	2.03%	2.52%	1.71%	1.06%

资料来源：Wind，华安证券研究所（中间费用率为毛利率-归母净利率；2018年起，研发费用单列；2020年起，执行新收入准则，将销售费用中的运输费用调整至营业成本，我们测算时为保持前后数据可比，将运输费用还原至销售费用）

1. 产能扩张为基，盈利穿越周期

- **提效率、降成本**一直以来是公司的**工作主线**。1) **积极数字化升级**。公司积极实施数智赋能战略，逐步建立起与公司上下游伙伴的全要素数字化平台，提高企业的生产效率，更有效的服务客户，满足客户的需求，有效降低公司生产成本。2) **各环节部门降本增效**。如2023年，公司通过优化改善全厂照明系统，成本节降效果突出，成为挖潜降耗的典范；公司热电厂产部门不断强化和生产部门的协同工作，在2023年取得孤网运行的成功实践；公司物流团队统筹搭配各基地、各系产品的运力，不断提高交付效率和质量。3) **合理财务规划**。公司灵活运用金融工具，充分利用信贷等措施筹集资金，并加强公司内部管控，特别是资金及成本管理能力和提高资金利用效率。

公司积极投入研发项目实现降本增效

主要研发项目名称	项目目的	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
面向造纸行业的线间智能化转运控制系统研究	通过研究基于多传感器融合的机器人定位与导航技术，实现复杂作业场景内平板纸垛的智能化转运，以衔接平板纸生产、质检及包装等不同工序；针对多机协同搬运任务分配需求，研究基于群体智能的多机智能调度算法，实现多机器人协同搬运任务分配最优化，提高转运作业效率。	全球经济深入发展，机器人技术持续进步，面向造纸行业的线间智能转运控制系统将推动生产作业车间自动化程度不断提高，各种智能技术的应用也越来越广泛，工业的自动化、智能化对企业生产效率的提高及成本的降低的效果将愈加明显，及时、准确、高效的平板纸转运能保证生产过程的稳定性和高效性，高效的转运系统能降低生产成本，提高生产效率，提升企业的经济效益。	本项目为博士后科技课题项目
纸浆包剪丝投料自动化生产线系统研发	工业产业自动化、智能化战略目标	本项目运用视觉识别技术、伺服控制技术、多传感器融合等技术实现铁丝位置识别、自动剪丝、抽丝、智能拆垛等功能，成型纸浆包剪丝投料自动生产线。将有效的解决前端造纸智能化的问题，促进生产线的高效运行。减少该工段用工 90%，提高生产效率 30%以上，破损率减少 5%。现在国内造纸企业约 90%以上厂家需要采用智能生产线，纸浆包剪丝投料自动化生产线系统未来十年内，产业规模达到 50亿人民币以上。	本项目为济宁市重点研发计划项目，联合山东省科学院自动化研究所，引进机器人视觉定位技术、智能制造技术、无人化车间等关键技术，促进济宁造纸行业加快“无人化工厂”的产业转型升级，加快济宁市工业自动化、智能化战略目标的实现。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

1. 产能扩张为基，盈利穿越周期

► 公司的费用率管控能力明显优于同行。2012-2023年，太阳纸业/晨鸣纸业/华泰股份/山鹰国际/博汇纸业的平均销售费用率分别为2.6%/3.7%/2.6%/3.4%/3.3%，平均管理费用（含研发费用率）率分别为3.9%/6.6%/4.4%/5.5%/3.6%，平均财务费用率分别为3.6%/7.3%/2.7%/3.9%/4.6%，公司的各项费用率均处于行业中低水平。

公司与可比公司费用率情况对比

	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	12-23年平均
销售费用率													
太阳纸业	3.1%	4.2%	3.3%	3.9%	4.0%	3.5%	3.4%	4.1%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	2.6%
晨鸣纸业	5.8%	5.5%	6.0%	5.9%	5.2%	4.4%	4.1%	4.3%	1.0%	0.9%	0.8%	0.9%	3.7%
华泰股份	3.9%	3.9%	4.2%	3.8%	3.6%	4.5%	3.2%	2.5%	0.2%	0.2%	0.4%	0.7%	2.6%
山鹰国际	4.2%	4.3%	4.8%	5.2%	4.9%	4.0%	4.0%	4.6%	1.4%	1.1%	1.2%	1.3%	3.4%
博汇纸业	3.6%	4.9%	5.4%	5.1%	4.9%	5.2%	4.0%	4.1%	0.3%	0.4%	0.7%	1.0%	3.3%
管理费用（含研发费用）率													
太阳纸业	2.7%	3.0%	4.3%	4.1%	3.1%	3.1%	3.8%	4.3%	4.9%	4.2%	4.6%	4.8%	3.9%
晨鸣纸业	5.6%	5.9%	6.1%	6.9%	6.4%	6.5%	6.6%	7.0%	7.5%	7.3%	6.4%	7.0%	6.6%
华泰股份	3.4%	4.3%	4.4%	4.8%	4.0%	3.2%	3.7%	4.0%	5.4%	5.3%	4.9%	5.7%	4.4%
山鹰国际	3.9%	4.5%	4.6%	4.6%	4.1%	3.6%	5.9%	7.0%	6.6%	6.8%	7.1%	7.7%	5.5%
博汇纸业	2.8%	2.9%	2.5%	2.0%	1.3%	1.6%	2.1%	2.9%	4.6%	6.7%	7.1%	6.8%	3.6%
财务费用率													
太阳纸业	6.7%	4.8%	5.2%	5.5%	3.8%	3.0%	3.3%	2.5%	2.5%	1.8%	2.1%	1.9%	3.6%
晨鸣纸业	5.5%	4.6%	6.4%	8.0%	6.6%	7.2%	9.5%	9.6%	8.3%	7.2%	6.7%	7.6%	7.3%
华泰股份	6.0%	5.1%	6.1%	5.5%	3.2%	1.9%	1.2%	1.2%	0.9%	0.4%	0.4%	0.5%	2.7%
山鹰国际	4.7%	5.5%	6.4%	6.4%	4.5%	3.5%	3.0%	1.9%	3.1%	2.1%	2.5%	3.6%	3.9%
博汇纸业	5.9%	8.2%	6.7%	6.1%	4.8%	3.7%	5.6%	5.3%	4.1%	1.0%	1.7%	2.4%	4.6%

资料来源：公司公告，华安证券研究所（此处销售费用率未还原运输费用）

目录

0 前言：核心观点

1 复盘：产能扩张为基，盈利穿越周期

2 总结：长周期成长股，核心竞争力显著

3 风险提示

2.长周期成长股，核心竞争力显著

- ▶ 产能有序扩张带动产销量稳步增长和林浆纸一体化下盈利能力提升，是公司业绩成长的主要驱动力。截至2023年，公司合并纸、浆总产能已超过1200万吨，其中纸产品的年产能约为725万吨左右，浆产品的年产能约为500万吨，漂白木浆自给率达到60%左右。2012-2023年公司纸浆产能从225万吨增长至1225万吨，CAGR为16.66%；营业收入从104.09亿元增长至395.44亿元，CAGR为12.90%；归母净利润从1.76亿元增长至30.86亿元，CAGR为29.72%。公司业绩增长节奏与产能拓展节奏匹配，并通过规模效应、林浆纸一体化、运营管理效率提升等推动盈利能力提升，利润增速高于收入增速。

公司纸、浆产能情况（万吨）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
非涂布文化纸	90	120	120	120	140	160	160	216	236
铜版纸	80	80	80	80	80	80	80	80	80
生活用纸	12	12	12	12	12	12	12	24	39
淋膜原纸	20	20	20	20	20	20	20	20	30
牛皮箱板纸		80	80	160	140	140	240	240	340
纸产能合计	202	312	312	392	392	412	512	580	725
化机浆	70	70	70	90	90	120	120	140	140
溶解浆	30	50	50	80	80	80	80	80	80
化学浆			10	10	10	10	20	105	105
废纸浆					40	40	40	40	40
半化学浆					20	20	40	40	55
本色浆							20	20	70
木屑浆					10	10	10	10	10
浆产能合计	100	120	130	180	250	280	330	435	500
纸、浆产能合计	302	432	442	572	642	692	842	1015	1225

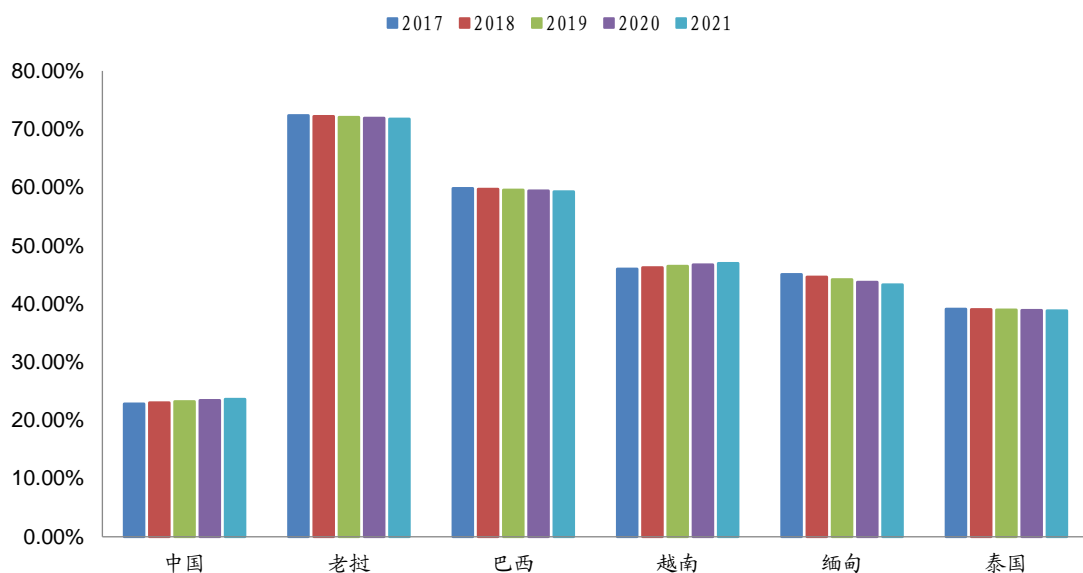
资料来源：公司公告，历年公司债券信用评级报告，可转换公司债券募集说明书，华安证券研究所测算

敬请参阅末页重要声明及评级说明

2.长周期成长股，核心竞争力显著

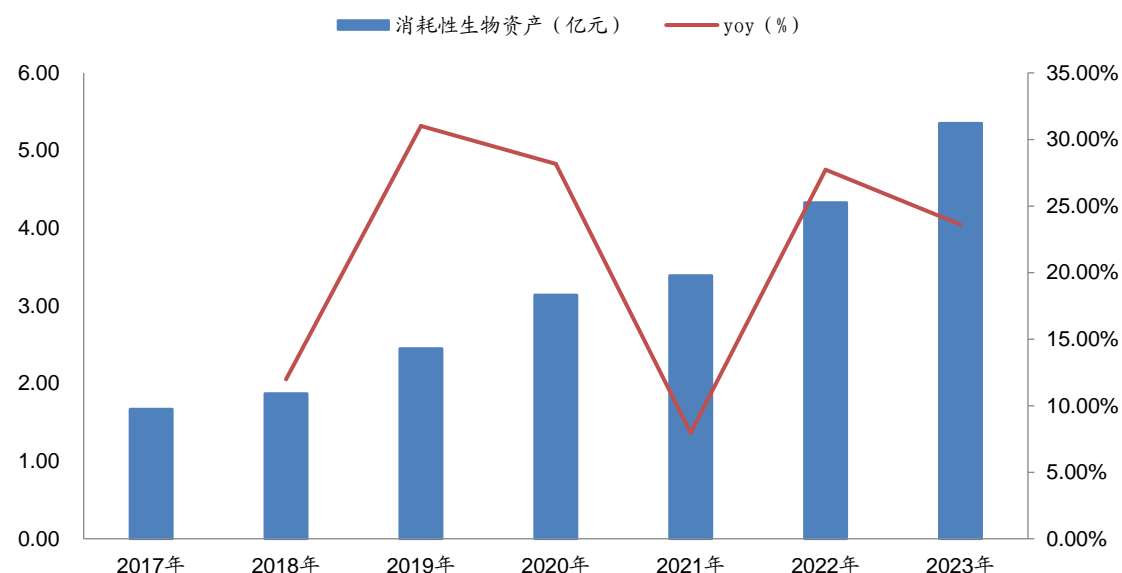
- **战略性出海老挝前瞻布局林木资源，构筑林浆纸一体化核心竞争力。**2008年，为解决原料供应问题，公司战略性出海老挝，实施“林浆纸一体化”项目，布局老挝林木资源。2009年11月与老挝政府签订了《林浆纸一体化项目发展合同》，2018年老挝化学浆项目投产，2019年再生纤维浆项目投产，2020年-2021年老挝80万吨高档包装纸项目陆续投产，2022年为了保障公司80万吨高档包装纸项目的盈利稳定，拟投资建设年产15万吨本色化学机械浆项目。截至2023年，老挝基地已经形成30万吨溶解浆、80万吨高档包装纸和40万吨再生纤维浆板的年生产能力。
- **老挝基地地理位置优越，公司自有林地优势将逐步释放。**2023年末，老挝基地纸浆林的种植保有面积达到6万公顷，未来几年，基地将以每年新增1-1.2万公顷种植规模稳步推进。太阳纸业消耗性资产从2009年约0.16亿元增长至2023年5.35亿元。

各国森林面积占土地面积的比例



资料来源：Wind，公司公告，华安证券研究所

2017-2023年公司消耗性生物资产及yoy



资料来源：Wind，公司公告，华安证券研究所

2.长周期成长股，核心竞争力显著

▶ **林浆纸一体化下，盈利穿越周期。**造纸行业的盈利状况与纸浆和纸张的价格紧密相关，因此具有显著的周期性特征。公司山东、广西和老挝“三大基地”的协同发展，稳步构建起了公司的“林浆纸一体化”全产业链，使公司具备了较强的产业链核心竞争力，更加有能力熨平行业的周期性波动。在不同的库存周期阶段，公司的利润率水平都在同行业处于领先地位，即使在行业最悲观的时期，公司依旧能够取得稳定的盈利能力。2023年，太阳纸业/晨鸣纸业/华泰股份/山鹰国际/博汇纸业的毛利率分别为16%/8%/7%/10%/11%，净利率分别为8%/-5%/2%/0%/1%，即使在行业低谷期，公司的盈利能力仍远超同行。

公司与同行业竞争对手在不同库存周期阶段的业绩表现对比

时间范围	库存周期	指标年份	营业收入增长率					归母净利润增长率				
			太阳纸业	晨鸣纸业	华泰股份	山鹰国际	博汇纸业	太阳纸业	晨鸣纸业	华泰股份	山鹰国际	博汇纸业
2018.10-2019.07	主动去库存	2019年	4.6%	5.3%	-8.3%	-4.6%	16.8%	-2.7%	-34.0%	-5.4%	-57.5%	-47.7%
2019.07-2020.07	被动去库存	2020年	-5.2%	1.1%	-9.1%	7.4%	43.6%	-10.3%	3.3%	2.4%	1.4%	523.5%
2020.07-2021.02	主动补库存	2021年	48.2%	7.4%	21.1%	32.3%	16.4%	51.4%	20.6%	16.0%	9.7%	104.5%
2021.02-2022.07	被动补库存	2022年	23.7%	-3.1%	1.8%	3.0%	12.8%	-4.1%	-90.8%	-47.3%	-248.9%	-86.6%
2022.07-2023.10	主动去库存	2023年	-0.6%	-16.9%	-12.4%	-13.8%	1.8%	9.9%	-776.9%	-44.5%	106.9%	-20.3%
时间范围	库存周期	指标年份	毛利率					归母净利率				
2018.10-2019.07	主动去库存	2019年	22.5%	28.4%	14.1%	19.1%	14.6%	9.6%	5.5%	5.0%	5.9%	1.4%
2019.07-2020.07	被动去库存	2020年	19.4%	23.1%	13.9%	16.7%	17.1%	9.0%	5.6%	5.7%	5.5%	6.0%
2020.07-2021.02	主动补库存	2021年	17.4%	23.6%	13.2%	12.2%	22.9%	9.2%	6.3%	5.4%	4.6%	10.5%
2021.02-2022.07	被动补库存	2022年	15.2%	14.5%	10.0%	7.2%	11.6%	7.1%	0.6%	2.8%	-6.6%	1.2%
2022.07-2023.10	主动去库存	2023年	15.9%	8.1%	7.4%	9.9%	10.8%	7.8%	-4.8%	1.8%	0.5%	1.0%

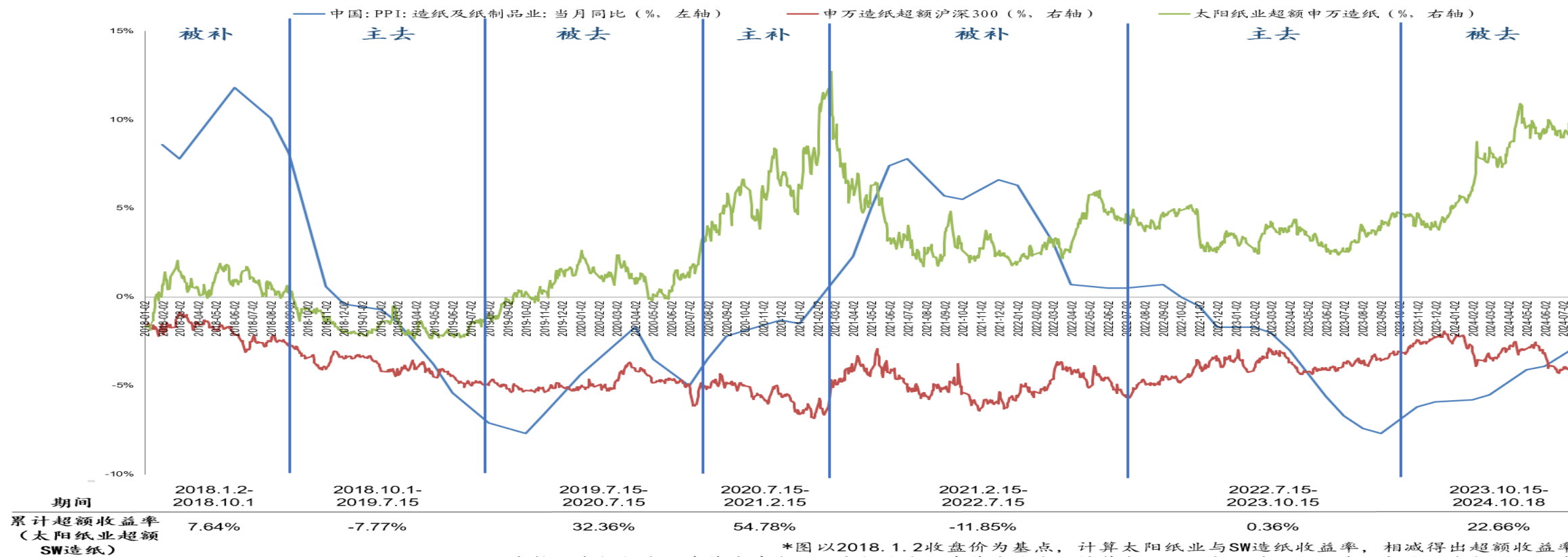
资料来源：Wind，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

2.长周期成长股，核心竞争力显著

- 长周期成长股，超额收益率明显。公司为长周期成长股，在公司持续扩张的产能规模、“林浆纸一体化”全产业链能力、卓越的成本费用管控的赋能下，公司盈利穿越周期，这也使得公司在行业库存周期的各个阶段大多都能获得明显的超额收益率，且在被动去库存和主动补库存周期阶段超额收益较为明显。

公司在行业周期各个阶段大多获得超额收益率



*图以2018.1.2收盘价为基点，计算太阳纸业与SW造纸收益率，相减得出超额收益率
*表格以期间起点收盘价为基点，以期间终点收盘价为终点，计算太阳纸业与SW造纸收益率，相减得出超额收益率

资料来源：Wind，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

目录

0 前言：核心观点

1 复盘：产能扩张为基，盈利穿越周期

2 总结：长周期成长股，核心竞争力显著

3 风险提示

核心观点

- **(1) 市场竞争加剧的风险。**未来几年，国内造纸行业普遍存在的同质化严重、供需失衡，周期性波动剧烈等情形将保持常态化。如果公司不能在竞争中持续保持领先优势，将对公司经营产生不利影响。
- **(2) 原材料价格波动的风险。**公司生产所需主要原材料为木浆、木片、制浆造纸化学品等，如果未来相关原材料的价格出现大幅波动的情形，将影响公司产品的生产成本，对公司的正常生产经营带来一定影响。
- **(3) 汇率波动的风险。**公司生产所需原材料如木浆、木片等很大部分需要从国外采购，新项目建设、设备升级改造等所需关键设备均需进口解决，前述交易主要使用美元、欧元等外币结算，公司日常运营会涉及美元、欧元等外币，而公司的合并报表采用人民币编制，伴随着人民币与美元、欧元等外币之间的汇率变动，将可能给公司带来汇兑变动风险。
- **(4) 客户的信用风险。**如果公司供应商不能按照双方合同或协议的要求按时、保质、保量地提供生产要素，就产生了供应商的信用风险；另外公司在销售产品或提供劳务等方面，可能会因赊欠产生客户不予支付的风险。

感谢关注!

重要声明

分析师声明

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

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

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

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。