太阳纸业 20260901

太阳纸业：盈利拐点确立，林浆纸一体化构筑逆周期成长壁垒

摘要

- 太阳纸业处于盈利向上拐点，2026Q2 净利率达 9.4%且下半年确定性强，2026 年业绩有望加速增长。
- 公司逆周期扩张优势显著，预计 2027 年总产能接近 1,700 万吨；2026 年股权激励目标扣非净利增速 10%为业绩底。
- 林浆纸一体化构筑核心壁垒，木浆自给率超 60%，老挝林地进入轮伐期将显著提升木片自给率与盈利弹性。
- 包装纸市场供需改善，2026 年 5 月起淡季不淡，龙头提价 300-400 元，旺季涨价趋势有望延续至 11 月。
- 能源自给率高，广西/老挝基地生物质能源占比达 70%-75%，在碳中和背景下具备稀缺的低碳成本优势。
- 估值处于历史低位，PB 1.36 倍位于近五年 39%分位，基于 1.8 倍 PB 目标价 20.63 元，具备约 40%上涨空间。

Q&A

请介绍一下太阳纸业的基本情况、投资逻辑以及当前的市场定位？

太阳纸业是中国最大的造纸龙头企业，也是产业链布局最完善的综合性特种纸龙头之一。公司具备较强的成长性，过去 10 年营收的年复合增长率达到 14%，归母净利润的年复合增长率达到 17%。公司的盈利水平稳健，财务表现优异，显著优于行业平均水平，例如在 2022 年至 2025 年间，公司净利率从 7.1%提升至 8.3%，ROE 也长期优于同行。因此，市场倾向于将其视为成长股而非传统的周期股。 当前时点被视为一个重要的投资拐点。首先，公司盈利水平呈现向上趋势，2026 年第二季度的净利润率已达到 9.4%，相较于 2025 年持续改善，且下半年实现更高净利率的确定性较强，预示着 2026 年业绩有望加速增长。其次，公司于 2026 年 6 月发布了股权激励计划，设定了 2026 年、2027 年及 2028 年扣非归母净利润相较于 2025 年的增速目标分别为 10%、20%和 30%，这可视为业绩增长的下限，也反映了公司的信心。最后，从估值角度看，公司当前的市净率处于近五年 39%的相对低位。综合来看，在盈利率上行而估值相对较低的背景下，当前具备较好

的布局机会。

当前造纸行业的整体状况如何，特别是文化纸和包装纸这两个细分市场有何不同表现？

目前整个造纸行业仍处于相对底部。具体来看，文化纸市场因电子化和少纸化趋势导致需求收缩，而前几年的供给持续增长，预计 2026 年产能将达到高点，之后新增产能规划有限。当前文化纸行业的开工率和盈利水平均处于低位，龙头企业的扩产意愿不强，因此预计文化纸市场将处于一个磨底的趋势。整个造纸行业的资本开支已普遍放缓，且重心从成品纸向上游的纸浆环节转移。 相比之下，包装纸市场呈现复苏迹象。供需关系已开始改善，龙头企业的资本开支逐渐放缓，同时得益于出口向好，需求端出现了一定程度的弱复苏。市场在 2025 年触底后，预计 2026 年和 2027 年将持续修复。从边际变化看，自 2026 年 5 月起，市场出现“淡季不淡”的现象，龙头企业通过停机等方式提价，涨价幅度达到三四百元。进入 8 月旺季后，涨价趋势有望延续至 11 月旺季结束，因此对第三、第四季度的趋势持相对乐观的看法。

太阳纸业的核心竞争力体现在哪些方面，尤其是在成本控制和产能扩张上有何优势？

太阳纸业的核心竞争力主要体现在成本控制和逆周期产能扩张两个方面。在盈利能力上，公司凭借高质量的产品结构和稳定的供应，通常能实现比行业平均水平高出几十甚至几百元的销售均价。 在产能方面，公司采取在行业低谷期进行逆周期扩张的策略，这使其能以较低成本扩充产能并持续提升市场份额。2025 年公司产能已超过 1,400 万吨，2026 年将释放 130 万吨新产能，2027 年还规划了 110 万吨产能，预计到 2027 年总产能将接近 1,700 万吨。 在成本控制方面，公司通过对产业链上游的布局建立了显著优势。在制浆环节，公司木浆自给率超过 60%。在废纸系包装纸领域，公司通过越南和老挝的产能获取价格较低的美国废纸，并使用替代浆料，构建了多元化的原料结构，摆脱了对单一国废原料的依赖。此外，太阳纸业是国内唯一成功向上游林地布局的龙头企业，经过十余年的投入，林地资源正开始显现红利，成为未来重要的盈利弹性来源。在能源方面，公司已基本实现能源自给，在全国能源和碳排放管控趋严的背景下，其低碳优势进一步凸显。

太阳纸业的产品布局、股权结构和管理团队有何特点？

太阳纸业的产品布局均衡且全面，战略目标为“433”，即造纸产品占 40%，以溶解浆为代表的生物质新材料占 30%，快速消费品占 30%。这种均衡的布局覆盖了市场上主要的纸种和浆种，有助于公司穿越行业周期，在不同市场环境下都能实现较好的盈利水平。 公司的股权和管理结构非常稳定。主要控制人为公司创始人，现任董事长是创始人之女。高管团队成员大多在公司服务了十几年至二十年，具备很强的专业能力和战略眼光，在过去持续带领公司不仅穿越了周期，还

前瞻性地完成了对产业链上游的布局。

从财务数据来看，太阳纸业的成长性和盈利韧性具体表现在哪些方面？

公司的成长性体现在过去十年归母净利润年复合增长率达到 17%的水平。从边际变化来看，尽管 2022 年至 2025 年因行业处于周期底部，业绩增速放缓，但自 2026 年第一季度开始，已出现向上加速增长的拐点。 公司的盈利韧性则体现在其在行业低谷期仍能保持稳健的盈利水平。例如，在许多同行亏损或利润微薄的 2025 年，公司的净利率仍能达到 9%，整体毛利率在周期低谷也能维持在接近 15%的水平，这在行业中是相当难得的。

请分析公司在周期性行业中展现出的盈利韧性及其背后的核心优势？

公司盈利水平的抗周期性主要源于两大优势。首先是产品布局的全面性，多元化的产品组合使得公司能够灵活调整生产，将产能从景气度较低的纸种转向景气度较高的纸种。其次，在林浆纸一体化格局下，公司通过向上游布局林地和纸浆产能，得以分享产业链上游的利润。例如，在浆价高企时，公司可以增加自产浆的比例；而在浆价走低时，则可以增加市场浆的采购量，实现灵活的成本调控。此外，公司精细化的运营能力也十分突出，费用率持续下降，在 2025 年已降至 5.5%的低点，显著优于同业公司。从 ROE 水平来看，公司长期处于行业领先地位，且表现平稳，展现出强大的经营韧性。

当前造纸行业的整体状况如何，行业出现了哪些重要的拐点？

当前造纸行业整体仍处于历史低位，主要面临两方面压力。一是宏观经济关联度高导致的需求端较为低迷；二是过去几年龙头企业大规模扩张产能，导致行业供需格局承压。一个重要的行业拐点是，龙头企业的资本开支已开始放缓。数据显示，21 至 23 年是资本开支的高峰期，从 24 年起开始下降。尽管 25 年资本开支有所反弹，但扩产重点已从纸张产能向上游的纸浆产能转移，这意味着纸张的供给端实际上可能趋于收缩。

文化纸作为公司的主要纸种，其市场供需格局和未来趋势是怎样的？

文化纸市场目前呈现出产能增长而产量走低的态势，反映出行业开工率较低。行业产能在过去几年快速扩张，从 2022 年的 1,377 万吨增至 2025 年的 1,515 万吨。2026 年预计仍有 150 万吨新增产能投放，但此后已无新的扩产计划。展望未来，2026 至 2030 年是碳达峰的关键时期，国家对于造纸行业新增产能，特别是涉及自备电厂和高碳排放浆线的项目审批将趋于收紧，这将增加未来的扩产难度。因此，文化纸行业预计将处于磨底阶段，进一步下行空间有限。



箱板瓦楞纸市场的供需格局、价格走势以及未来的增长逻辑是什么？

箱板瓦楞纸市场正经历结构性周期修复，其核心逻辑在于供需格局的改善。从价格来看，箱板纸价格在经历几年下行后，于 2024 至 2025 年达到相对低点，并从 2026 年开始持续修复。供给端方面，包装纸龙头企业的扩产周期已进入尾声。需求端则处于弱复苏状态，内需缓步恢复，同时出口量增长对需求形成了有效提振。该纸种下游主要应用于电商物流和快递运输，旺季通常出现在电商大促和节前备货阶段。展望未来，箱板瓦楞纸产能预计将保持低速增长，支撑行业供需格局逐步改善。不过，仍需关注文化纸产能向箱板瓦楞纸转产可能带来的供给压力。

当前纸浆市场的价格水平和中长期趋势如何？

目前，纸浆价格处于历史中下部的水平，接近底部区域，这主要是由于前几年供给快速扩张所致。展望未来，需求端预计将随着全球宏观经济的缓步修复而改善。从供给端来看，未来的新增供给非常有限。因此，中长期来看，纸浆价格具备逐步上移和向好的趋势。但在短期内，由于需求端的压制，市场可能仍将处于磨底阶段。

公司在原材料成本控制方面具备哪些核心竞争力，尤其是在纸浆自给方面？

公司在原材料成本控制方面的核心优势在于其高比例的木浆自给率。原材料成本占营业成本的比重高达 78%，因此纸浆自给能力至关重要。到 2025 年底，公司的木浆自给率可达到 60%以上，远高于行业平均水平。根据测算，在完全依赖外采纸浆的情况下，若浆价上涨 10%，其他造纸企业的毛利率将下降约 7%；而得益于高自给率，公司的毛利率降幅可收窄至 3%，抗风险能力显著增强。此外，考虑到浆线建设周期长、环保审批日益严格，公司前瞻性布局的自制浆线构成了短期内行业竞争对手难以复制的高门槛。

公司在文化纸和箱板瓦楞纸这两个主要品类上的盈利能力与同业相比表现如何？

公司在主要纸种上均展现出超越同业的盈利能力。在文化纸领域，即便在市场处于底部的 2025 年，公司依然实现了毛利率的增长，例如铜版纸毛利率增长至 15%，而同期竞争对手如晨鸣、华泰的毛利率仅为 2-3%。从更全面的文化纸口径看，2024 年公司毛利率为 13%，而竞争对手晨鸣仅为 6%。在箱板瓦楞纸领域，尽管 2023 至 2025 年是行业底部区间，但公司的毛利率从 2022 年的 10%逆势增长至 2025 年的 17%。相比之下，其他废纸系龙头如山鹰、博汇的毛利率持续走弱，山鹰甚至在净利率层面出现深度亏损，凸显了公司在该领域的显著盈利优势。

公司在箱板瓦楞纸业务上的成本优势具体体现在哪些方面？

公司在箱板瓦楞纸业务上的成本优势主要源于其独特的原材料获取渠道。在国内禁止进口美废的背景下，国内产能只能使用价格较高的国废。然而，公司位于老挝的基地不受此禁令影响，能够使用成本更低的美废，国废与美废的最大价差可达 1,000 元/吨。此外，公司定位高端包装纸，生产中需要添加木浆。公司自身的木浆产能可以满足这部分需求，从而降低了对国废的依赖，增强了抵抗国废价格波动的能力。

公司在老挝的林地布局进展如何，这一布局对公司未来的发展有何战略意义？

公司在老挝的林地布局具有极强的稀缺性和前瞻性，是未来盈利弹性的重要来源。该布局始于 2008 年，经过长时间的耕耘，近两三年才开始进入可砍伐阶段，显示了海外布局所需的时间考验。目前，公司的木片自给率仅为 4%，处于非常低的水平，但未来有望实现快速提升。这一布局的成功关键在于公司通过长期、深入的地方合作逐步建立信任。具体而言，公司通过设立办事处，与地方政府建立联系，并通过早期试点项目（如 2009 年在沙湾拿吉省获得的 200 公顷示范林）证明自身能力。在 2008 至 2012 年间，公司通过帮助当地修建水、电、路等基础设施，甚至自建码头和开展育苗造林，逐步获得了从地方到更高层级政府的信任，为后续发展奠定了坚实基础。

如何理解太阳纸业在老挝通过政企关系、民生口碑等方式建立的竞争壁垒，以及其林地项目的发展历程与未来预期？

公司在老挝的竞争壁垒是通过长期、多维度的方式建立的，核心在于深度的政企关系和良好的民生口碑，这是一个动辄十至二十年的过程，难以被竞争对手复制。具体来看，公司首先通过基础设施建设、为当地员工和社区捐款捐物、向政府捐赠救护车等方式，与地方政府建立了稳固的关系。随后，公司通过高层外交，将这种关系从省县级提升至中央级。例如，2017 年林地项目开工投产时，公司高管拜会了时任老挝国家主席本扬；2019 年，包括本扬在内的多位国家领导人视察了太阳老挝公司并给予高度评价；2023 年，董事长与时任总理宋赛·西潘敦举行座谈，其社会经济贡献获得了充分肯定。这种通过税收贡献、拉动就业、利益共享以及持续巩固的政企关系和民生口碑所构建的壁垒，是其核心竞争力之一。在林地项目方面，公司自 2017 年才开始大规模造林，至 2023 年，老挝的林地种植进入快车道。考虑到速生林需要 5 至 8 年的培育周期，预计从 2025 年到 2030 年，将有大批林地进入成熟轮伐期。届时，公司的木片自给率将快速提升，使其成为国内唯一拥有大规模自有林地产能的龙头企业。这一优势在全球范围内也属稀缺，因为全球浆产能主要集中在海外龙头企业，而国内禁止商业性林地砍伐。此外，老挝公司还能享受当地的税收优惠政策。

公司在能源成本控制方面具备哪些核心优势，这些优势如何构成了其竞争壁垒？

能源成本占生产成本的 10%至 15%，是第二大成本项。公司通过在三大产能基地（山东、广西、老挝）布局热电联产体系，实现了能源的基本自给，从而有效控制了成本。具体来看，山东基地紧邻煤炭产区，可通过短途直采压缩物流成本，并利用热电联产实现电力和蒸汽的自给。广西和老挝基地则主要利用制浆过程中产生的黑液、废渣以及速生林等生物质能源，其占比分别达到 70%和 75%，这极大地抵御了煤炭价格波动带来的影响。 这一能源自给体系构成了显著的先发优势和竞争壁垒。当前国内对于热电联产项目的审批日趋严苛，准入门槛不断提高，使得存量的合规项目具备了稀缺性。公司的三大生产基地均已完成相关验收，这种先发优势难以被后来者复制。

公司的产能扩张节奏、财务状况以及未来的产能规划是怎样的？

公司具备充裕的现金流，这为其在行业逆周期时以更低成本进行产能扩张提供了有力支撑。与其他现金流水平较低的同业公司（如山鹰、晨鸣、博汇）相比，太阳纸业常年保持着较高的现金流水平，使其能够在行业低谷期进行大规模的产能释放。 具体的产能扩张节奏如下：2025 年是投产大年，新增产能接近 200 万吨，其中包装纸占 100 万吨，此外还包括化学浆和机械浆。这些产能在 2026 年持续释放业绩，为公司带来了显著的盈利改善红利。2026 年，山东基地计划新增产能 130 万吨（主要为 60 万吨和 70 万吨的两个项目）。展望 2027 年，预计还将有 110 万吨的产能释放。综合近两年的新增产能，公司总产能有望达到近 1,700 万吨的高点。

对于公司 2026 年的业绩表现以及中长期的盈利预期和估值水平有何展望？

预计公司 2026 年将实现显著的业绩增长。营收方面，得益于 2025 年开始的大规模产能扩张以及行业价格的阶段性修复，预计 2026 年营收增速可达 14%。净利润方面，预计同比增长 13%，达到 37 亿元。展望 2027 年和 2028 年，基于整体盈利水平的改善，预计净利润能维持 10%左右的稳健增长。 公司的业绩具备较高的向上弹性和较强的向下韧性。向上看，若溶解浆景气度超预期或木片自给率提升更快，业绩弹性将非常可观。向下看，公司盈利韧性强，预计 2026 年的业绩底线在 33 亿元，与 37 亿元的中枢预测相比，提供了较好的安全边际。 从估值来看，公司当前的市净率为 1.36 倍，处于近五年历史分位的 37%左右，属于历史低位。考虑到公司净利润水平与市盈率的高度相关性，当前正处于盈利向上的拐点，估值具备吸引力。从历史上看，公司 PE 的最低水平约为 9 倍，历史中枢在 10 至 13 倍之间，这主要得益于其优异的资质所带来的溢价。基于 1.8 倍 PB 的估值，对应的目标价为 20.63 元，较当前存在约 40%的上涨空间。若将估值展望至 2027 年，空间将更大。