

# 原材料布局构筑成本优势护城河，未来高成长可期



## 核心观点

- **三十余载深耕造纸产业链，稳步成长为行业综合性龙头纸企。**公司深耕造纸行业三十余载，截至2018年底，已拥有412万吨造纸产能、220万吨制浆产能，稳步成长为行业综合性龙头企业。依托山东省内两大基地，公司率先走向海外通过老挝项目实现“林浆纸一体化”布局，成功打开公司成长天花板。公司盈利水平长期处于行业领先地位，成本控制能力突出。
- **多品类浆纸产品稳健并驱，中长期高成长可期。（1）文化纸提供业绩相对确定性：**公司文化纸龙头地位稳固，2021年扩产后市场份额有望提升；由于文化纸供需相对稳定，景气度有望保持平稳，受益于较高的木浆自供比例及成本控制能力，公司文化纸盈利能力行业领先。**（2）牛皮箱板纸有望成为重要的业绩增长点：**国内外新增产能释放，放量在即；老挝废纸浆、箱板纸项目成本优势突出，原材料结构调整将实现产品升级，未来三年盈利能力有望逐年改善。**（3）溶解浆盈利仍有提升空间：**溶解浆价格已基本触底，收入端具备弹性；老挝项目盈利优势显著，溶解浆盈利仍有提升空间。
- **前瞻性海外布局价值凸显，护城河有望持续加宽。**我们认为公司老挝项目的价值尚未被市场充分认知：**（1）**未来三年老挝新增产能有序投放，老挝7年免税的政策红利有望被放大，提升公司整体盈利水平；**（2）**由于国内环保约束较大，海外自建壁垒较高，新进入者难以在短期内投产浆纸新项目；公司通过率先实现原材料布局，享有先发优势，竞争优势护城河有望加宽。

## 财务预测与投资建议

- 我们预测公司2019-2021年EPS分别为0.81、0.88、1.09元。考虑到公司在管理水平、成本控制等方面处于行业领军水平，且通过前瞻性布局老挝基地率先走向上游，是行业内原材料布局方面最具优势的龙头纸企，结合行业可比公司，我们给予公司2020年10倍市盈率估值，较可比公司溢价25%，对应目标价8.82元，首次给予“买入”评级。

## 风险提示

- 宏观经济增速放缓、终端需求下滑幅度超预期的风险
- 公司海外项目推进不达预期的风险

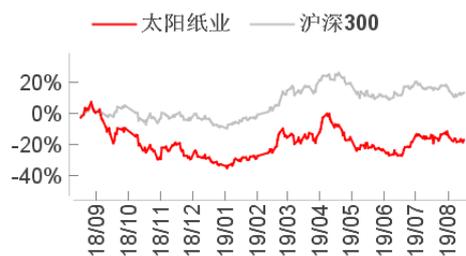
公司主要财务信息					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	18,894	21,768	23,497	24,431	28,721
同比增长(%)	30.7%	15.2%	7.9%	4.0%	17.6%
营业利润(百万元)	2,950	2,692	2,440	2,687	3,410
同比增长(%)	103.0%	-8.8%	-9.4%	10.1%	26.9%
归属母公司净利润(百万元)	2,024	2,238	2,089	2,286	2,814
同比增长(%)	91.6%	10.5%	-6.7%	9.4%	23.1%
每股收益(元)	0.78	0.86	0.81	0.88	1.09
毛利率(%)	26.0%	23.5%	20.4%	20.8%	21.3%
净利率(%)	10.7%	10.3%	8.9%	9.4%	9.8%
净资产收益率(%)	22.1%	19.5%	15.5%	14.8%	15.8%
市盈率	8.8	8.0	8.6	7.8	6.4
市净率	1.7	1.4	1.2	1.1	0.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

## 投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价(2019年08月16日)	6.91元
目标价格	8.82元
52周最高价/最低价	9.06/5.5元
总股本/流通A股(万股)	259,155/255,091
A股市值(百万元)	17,908
国家/地区	中国
行业	造纸轻工
报告发布日期	2019年08月19日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	1.62	-3.63	1.02	-18.22
相对表现	0.5	1.1	-1.91	31.46
沪深300	2.12	-2.53	-0.89	13.24



资料来源：WIND、东方证券研究所

**证券分析师** 李雪君  
021-63325888\*6069  
lixuejun@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860517020001

**联系人** 吴瑾  
021-63325888-6088  
wujin@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 目 录

1 太阳纸业：坚守造纸产业链、稳步成长的领军纸企.....	5
1.1 深耕造纸产业链，逐步实现多元化、全球化布局.....	5
1.2 营收、净利润稳步增长，盈利能力行业领先.....	8
1.3 股权结构清晰稳定，股权激励推动长期可持续发展.....	10
2 文化纸：龙头地位稳固，提供业绩相对确定性.....	11
2.1 公司文化纸龙头地位稳固，市占率有望进一步提升.....	11
2.2 文化纸供需关系较稳定，景气度有望保持平稳.....	12
2.3 木浆原材料自供比例较高，盈利能力行业领先.....	16
公司木浆原材料的自供比例约为 30%-40%，高于行业平均.....	16
自制浆与外购浆相比，具有较为明显的成本优势.....	17
受益于较高的原材料自供比例及成本控制能力，公司文化纸盈利能力行业领先.....	18
3 牛皮箱板纸：产能扩张叠加产品升级，有望成为重要的业绩增长点.....	19
3.1 国内外箱板纸布局有序落地，成长路径清晰.....	19
3.2 新增供给压力较大、需求不确定性较高，箱板瓦楞纸行业供需关系不佳.....	20
3.3 原材料结构调整实现产品升级，公司通过差异化路线提升箱板纸盈利能力.....	23
未来三年替代国废的纤维原材料占比逐步提升，原材料供应优势凸显.....	23
成本下降、产品升级，公司箱板纸盈利能力有望持续改善.....	24
4 溶解浆：老挝布局提升盈利能力，灵活转产平滑周期波动.....	26
4.1 公司是全球规模领先的溶解浆龙头供应商.....	26
4.2 预计 2019-2020 年国内溶解浆供需关系整体相对稳定.....	26
4.3 老挝盈利优势显著，未来溶解浆盈利仍有提升空间.....	29
5 前瞻性原材料布局价值凸显，护城河有望持续加宽.....	30
5.1 老挝浆纸产能投产，7 年免税政策红利将逐步显现.....	30
5.2 原材料布局壁垒较高，公司成本优势护城河有望加宽.....	31
盈利预测与投资建议.....	31
盈利预测.....	31
投资建议.....	33
风险提示.....	35

## 图表目录

图 1：太阳纸业三十余载坚守造纸产业链，稳步成长.....	5
图 2：2018 年末公司造纸产能达 412 万吨.....	5
图 3：2018 年末公司制浆产能达 220 万吨.....	5
图 4：公司营收结构以文化纸为主，牛皮箱板纸快速增长.....	6
图 5：文化纸当前仍是公司毛利润贡献的重要来源.....	6
图 6：公司逐步实现海内外浆纸综合布局，打开公司成长天花板.....	7
图 7：公司未来三年造纸产能逐步扩张.....	8
图 8：公司依托海内外前瞻布局，解决原材料自供问题.....	8
图 9：2013 年以来公司营业收入、净利润整体稳健增长.....	9
图 10：公司盈利增速远高于行业，抵御周期波动风险能力较强.....	9
图 11：公司毛利率长期处于行业前列.....	9
图 12：公司净利率长期处于行业前列.....	9
图 13：公司期间费用率长期处于行业低位.....	10
图 14：公司销售费用率长期处于行业低位.....	10
图 15：公司管理费用率长期处于行业低位.....	10
图 16：公司财务费用率长期处于行业低位.....	10
图 17：公司股权结构清晰、稳定.....	11
图 18：2018 年公司非涂布文化用纸市占率约 7%，位列第二.....	12
图 19：2018 年公司铜版纸市占率约为 12%，位列第三.....	12
图 20：未来三年公司文化纸市场份额有望进一步提升.....	12
图 21：滞后一阶的非涂布印刷书写纸消费量同比增速与图书总印张数同比增速高度相关.....	13
图 22：课本数量较稳定，近年图书印刷增量主要来自书籍.....	13
图 23：非涂布文化用纸需求近五年年均复合增长率约为 1.5%.....	14
图 24：铜版纸需求近五年年均复合增速约为 0.1%.....	15
图 25：未来三年文化纸景气度有望保持平稳.....	16
图 26：以木浆为主的原材料成本占公司文化纸营业成本的比重达 84%（以 2018 年双胶纸为例）.....	17
图 27：公司木浆原材料的自供比例高于行业平均水平.....	17
图 28：与外购浆相比，公司通过自制浆节省的成本始终不低于 1000 元/吨.....	17
图 29：公司非涂布文化纸毛利率整体呈提升态势，行业领先.....	18
图 30：公司铜版纸毛利率整体呈提升态势，行业领先.....	18
图 31：预计未来三年公司木浆原材料自供比例仍将处于较高水平.....	18
图 32：截至 2018 年末，公司已成为山东省箱板瓦楞纸产能规模排名第一的纸企.....	19
图 33：公司作为箱板纸区域性龙头，重点辐射山东及周边地区.....	19
图 34：2019-2021 年公司国内外牛皮箱板纸新增产能将逐步释放.....	20

图 35: 国内箱板瓦楞纸行业集中度相对分散 (以 2018 年为例) .....	20
图 36: 以玖龙纸业为例, 其产能分布具有较为明显的区域性特征 (以 2018 年为例) .....	20
图 37: 箱板瓦楞纸终端需求行业受宏观经济、出口贸易影响较大 .....	22
图 38: 箱板瓦楞纸需求近五年复合平均增速约为 2.2% .....	22
图 39: 供需关系不佳, 预计箱板瓦楞纸行业整体盈利改善存在较大难度 .....	23
图 40: 公司牛皮箱板纸原材料结构中, 替代国废的纤维占比有望逐年提升 .....	24
图 41: 现阶段国废与外废已形成较大价差 .....	25
图 42: 美国箱板瓦楞纸原材料中, 原生木浆占比高达 60%-70%, 导致美废纤维质量优于国废 .....	25
图 43: 2019 年老挝溶解浆产能释放, 溶解浆产量整体增加 .....	26
图 44: 公司溶解浆产能规模位居全国领先地位 (2018 年) .....	26
图 45: 粘胶纤维是国内溶解浆市场最主要的下游应用产品 .....	27
图 46: 溶解浆逐步取代棉浆成为生产粘胶短纤的主要原材料 .....	27
图 47: 溶解浆供给端, 国内关注产能释放, 海外关注产能新增 .....	27
图 48: 溶解浆需求端, 2019 年中国因粘胶短纤新增产能带来的溶解浆新增需求达 63 万吨 .....	27
图 49: 当前溶解浆-粘胶产业链价格、替代品棉花价格已基本企稳 .....	28
图 50: 公司溶解浆生产线距离下游粘胶短纤生产企业较近, 区位性优势凸显 .....	29
图 51: 公司溶解浆毛利率近年显著提升, 未来仍有提升空间 .....	30
图 52: 未来三年老挝浆纸产能逐步投产 .....	31
图 53: 太阳纸业 PE (TTM) 处于历史低位 .....	34
图 54: 太阳纸业 PB 处于历史低位 .....	35
表 1: 母公司太阳控股集团 2018 年造纸产量位列行业第四位 .....	6
表 2: 非涂布文化用纸仅 2021 年后有新增产能 108 万吨, 新增供给约 6% .....	13
表 3: 预计未来三年非涂布文化用纸供需整体紧平衡 .....	14
表 4: 预计未来三年铜版纸供需关系相对稳定 .....	15
表 5: 2019-2020 年明确计划投产的箱板瓦楞纸项目达 860 万吨, 新增产能压力较大 .....	21
表 6: 预计未来三年箱板瓦楞纸供需关系承压 .....	22
表 7: 若国内新增产能不转产, 预计 2019-2020 年国内溶解浆供需关系整体相对稳定 .....	28
表 8: 海外建厂壁垒较高, 所需时间较长 .....	31
表 9: 可比公司 2020 年平均市盈率为 7 倍 .....	34

# 1 太阳纸业：坚守造纸产业链、稳步成长的领军纸企

## 1.1 深耕造纸产业链，逐步实现多元化、全球化布局

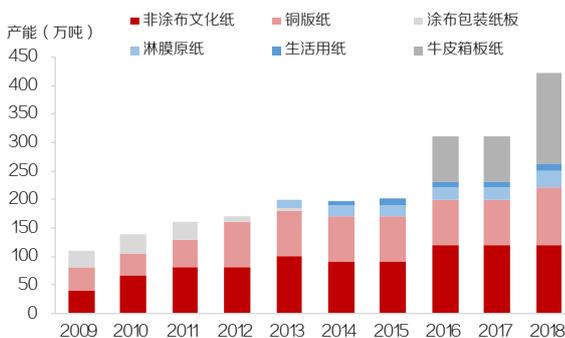
三十余载深耕造纸产业链，多元化布局实现稳步成长。公司创立于1982年，总部位于山东省济宁市兖州区，深耕造纸行业30余载，2006年于深交所成功上市。公司在传统优势产品文化纸的基础上，围绕造纸产业链稳步拓展品类结构，2008年6月启动老挝“林浆纸一体化”项目，2011年成功开发溶解浆产品，2013年生活用纸生产线投产，2016年牛皮箱板纸新项目落地，2018年老挝基地浆线顺利投产。截至2018年底，公司已拥有造纸产能412万吨（其中非涂布文化用纸120万吨、铜版纸100万吨、牛皮箱板纸160万吨）、制浆产能220万吨（其中溶解浆80万吨、化机浆80万吨、化学浆10万吨），业务范围涉及产业用纸、生物质新材料、快速消费品等多元化品类，积极打造“林浆纸一体化”的综合性龙头纸企。

图 1：太阳纸业三十余载坚守造纸产业链，稳步成长



资料来源：公司官网，公司公告，东方证券研究所

图 2：2018 年末公司造纸产能达 412 万吨



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 3：2018 年末公司制浆产能达 220 万吨



资料来源：公司公告，东方证券研究所

公司造纸综合实力行业领先，龙头地位逐步夯实。根据中国造纸协会公布的重点纸企产量排名，公司母公司太阳控股集团 2018 年造纸产量为 460 万吨（其中上市公司产量为 301 万吨），位列行业第 4 位，相较于公司 2006 年上市时的行业地位持续提升，综合实力行业领先。

表 1：母公司太阳控股集团 2018 年造纸产量位列行业第四位

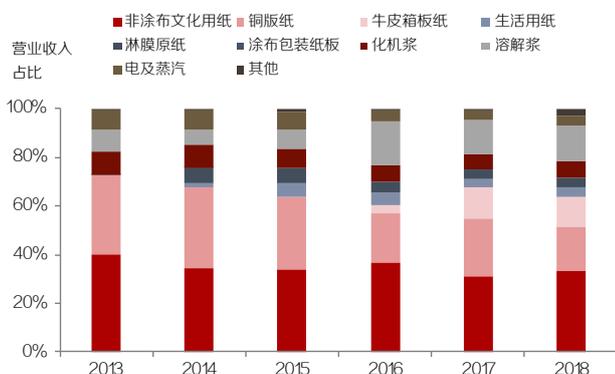
2006年			2018年		
排序	企业名称	机制纸及纸板产量（万吨）	排序	企业名称	机制纸及纸板产量（万吨）
1	玖龙纸业（控股）有限公司	301	1	玖龙纸业（控股）有限公司	1394
2	山东晨鸣纸业集团股份有限公司	238	2	理文造纸有限公司	563
3	金东纸业（江苏）有限公司	205	3	山鹰国际控股股份公司	461
4	理文造纸有限公司	155	4	山东太阳控股集团有限公司*	460
5	华泰集团有限公司	121	5	山东晨鸣纸业集团股份有限公司	457
6	宁波中华纸业有限公司	120	6	华泰集团有限公司	314
7	山东太阳控股集团有限公司*	119	7	中国纸业投资有限公司	290
8	芬欧汇川（常熟）纸业有限公司	78	8	宁波中华纸业有限公司	252
9	湖南泰格林纸集团	76	9	江苏荣成环保科技股份有限公司	221
10	山东博汇纸业股份有限公司	66	10	金东纸业（江苏）股份有限公司	191

\*注：母公司太阳控股集团除上市公司外，旗下造纸主体还包含万国纸业、国际纸业太阳纸板、万国太阳三家主营白卡纸的子公司，2018 年产量约为 160 万吨。上市公司 2006 年产量为 107.50 万吨，2018 年产量为 300.58 万吨

资料来源：中国造纸协会，东方证券研究所

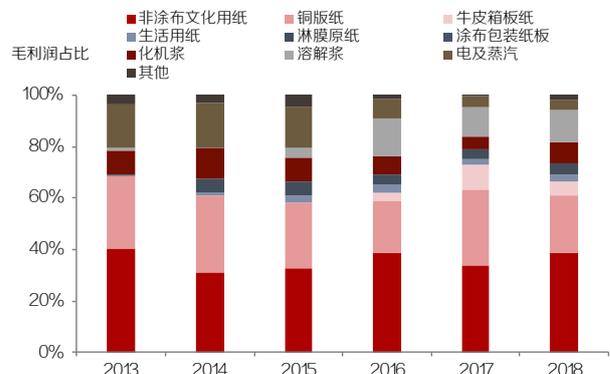
文化纸仍是公司现阶段最为重要的利润来源。公司当前营收结构以文化纸为主，2018 年非涂布文化用纸、铜版纸合计营收占比约 51.46%，毛利润占比达 60.79%，文化纸是公司当前最为重要的利润来源。现阶段牛皮箱板纸对于利润的贡献较为有限，未来或将持续提升。2018 年公司牛皮箱板纸营收占比约 12.13%，毛利润占比仅 5.81%；考虑到邹城 80 万吨箱板纸项目已于 2018 年三季度落地，老挝 80 万吨箱板纸项目计划将于 2021 年投产，预计未来牛皮箱板纸占公司营收及毛利润的比重将逐步提升，公司业务结构将更加均衡。

图 4：公司营收结构以文化纸为主，牛皮箱板纸快速增长



资料来源：公司公告，东方证券研究所

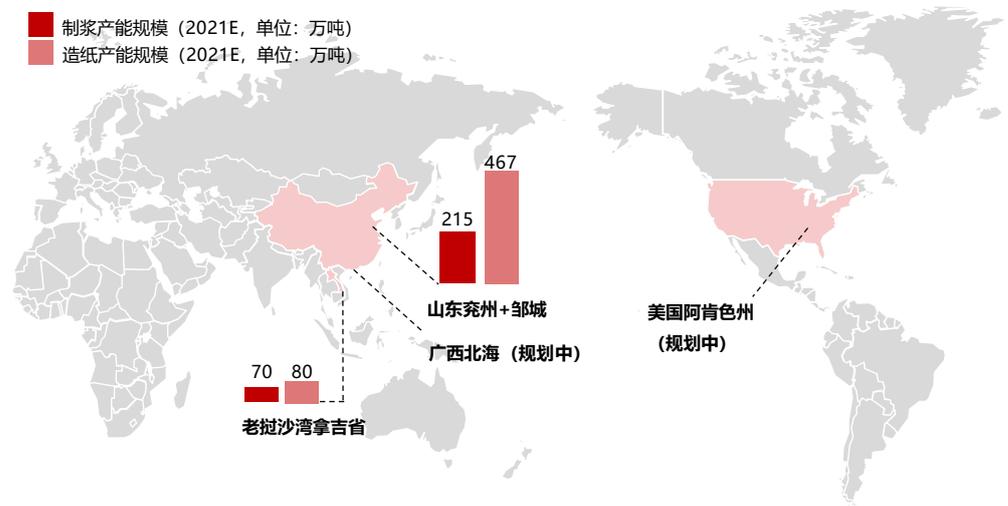
图 5：文化纸当前仍是公司毛利润贡献的重要来源



资料来源：公司公告，东方证券研究所

**海内外产业链综合布局, 打开公司成长天花板。**公司发轫于兖州本部, 并于 2013 年设立邹城厂区, 形成国内两大基地布局。2008 年公司率先走向海外, 计划通过老挝项目实现“林浆纸一体化”产业链布局, 历时 9 年, 老挝基地顺利投产。其中, 老挝 30 万吨溶解浆、40 万吨再生纤维浆已分别于 2018 年 10 月末、2019 年 5 月投产, 老挝 80 万吨高档包装纸项目正积极推进。公司另有美国阿肯色州实施的 70 万吨生物精炼项目(70 万吨绒毛浆或 60 万吨溶解浆)正在规划中; 国内方面, 广西子公司“林浆纸一体化”亦在筹备。依托海内外综合布局, 公司成长天花板已被打开。

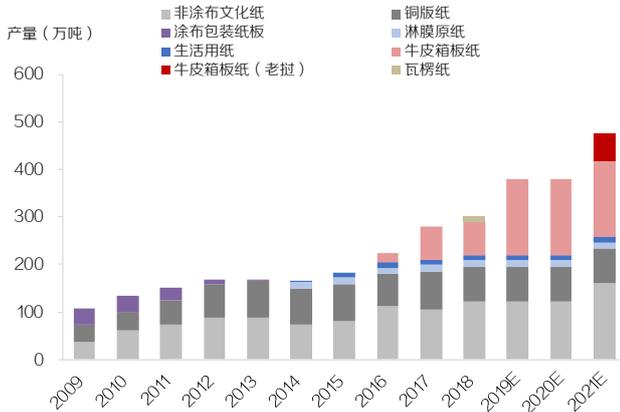
**图 6: 公司逐步实现海内外浆纸综合布局, 打开公司成长天花板**



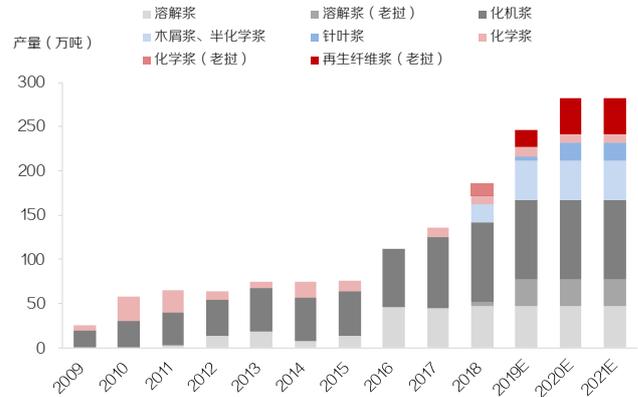
- 新建项目投产计划:**
- ①国内邹城基地20万吨本色浆, 预计将于2019年四季度初投产
  - ②老挝80万吨牛皮箱板纸, 预计将于2021年上半年投产
  - ③国内兖州本部45万吨文化用纸项目, 预计投产时间将在2021年后
  - ④广西子公司林浆纸一体化项目, 初步规划分两期建设, 一期80万吨漂阔浆、55万吨文化用纸; 二期60万吨化机浆、50万吨特种纸、15万吨生活用纸、90万吨白卡纸, 预计投产时间将在2022年后

资料来源: 公司公告, 北海市人民政府门户网站, 东方证券研究所

**制浆、造纸产能持续扩张, 未来三年成长路径清晰。**公司未来 3 年成长路径清晰, 国内 20 万吨本色针叶浆预计将于 2019 年四季度初投产, 45 万吨高档文化用纸项目预计将于 2021 年后投产, 国内浆纸产能逐步扩张; 老挝 80 万吨牛皮箱板纸项目预计将于 2021 年上半年投产, 海外造纸产能布局实现在即。整体而言, 预计公司 2021 年造纸产能将达 547 万吨, 制浆产能将达 285 万吨, 竞争优势将持续提升。

**图 7：公司未来三年造纸产能逐步扩张**


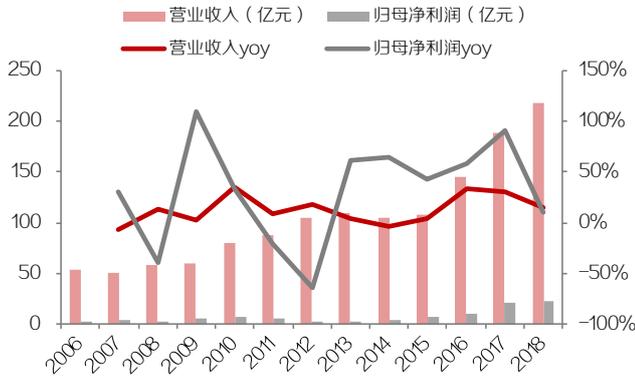
资料来源：公司公告，东方证券研究所

**图 8：公司依托海内外前瞻布局，解决原材料自供问题**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

## 1.2 营收、净利润稳步增长，盈利能力行业领先

**公司营业收入、净利润稳健增长，抵御周期波动风险的能力逐步增强。**公司主营业务为浆及纸制品，利润端受周期波动影响较为明显。伴随公司逐步成长，其抵御周期波动风险的能力也日渐增强。公司 2013 年以来公司营业收入、归母净利润整体实现稳健增长，近五年（2014-2018 年）年均复合增长率分别达 14.85%、51.04%。2018 年下半年造纸行业景气下滑，公司全年收入、利润增速有所回落，但盈利能力仍远高于行业。2018 年公司实现营业收入 217.68 亿元，同比增长 15.21%；利润总额 27.20 亿元，同比下滑 7.23%；归母净利润 22.38 亿元，同比增长 10.54%。根据国家统计局公布的造纸及纸制品业数据，2018 年行业利润总额同比下滑 25.49%，公司利润总额降幅远低于行业降幅，抵御周期波动风险的能力较强。

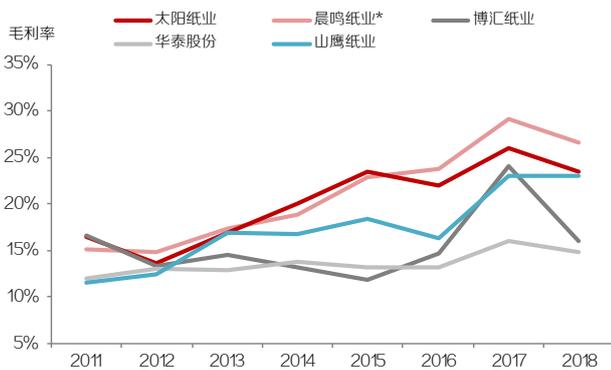
**图 9：2013 年以来公司营业收入、净利润整体稳健增长**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

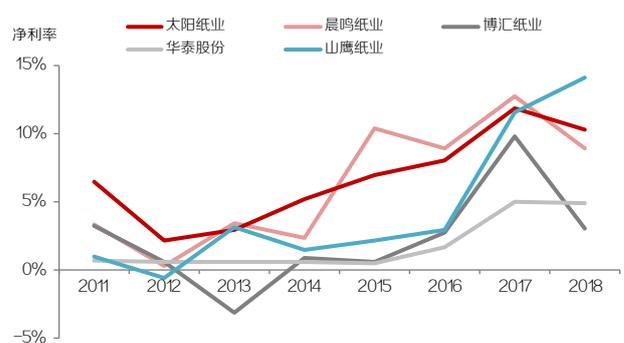
**图 10：公司盈利增速远高于行业，抵御周期波动风险能力较强**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

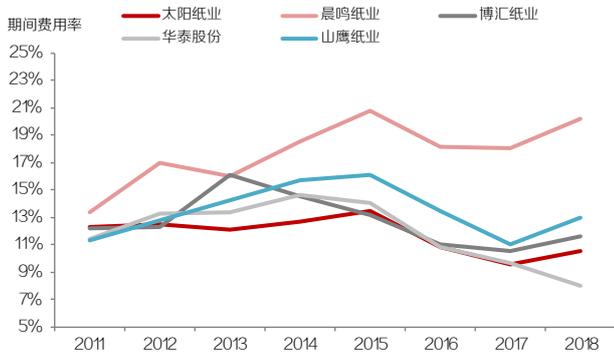
**盈利能力长期处于行业前列，成本控制能力突出。**2018 年公司毛利率、净利率分别为 23.45%、10.30%，与同行业纸企相比，公司毛利率、净利率长期处于行业领先地位，盈利能力较强。2018 年公司期间费用率为 10.54%，三大费用率长期处于行业低位，费用管控能力较为突出。

**图 11：公司毛利率长期处于行业前列**


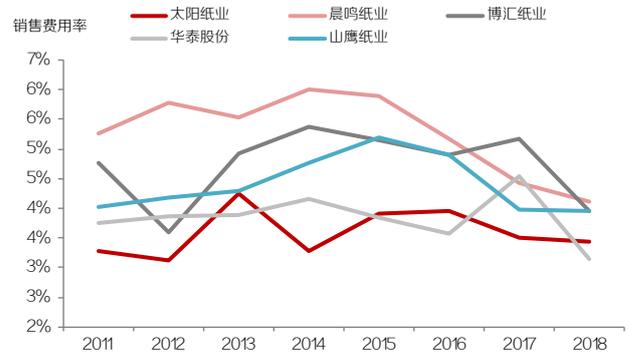
\*注：晨鸣纸业机制纸业务的毛利率，已剔除融资租赁业务对其毛利率的影响  
 资料来源：公司公告，东方证券研究所

**图 12：公司净利率长期处于行业前列**


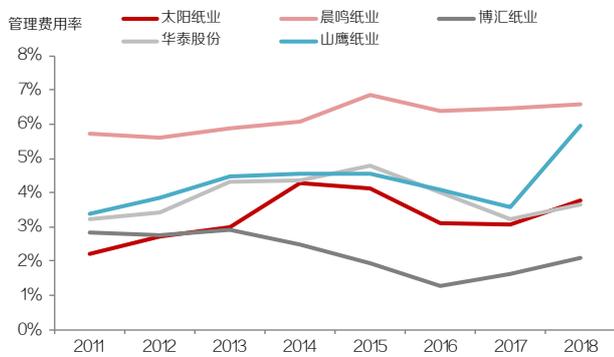
资料来源：公司公告，东方证券研究所

**图 13：公司期间费用率长期处于行业低位**


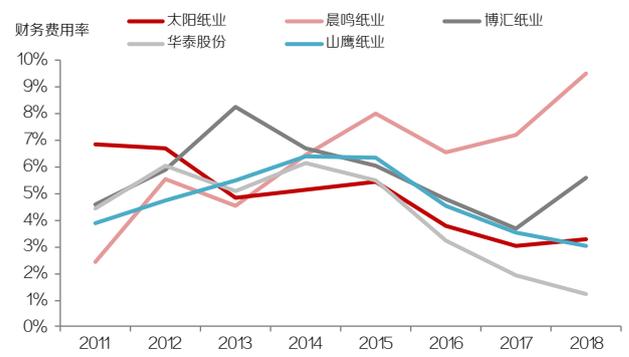
资料来源：公司公告，东方证券研究所

**图 14：公司销售费用率长期处于行业低位**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

**图 15：公司管理费用率长期处于行业低位**


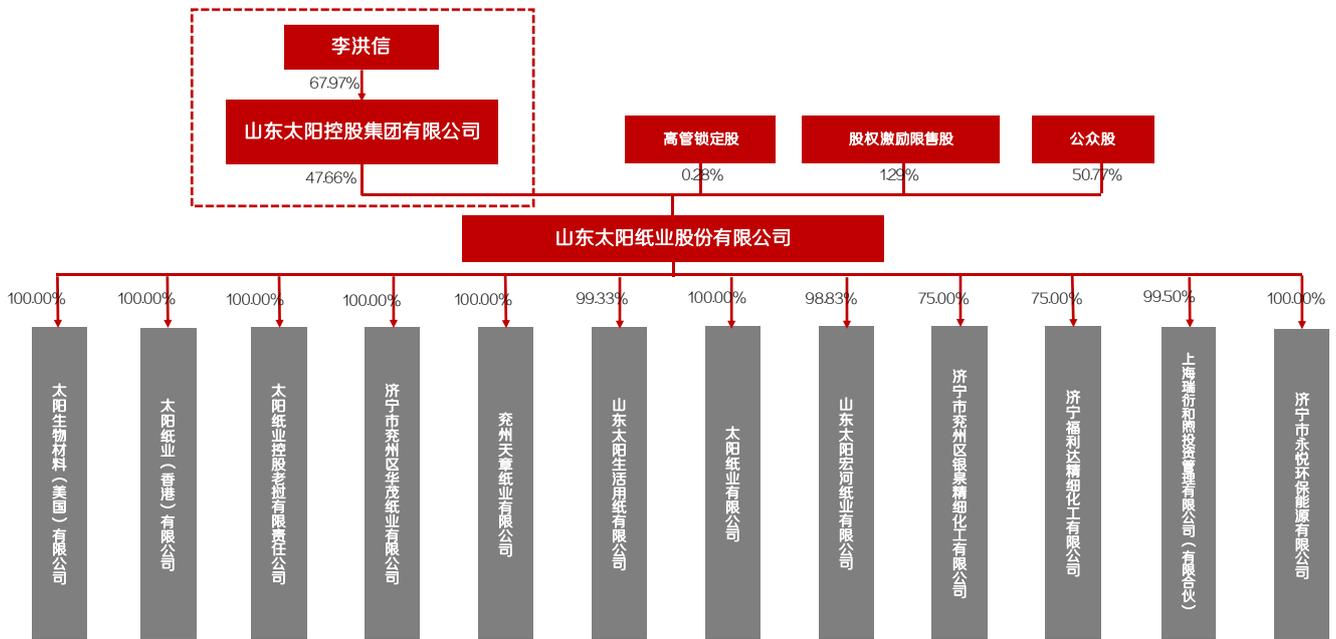
资料来源：公司公告，东方证券研究所

**图 16：公司财务费用率长期处于行业低位**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

### 1.3 股权结构清晰稳定，股权激励推动长期可持续发展

**公司股权结构稳定清晰。**截至 2019 年 6 月 28 日，公司实际控制人李洪信先生及其家族，通过控股股东山东太阳控股集团有限公司实际持有公司 47.66% 的股权，股权结构清晰、稳定。

**图 17：公司股权结构清晰、稳定**


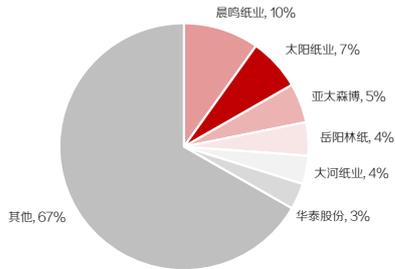
资料来源：公司公告，东方证券研究所

**股权激励建立长效机制，深度绑定员工、公司利益。**公司通过股权激励建立长效激励机制，截止 2019 年 6 月 28 日，股权激励限售股占总股本的比重为 1.29%。公司上市以来连续发布三期股权激励计划，首期股票期权激励计划行权期为 2008-2013 年，此后又分别于 2014 年、2017 年发布两期限制性股票激励计划（行权期分别为 2014-2016 年、2017-2019 年），建立起公司管理层、技术骨干等核心员工的长效激励机制，深度绑定员工与公司利益，推动公司长期可持续发展。

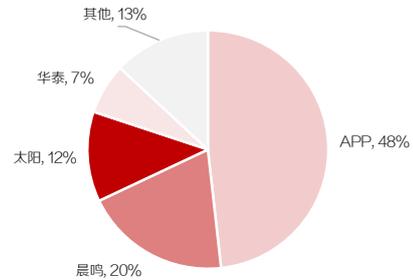
## 2 文化纸：龙头地位稳固，提供业绩相对确定性

### 2.1 公司文化纸龙头地位稳固，市占率有望进一步提升

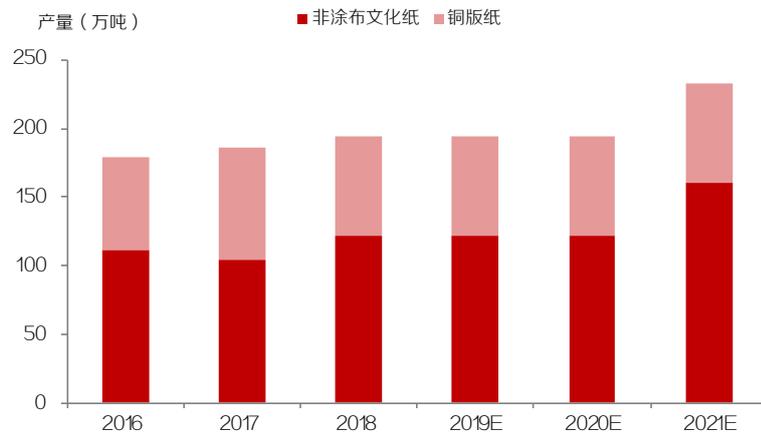
公司文化纸产能稳居行业前三，2021 年新增产能投产后，市场份额有望提升。文化纸是公司的拳头产品，2018 年公司以双胶纸为主的非涂布文化用纸产能为 120 万吨，市占率约为 7%，产能规模位列行业第二；2018 年公司铜版纸产能为 80 万吨，市占率约为 12%，位列行业第三，文化纸龙头纸企的地位较为稳固。事实上，文化纸行业自 2011-2015 年低谷期内通过市场充分竞争，已部分实现自然出清，铜版纸自 2015 年起就形成以 APP 金光纸业、晨鸣纸业、太阳纸业为代表的寡头垄断格局，2018 年 CR4 约为 87%，集中度较高，且 2019 年后无新增产能，预计公司市占率将保持稳定。非涂布文化用纸行业集中度较铜版纸更为分散，2018 年 CR4 约为 26%，集中度仍有较大的提升空间。预计公司兖州本部 45 万吨特色文化用纸项目预计将于 2021 年后投产，广西子公司“林浆纸一体化”布局也在推进当中，初步规划一期建设 55 万吨文化用纸，投产时间预计在 2022 年后，公司非涂布文化用纸的市场份额有望提升，文化纸龙头地位将愈发稳固。

**图 18：2018 年公司非涂布文化用纸市占率约 7%，位列第二**


资料来源：公司公告，公司官网，中国造纸年鉴，东方证券研究所

**图 19：2018 年公司铜版纸市占率约为 12%，位列第三**


资料来源：公司公告，中国造纸年鉴，东方证券研究所

**图 20：未来三年公司文化纸市场份额有望进一步提升**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

## 2.2 文化纸供需关系较稳定，景气度有望保持平稳

非涂布文化用纸供给端，仅 2021 年后有新增产能（约 6%），新增供给整体有限。供给端，2018 年非涂布文化用纸产量为 1750 万吨，2019-2020 年非涂布文化用纸无新增产能；2021 年后，太阳纸业计划新增 45 万吨特色文化用纸产能，博汇纸业计划新增 45 万吨高档信息用纸（同时淘汰原有的 14 万吨文化纸产线），金华盛纸业计划新增 32 万吨未涂布文化纸产能，合计 108 万吨，新增供给约 6%，且其中部分项目投产时间存在不确定性，预计非涂布文化用纸未来三年供给端新增产能整体有限。

**表 2：非涂布文化用纸仅 2021 年后有新增产能 108 万吨，新增供给约 6%**

厂家	项目内容	新增产能（万吨）	地点	预计投产时间
太阳纸业	文化纸	45	山东济宁	2021 年
博汇纸业	静电复印纸	31*	山东淄博	2021 年
金华盛纸业	未涂布文化纸	32	江苏南通	2021 年
合计		108 万吨，新增供给约 6%		

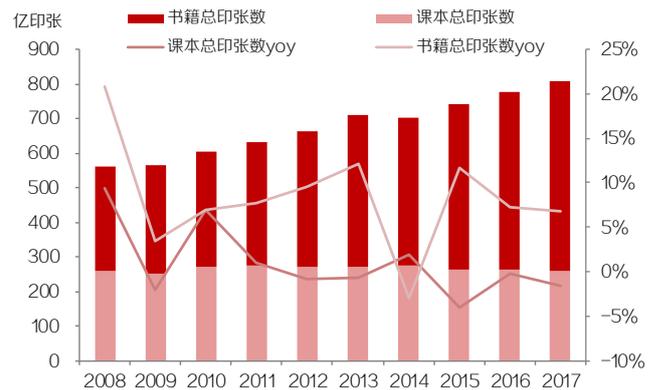
注：博汇纸业计划新增 45 万吨静电复印纸产能，同时淘汰原有的 14 万吨文化纸项目，即净增加 31 万吨文化纸产能

资料来源：公司公告，中国纸业网，东方证券研究所

**非涂布文化用纸需求端，终端需求相对稳定、渠道库存仍处于低位，预计需求整体稳定。**非涂布文化用纸需求量与图书（含课本和书籍两大类）印刷量高度相关，其中，课本数量较稳定，近年图书印刷的新增量主要来自书籍，终端需求相对稳定。此外，文化纸 2018 年下半年经历了近两个季度的库存去化，2019 年一季度渠道库存已处于低位；根据亚太森博的统计，2019 年二季度由于纸厂供应紧张，经销商补库无法完成，纸厂、经销商库存仍处于较低水平，具备补库需求。根据中国造纸协会统计的消费量数据，2014 年以来非涂布印刷书写纸（即非涂布文化用纸）需求增速基本保持在 0.5%-3.5% 区间内，近五年年均复合增长率约为 1.5%；即便是下游需求较为疲软的 2018 年，其消费量仍实现了 0.4% 的正增长，预计未来三年非涂布文化用纸需求仍将保持较为稳定的增长态势。

**图 21：滞后一阶的非涂布印刷书写纸消费量同比增速与图书总印张数同比增速高度相关**


资料来源：国家新闻出版广电总局，中国造纸协会，东方证券研究所

**图 22：课本数量较稳定，近年图书印刷增量主要来自书籍**


资料来源：国家新闻出版广电总局，东方证券研究所

**图 23：非涂布文化用纸需求近五年年均复合增长率约为 1.5%**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

整体而言，非涂布文化用纸供给端仅 2021 年后有新增产能，需求端相对稳定，预计整体供需平衡。

**表 3：预计未来三年非涂布文化用纸供需整体紧平衡**

2018 年	供需预测	2019E	2020E	2021E
1750 万吨 (国内总产量)	新增供给	无	无	108 万吨* (新增 6%)
1751 万吨 (国内总消费量)	新增需求	1.5%**	1.5%**	1.5%**
	供需格局	供需关系较稳定	供需关系较稳定	供需关系相对稳定

\*注：部分项目投产时间存在延后的可能性

\*\*注：参考过去 5 年年均复合增长率

资料来源：中国造纸协会，东方证券研究所

**铜版纸无新增供给，需求尚可，供需相对稳定。**供给端，铜版纸自 2015 年来行业格局即较为稳定，2018 年铜版纸产量约 655 万吨，2019 年后无新增产能投放计划；需求端，铜版纸需求与商业广告、高档期刊印刷量相关，2013 年以来，铜版纸需求量基本保持平稳，2018 年铜版纸需求小幅下滑 0.7%，近五年铜版纸需求量年均复合增长率约为 0.1%，预计未来需求相对稳定，铜版纸供需关系整体稳定。

**图 24：铜版纸需求近五年年均复合增速约为 0.1%**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

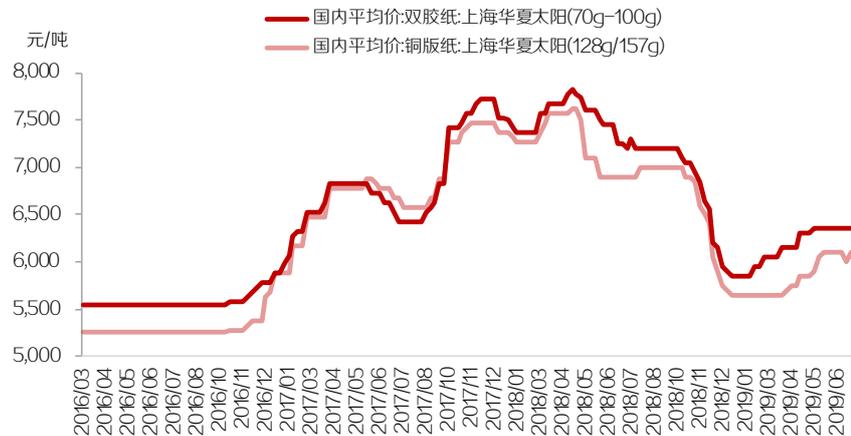
**表 4：预计未来三年铜版纸供需关系相对稳定**

2018 年	供需预测	2019E	2020E	2021E
655 万吨 (国内总产量)	新增供给	无	无	无
581 万吨 (国内总消费量)	新增需求	新增 0.1%*	新增 0.1%*	新增 0.1%*
	供需格局	供需关系较稳定	供需关系较稳定	供需关系相对稳定

\*注：参考过去 5 年年均复合增长率

资料来源：中国造纸协会，东方证券研究所

未来三年文化纸整体供需关系相对稳定，景气度有望保持平稳。2018 年下半年行业景气回落，悲观预期下渠道去库存，导致文化纸价格出现断崖式下跌。2019 年春节后，经历了两个季度的库存去化，文化纸渠道库存已处于低位，且由于文化纸供需关系相对稳定，春天旺季到来时文化纸价格得以顺利提涨，涨价函悉数落实。2019 年年初至今，以双胶纸为主的非涂布文化用纸已累计提涨 450-550 元/吨，铜版纸已累计涨价 300-350 元/吨。未来三年文化纸整体供需关系相对稳定，我们认为文化纸景气度有望保持平稳。

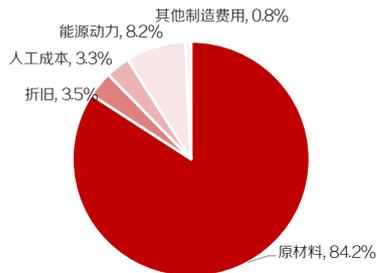
**图 25：未来三年文化纸景气度有望保持平稳**


资料来源：Choice，东方证券研究所

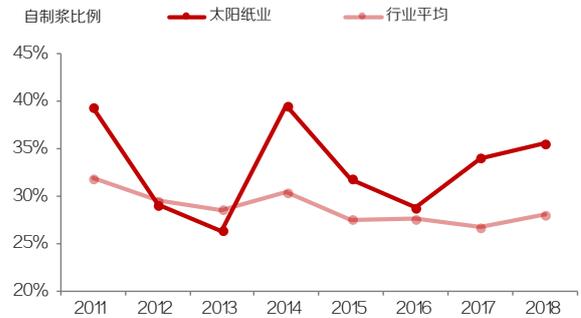
## 2.3 木浆原材料自供比例较高，盈利能力行业领先

### 公司木浆原材料的自供比例约为 30%-40%，高于行业平均

公司木浆原材料的自供比例较高，近年基本稳定在 30%-40%，整体高于行业平均水平。木浆是生产文化纸的重要纤维原材料，拆分 2018 年公司双胶纸营业成本结构，原材料占比高达 84%，可见以木浆为主的原材料成本是影响文化纸成本的重要因素。公司的木浆原材料获取途径可分为外购和自制两类，以 2018 年为例，①外购浆：2018 年公司木浆外购量为 110.47 万吨，主要为进口；②自供浆：公司的自供浆来源于化机浆与化学浆两部分，2018 年公司化机浆、化学浆产量分别约为 89 万吨、23 万吨，其中化机浆约 50%销售给关联方、50%自用，化学浆除老挝部分外销外、其余全部自产自用，由此推测公司 2018 年木浆自给量约 61 万吨，对应木浆自给率约为 36%。近年来公司木浆自供比例基本稳定在 30%-40%，同期行业平均约为 27%-28%，公司自供比例整体高于行业平均水平。

**图 26：以木浆为主的原材料成本占公司文化纸营业成本的比重达 84%（以 2018 年双胶纸为例）**


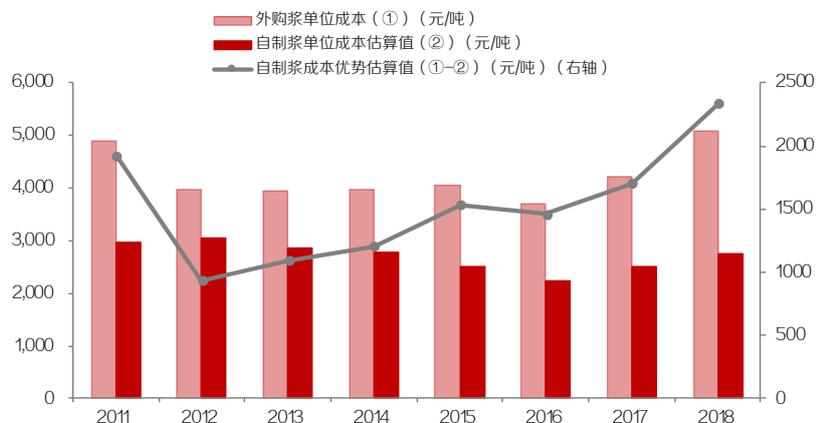
资料来源：公司公告，东方证券研究所

**图 27：公司木浆原材料的自供比例高于行业平均水平**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

### 自制浆与外购浆相比，具有较为明显的成本优势

与外购浆相比，公司通过自制浆节省的单位成本不低于 1000 元/吨。公司历史年度的外购浆平均单位成本（不含税）整体不低于 4000 元/吨，而自制浆单位成本则始终在 3000 元/吨以下，价差整体不低于 1000 元/吨。自制浆与外购浆相比，成本红利主要来自于两方面：①化机浆产线可利用周边的杨木资源制浆，靠近原材料产地，节省木片原材料的采购成本；②与自巴西、欧美等地进口商品浆相比，节省木浆运输成本。同时，原材料自供带来的成本红利并不依赖于浆价波动而变化，从公司历史年度的用浆成本来看，即便是外购浆成本大幅下降、自供浆成本优势最低的 2012 年，公司通过自制浆节省的成本仍有近 930 元/吨，自制浆仍具备较为明显的成本优势。

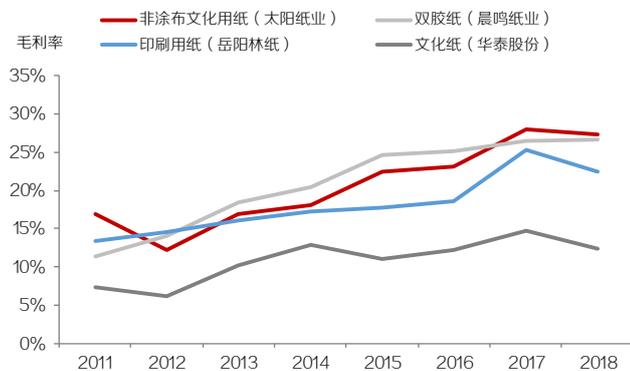
**图 28：与外购浆相比，公司通过自制浆节省的成本始终不低于 1000 元/吨**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

## 受益于较高的原材料自供比例及成本控制能力，公司文化纸盈利能力行业领先

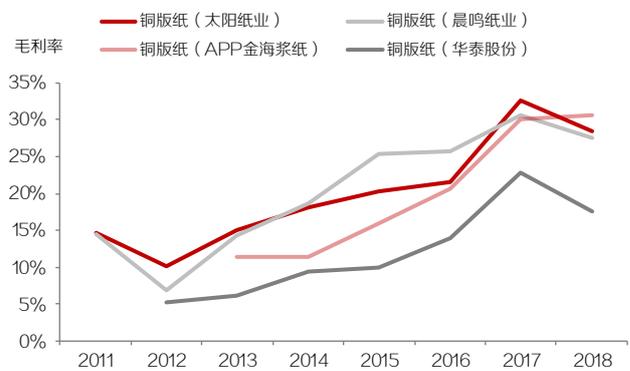
受益于较高的木浆自供比例及成本控制能力，公司文化纸毛利率整体呈提升态势，盈利能力处于行业领先地位。公司文化纸成本结构中，木浆原材料的自供比例较高，2018年自制浆比例约为36%，与全部采用外购浆相比，成本优势凸显；同时，公司通过在生产工艺等方面不断优化创新，成本控制能力处于行业领先地位。基于以上两点，公司非涂布文化用纸、铜版纸毛利率整体呈提升态势，2018年非涂布文化用纸、铜版纸毛利率分别达27.29%、28.46%，盈利能力行业领先。

图 29：公司非涂布文化纸毛利率整体呈提升态势，行业领先



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 30：公司铜版纸毛利率整体呈提升态势，行业领先



资料来源：公司公告，东方证券研究所

未来三年公司木浆系纸品仍将保持较高的原材料自供比例，自制浆成本优势将持续凸显。预计2019-2021年公司自制化机浆、自制化学浆产量整体稳定，木浆自供量相对稳定；需求端，以文化纸为主的木浆系纸品产量预计整体稳定，仅2021年非涂布文化用纸有45万吨新增产能，因此我们预计未来三年公司木浆原材料自供比例仍将处于较高水平（30%以上），自制浆的成本优势有望持续凸显。

图 31：预计未来三年公司木浆原材料自供比例仍将处于较高水平



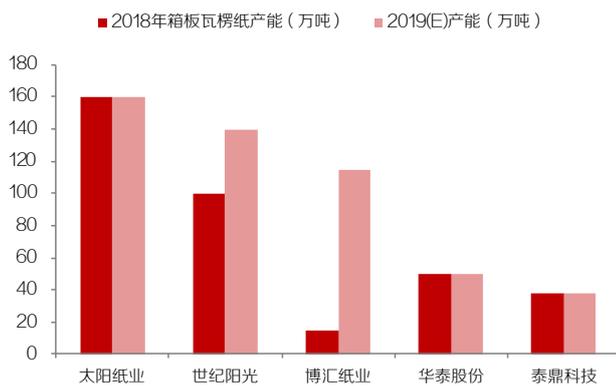
资料来源：公司公告，东方证券研究所

### 3 牛皮箱板纸：产能扩张叠加产品升级，有望成为重要的业绩增长点

#### 3.1 国内外箱板纸布局有序落地，成长路径清晰

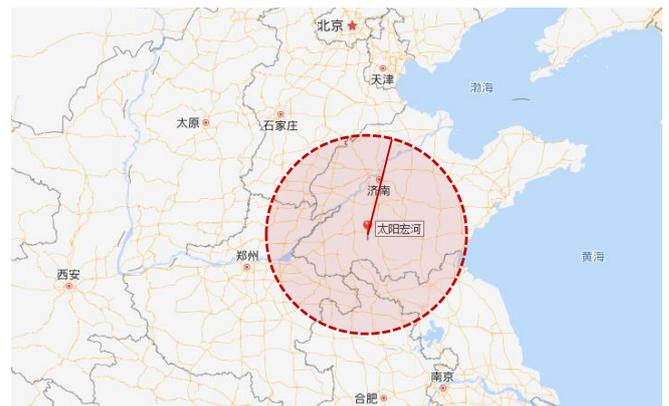
公司当前是山东地区箱板纸区域性龙头，产品竞争优势较强。公司山东邹城基地原有 80 万吨牛皮箱板纸产能（2016 年 8 月投产），2018 年三季度邹城 80 万吨牛皮箱板纸纸机投产后，公司牛皮箱板纸合计产能增加至 160 万吨，截至 2018 年末，公司已成为山东省箱板瓦楞纸产能规模最大的纸企。箱板瓦楞纸由于单品价值较低、质量轻、体积大，因此具备一定的最优销售半径，公司作为区域性龙头将重点辐射山东及周边地区，竞争优势较强。

图 32：截至 2018 年末，公司已成为山东省箱板瓦楞纸产能规模排名第一的纸企



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 33：公司作为箱板纸区域性龙头，重点辐射山东及周边地区



资料来源：百度地图，东方证券研究所

国内 80 万吨箱板纸产能将于 2019 年放量，老挝项目预计将于 2021 年投产，贡献业绩增量。公司邹城 80 万吨牛皮箱板纸的两条纸机已分别于 2018 年三季度陆续投产，产能将于 2019 年释放；老挝 80 万吨牛皮箱板纸预计将于 2021 年上半年投产，或将主要销往华南及东南亚市场，拓展公司箱板纸产品的辐射区域，届时公司牛皮箱板纸产能将进一步增加至 240 万吨，有望提升公司市场份额。国内外牛皮箱板纸新增产能有序落地，将于 2019-2021 年为公司贡献业绩增量。

图 34：2019-2021 年公司国内外牛皮箱板纸新增产能将逐步释放

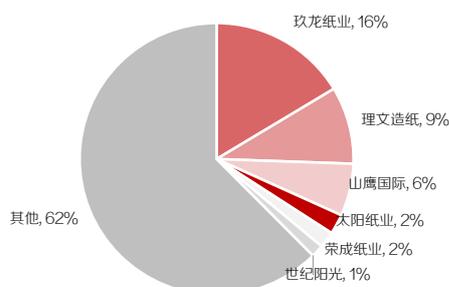


资料来源：公司公告，东方证券研究所

### 3.2 新增供给压力较大、需求不确定性较高，箱板瓦楞纸行业供需关系不佳

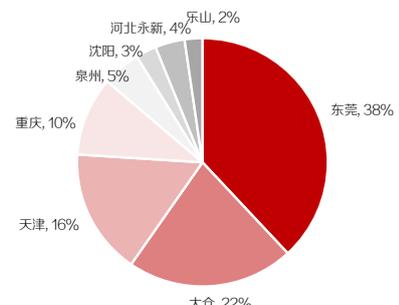
国内箱板瓦楞纸行业集中度不高，区域性特征较为明显，行业内大型纸企通过扩产实现全国性布局的意愿较强烈。国内箱板瓦楞纸行业集中度整体不高，根据卓创资讯统计，2018 年箱板瓦楞纸行业产能约为 6722 万吨，CR4 约 34%，公司产能规模位列行业第四位，市占率仅为 2%，行业内小企业众多。形成此种竞争格局的原因之一在于，箱板瓦楞纸销售的区域性特征较为明显。以箱板瓦楞纸行业产能规模排名第一的玖龙纸业为例，2018 年其八大生产基地分别位于广东东莞、江苏太仓、天津、重庆等地区，产能分布具有明显的区域性特征。基于箱板瓦楞纸的以上特征，行业内的大型纸企通过扩产提升全国性区位优势意愿较为强烈。

图 35：国内箱板瓦楞纸行业集中度相对分散（以 2018 年为例）



资料来源：公司公告，中国造纸年鉴，卓创资讯，东方证券研究所

图 36：以玖龙纸业为例，其产能分布具有较为明显的区域性特征（以 2018 年为例）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

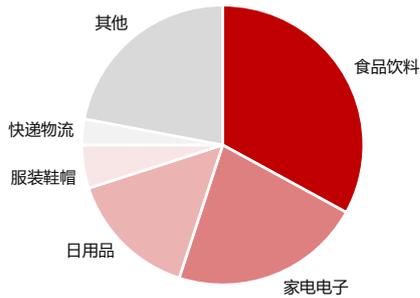
供给端，未来三年箱板瓦楞纸新增供给约 19%，新增产能压力较大。箱板瓦楞纸新增产能将于未来三年集中释放，其原因主要在于：①2017 年下半年起中国废纸进口政策收紧，大型纸企凭借外废配额红利实现了较为丰厚的利润积累，扩产的资金实力较为充足；②2018 年以前箱板瓦楞纸需求增速整体保持在 3%-5%，纸企预期箱板瓦楞纸市场增长前景较好；③箱板瓦楞纸项目单吨投资额平均在 2000-3000 元/吨，显著低于文化纸，国内箱板瓦楞纸纸机的投资门槛相对较低。基于以上原因，大型纸企具备较为强烈的扩产动机，根据各大纸企公布的投产计划，2019-2021 年明确计划投产的箱板瓦楞纸项目达 860 万吨，新增产能达 19%，新增供给压力较大。

表 5：2019-2020 年明确计划投产的箱板瓦楞纸项目达 860 万吨，新增产能压力较大

公司名	纸种	产能（万吨）	地址	投产时间
玖龙纸业	箱板纸	55	重庆	2019 年 1 月已投产
	箱板纸	35	泉州	2019Q2
	箱板纸	50	河北	2019Q2
	箱板纸	60	沈阳	2019Q2
	箱板纸	60	东莞	2019Q3
山鹰纸业	低定量瓦楞原纸/T 纸	42	湖北	2019 年下半年
	高定量瓦纸	38	湖北	2019 年下半年
	低定量 T2/T 纸	47	湖北	2019 年下半年
	PM25 红杉/高定量瓦纸	44	湖北	2020 年后
	PM26 银杉/红杉	49	湖北	2020 年后
理文造纸	箱板纸	50	越南	2019 年底
太阳纸业	箱板纸	80	老挝	2021 年
博汇纸业	牛皮箱板纸	50	山东	2019 年 6 月已投产
	高强瓦楞纸	50	山东	2019 年 3 月已投产
荣成纸业	箱板瓦楞纸	70	湖北	2019Q2
世纪阳光华迈纸业	低克重瓦楞原纸	40	山东	2019Q2
	低克重瓦楞原纸	40	山东	2019 年底

资料来源：公司公告，纸业内参，中华纸业，RISI，东方证券研究所

需求端，箱板瓦楞纸终端需求与宏观经济、对外贸易相关度较高，存在较大不确定性。根据 RISI 统计，箱板瓦楞纸终端需求中，食品饮料、家电电子、日用品合计占比超过三分之二，其余为服装鞋帽、快递物流及其他，以上行业除满足内需外，对外出口的部分占比在 20%以上，受宏观经济、对外贸易的影响较大。2018 年之前，箱板瓦楞纸需求连续四年处于 3%-5%的增速区间内，需求增速较为平稳；2018 年下半年，下游行业增速回落明显，内需相对疲软，叠加中美贸易摩擦对于出口贸易带来的悲观预期，2018 年箱板纸、瓦楞原纸消费量分别同比下滑 6.6%、7.6%。未来中国宏观经济波动存在不确定性，中美之间的大国博弈也难以在短期内完全化解，我们认为箱板瓦楞纸需求能否逆转疲软态势存在较大不确定性。

**图 37：箱板瓦楞纸终端需求行业受宏观经济、出口贸易影响较大**


资料来源：RISI，东方证券研究所

**图 38：箱板瓦楞纸需求近五年复合平均增速约为 2.2%**


资料来源：中国造纸协会，东方证券研究所

未来三年箱板瓦楞纸供需关系承压，行业层面整体实现盈利改善存在较大难度。供给端，2019-2021 年明确计划投产的箱板瓦楞纸项目达 860 万吨，新增产能达 19%，新增供给压力较大；需求端，宏观经济波动、中美贸易摩擦走势如何演变均存在较大不确定性，即便按照相对乐观的情形考虑，即假设箱板瓦楞纸需求与近五年年均复合增长率一致，每年同比增长 2.2%，预计未来三年箱板瓦楞纸需求增速仍将小于供给增速，供需关系承压，箱板瓦楞纸行业层面整体盈利大幅改善的可能性不大。

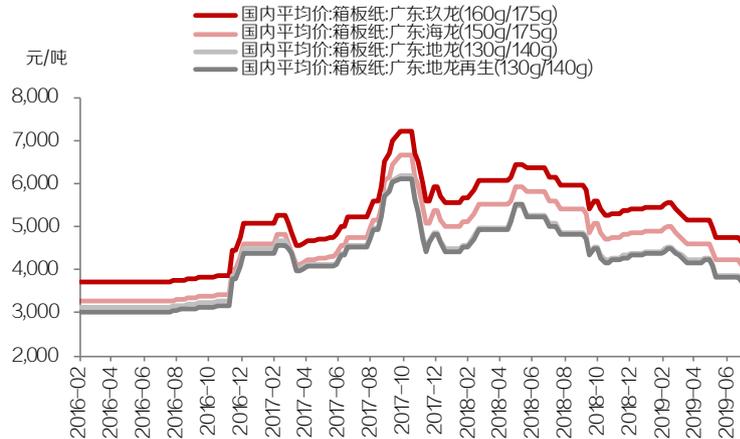
**表 6：预计未来三年箱板瓦楞纸供需关系承压**

2018 年	供需预测	2019E	2020E	2021E
4250 万吨 (国内总产量)	新增供给	567 万吨* (新增 13%)	120 万吨* (新增 3%)	173 万吨* (新增 4%)
4558 万吨 (国内总消费量)	新增需求	新增 2.2%**	新增 2.2%**	新增 2.2%**
	供需格局	供需关系不佳	供需不佳或延续	供需不佳或延续

\*注：按照目前规划的投产时间统计，存在延迟的可能性

\*\*注：参考箱板瓦楞纸需求量近五年年均复合增速

资料来源：中国造纸协会，东方证券研究所

**图 39：供需关系不佳，预计箱板瓦楞纸行业整体盈利改善存在较大难度**


资料来源：卓创资讯，东方证券研究所

### 3.3 原材料结构调整实现产品升级，公司通过差异化路线提升箱板纸盈利能力

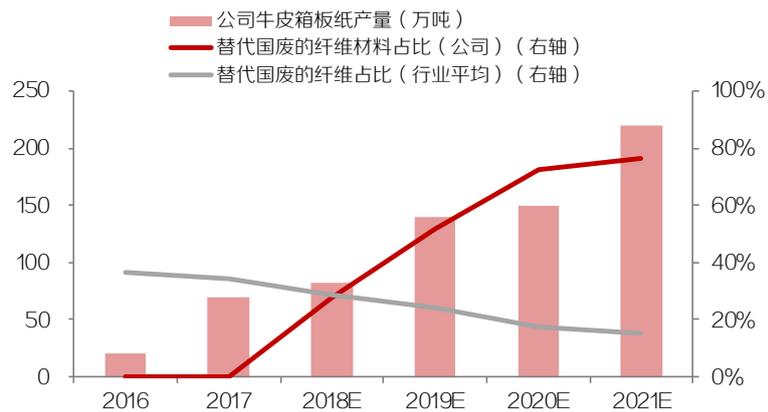
我们预计未来三年公司箱板纸盈利能力将逐步提升，其逻辑主要在于公司通过原材料结构调整，降低成本的同时实现产品升级，盈利能力有望因此逐步改善。如前所述，箱板瓦楞纸供需关系整体不佳，行业层面整体实现盈利改善的难度较大。公司盈利提升的逻辑主要在于其通过成本端原材料结构调整实行的产品差异化策略。依托前瞻性的原材料布局，公司牛皮箱板纸原材料结构将逐步调整，废纸浆、替代纤维等原材料耗用量占比增加，将有效降低对于固废原材料的依赖，降低原材料成本、减小成本波动；同时，废纸浆、木浆等纤维质量较固废更优，牛皮箱板纸产品品质、定位将得以提升，产品售价或将相应提升，盈利能力有望逐步改善。

#### 未来三年替代固废的纤维原材料占比逐步提升，原材料供应优势凸显

牛皮箱板纸原材料结构中，用以替代固废的纤维原材料占比有望逐年提升至 70% 以上，远高于 15% 左右的行业平均水平。牛皮箱板纸的主要原材料为废纸，由于公司历史上不享有外废进口配额，2016-2017 年生产的箱板瓦楞纸主要采用固废作为原材料。2018 年以来，公司依托前瞻性布局，通过多种方式逐步降低对于固废原材料的依赖：①积极研发半化学浆、木屑浆等新型替代纤维，国内 10 万吨木屑浆、35 万吨半化学浆生产线已分别于 2018 年 4 月底、8 月份投产，在降低成本、提升纤维品质等方面均有所突破；②海外布局废纸浆项目，老挝 40 万吨废纸浆（即再生纤维浆）已于 2019 年 5 月投产，运回国内有效补充箱板瓦楞纸原材料，且成本显著低于固废；③兖州本部建设 20 万吨本色针叶浆项目，预计将于 2019 年四季度初投产，有效替代废纸原材料，持续提升国内箱板瓦楞纸的原材料优势；④老挝建设 80 万吨牛皮箱板纸项目，预计将于 2021 年投产，采用“浆纸一体化”模式，直接在当地利用美废原材料制成成品纸后，运至国内或东南亚市场销售。通过以上四种途径，未来三年公司牛皮箱板纸原材料结构中，用以替代固废的

纤维原材料占比有望逐步提升至 70% 以上。而行业层面，外废进口量逐步收缩，直接进口成品纸、废纸浆及替代纤维等产能规模相对有限，预计未来三年行业替代国废的纤维材料平均占比将逐步下降至 15% 左右，公司原材料供应方面的优势将愈发凸显。

**图 40：公司牛皮箱板纸原材料结构中，替代国废的纤维占比有望逐年提升**

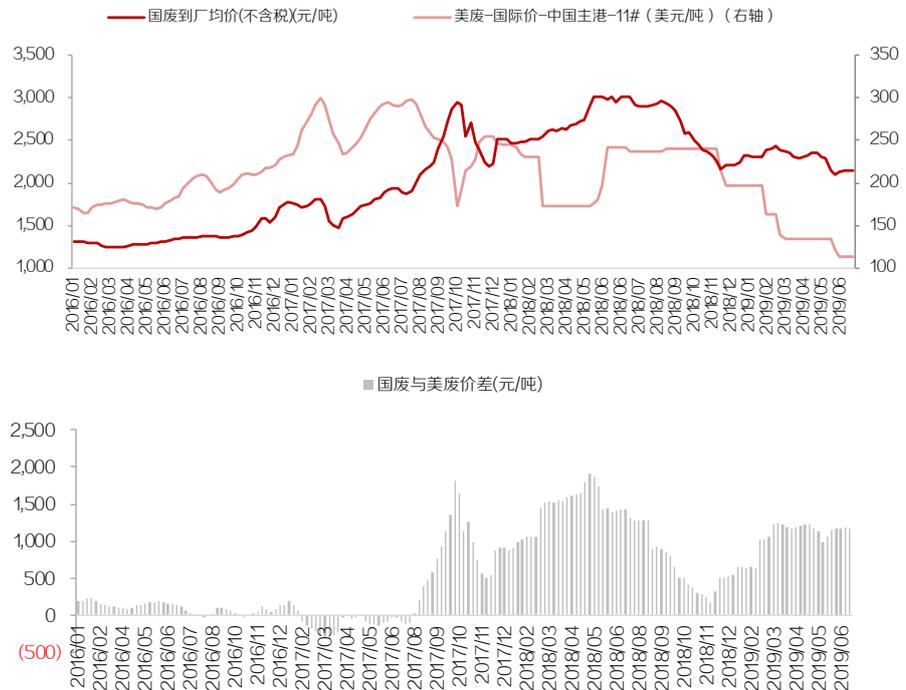


资料来源：公司公告，东方证券研究所

### 成本下降、产品升级，公司箱板纸盈利能力有望持续改善

**国废与外废价差拉大，老挝废纸浆、牛皮箱板纸项目的成本优势较为突出。**老挝 40 万吨废纸浆、80 万吨成品纸均可以在老挝当地直接利用成本较低的美废或欧废，制成浆后运回中国供应国内产线，或制成成品纸后销往华南及东南亚市场。受废纸进口政策影响，外废价格 2019 年以来持续下跌，当前国废已与外废形成较大价差。根据 2019 年 7 月 19 日最新报价，国废到厂均价(不含税)为 2130 元/吨，美废 11# 到岸价已分别跌至 112.5 美元/吨、将美废 25% 的进口关税税率考虑在内，国废与美废之间的价差已达近 1160 元/吨，老挝废纸浆、箱板纸项目的成本优势凸显。以废纸浆为例，若仅考虑纤维原材料成本及运输成本，生产等量成品纸所耗用的废纸浆成本与完全使用国废相比，可节省约 1300 元/吨；即便将海外可能较高的人工成本考虑在内，废纸浆的成本优势仍可达 1100 元/吨以上，盈利能力凸显。废纸进口逐步收紧的背景下，若国废供应短期难以弥补外废进口减少的部分，国废价格或将上涨，国废与外废价差进一步拉大，废纸浆、老挝箱板纸项目成本优势或将愈发凸显。公司通过以上多种途径降低原材料结构中对于国废的依赖，能够有效降低原材料成本、减小成本波动。

**图 41：现阶段国废与外废已形成较大价差**

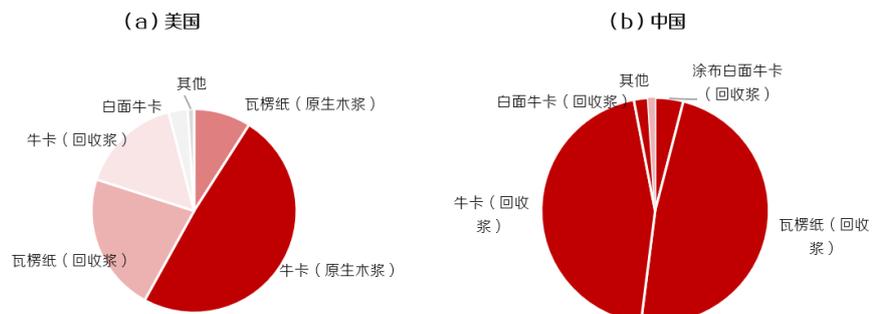


注：国废与美废价差的计算，已将美废 25% 的进口关税税率考虑在内（2018 年 8 月 23 日起加征）

资料来源：卓创资讯，东方证券研究所

受益于原材料结构调整，牛皮箱板纸产品品质、定位也将得以提升，盈利能力有望逐步改善。美国箱板瓦楞纸原材料中，原生木浆耗用量的比例高达 60%-70%，因此美废纤维质量普遍优于国废；而半化学浆、本色针叶浆等原生木浆的纤维质量则更为优质。公司牛皮箱板纸原材料结构中，废纸浆、替代纤维等原材料耗用量占比增加，将全面提升产品品质，有效增强公司产品在市场竞争中的竞争力，产品售价或将相应提升，箱板纸毛利率有望得到逐步改善。

**图 42：美国箱板瓦楞纸原材料中，原生木浆占比高达 60%-70%，导致美废纤维质量优于国废**



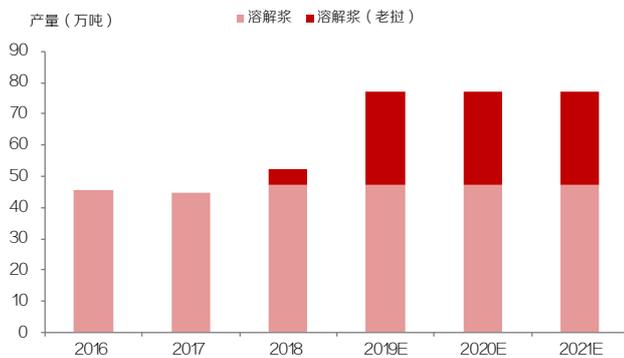
资料来源：费雪国际，东方证券研究所

## 4 溶解浆：老挝布局提升盈利能力，灵活转产平滑周期波动

### 4.1 公司是全球规模领先的溶解浆龙头供应商

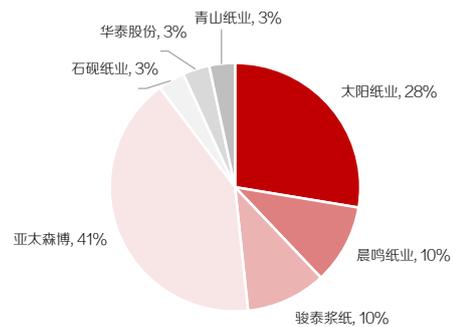
公司是全球规模领先的溶解浆生产企业。公司老挝 30 万吨浆线已于 2018 年 10 月末顺利转产溶解浆，整体溶解浆产能由过去的 50 万吨/年上升至 80 万吨/年。截至 2018 年年末，全球溶解浆产能共 1010 万吨，公司市占率约为 8%，产能规模位居全球第三，仅次于 Sappi、Aditya Birla；2018 年中国溶解浆产能合计约 290 万吨，公司市占率约为 28%，产能规模居行业领先地位。

图 43：2019 年老挝溶解浆产能释放，溶解浆产量整体增加



资料来源：造纸信息，公司官网，东方证券研究所

图 44：公司溶解浆产能规模位居全国领先地位（2018 年）

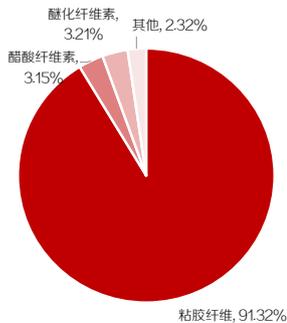


注：亚太森博、晨鸣纸业的浆线当前仍生产造纸浆，并未转产溶解浆

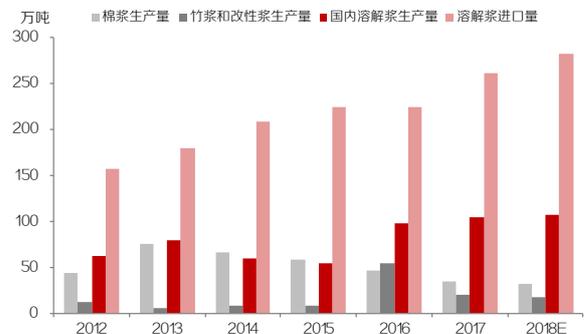
资料来源：公司公告，东方证券研究所

### 4.2 预计 2019-2020 年国内溶解浆供需关系整体相对稳定

溶解浆正逐步取代棉浆粕，成为生产粘胶短纤的主要原材料。溶解浆即“溶解级化学木浆”，生产工艺与造纸浆类似，是一种高纯度的化学浆，原材料以木片为主，粘胶短纤是其最主要的下游应用产品。溶解浆的替代品包括棉浆粕、竹浆等，由于棉浆粕生产过程污染程度较大，溶解浆正逐步取代棉浆粕，成为生产粘胶短纤最主要的原材料，且其中进口溶解浆的占比较高，2018 年国内溶解浆消费量 387 万吨中，国产溶解浆产量约 107 万吨，近三分之二来自进口。

**图 45：粘胶纤维是国内溶解浆市场最主要的下游应用产品**


资料来源：BioResources(2015)，东方证券研究所

**图 46：溶解浆逐步取代棉浆成为生产粘胶短纤的主要原材料**


资料来源：造纸信息，中国造纸年鉴，东方证券研究所

若国内新增产能不转产，预计 2019-2020 年国内溶解浆供需关系整体相对稳定。①需求端，2019 年中国因粘胶短纤新增产能带来的溶解浆新增需求达 63 万吨；若仅考虑投产确定性较高的粘胶短纤项目，则 2019 年溶解浆需求增量约为 37 万吨；②供给端，国内溶解浆 2019 年后无新增产能，需关注 2018 年 150 万吨转产项目的产能释放情况（晨鸣 30 万吨、亚太森博 120 万吨项目当前仍生产造纸浆，由于生产成本较高，暂无转产计划）；海外溶解浆 2019 年、2020 年分别新增产能 156 万吨、25 万吨，且其中亚太资源集团 100 万吨溶解浆项目由阔叶浆线改造而来，其母公司与粘胶生产商赛得利的母公司一致，均为新加坡金鹰集团，该浆线是否转产溶解浆与下游粘胶短纤的配套产能释放直接相关，存在不确定性。综合溶解浆供需侧，我们认为，若中国 2018 年 150 万吨新增产能仍生产造纸浆、不转产，则 2019-2020 年国内溶解浆供需关系整体相对稳定。

**图 47：溶解浆供给端，国内关注产能释放，海外关注产能新增**

企业	新增产能 (万吨)	地点	计划投产时间
晨鸣纸业	30	中国	2018年 (目前仍生产造纸浆)
亚太森博	120	中国	2018年 (目前仍生产造纸浆)
亚太资源集团	100	印尼	2019年6-7月 (由阔叶浆线改造)
Stora Enso	28	芬兰	2019年下半年
AV Terrace Bay	28	加拿大	2019年
Sappi	25	南非	2020年
Arauco	55	智利	2021年
Bracell	125	巴西	2021年底前
Södra	28	瑞典	待定

资料来源：造纸信息，公司官网，东方证券研究所

**图 48：溶解浆需求端，2019 年中国因粘胶短纤新增产能带来的溶解浆新增需求达 63 万吨**

粘胶短纤新增产能 (万吨)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
九江赛得利	16				
唐山三友	25				
阿拉尔富丽达	34				
阜宁澳洋	8	8			
江苏翔盛		27			
赛得利九江*		25*	25*	25*	25*
<b>合计新增产能(万吨)</b>	<b>75</b>	<b>60</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>25</b>
<b>新增溶解浆需求量 (万吨)**</b>	<b>79</b>	<b>63</b>	<b>26</b>	<b>26</b>	<b>26</b>

\*注：赛得利九江项目投产进度、投产规模待定

\*\*注：假设生产 1 吨粘胶短纤需耗用溶解浆 1.05 吨

资料来源：百川资讯，公司官网，公司公告，东方证券研究所

**表 7：若国内新增产能不转产，预计 2019-2020 年国内溶解浆供需关系整体相对稳定**

2018 年	供需预测		2019E	2020E	2021E
107 万吨 (国内总产量)	新增 供给	国内	无	无	无
600 万吨 (海外总产量)		海外	56 万吨* (新增 9%)	25 万吨 (新增 4%)	180 万吨 (新增 26%)
600 万吨 (全球总产量)		全球合计	56 万吨* (新增 9%)	25 万吨 (新增 4%)	180 万吨 (新增 26%)
389 万吨 (国内总消费量)	新增 需求	国内	63 万吨** (新增 16%)	26 万吨** (新增 6%)	26 万吨** (新增 5%)
	供需格局		供需相对稳定	供需相对稳定	供需存在不确定性

\*注：另有亚太资源集团 100 万吨产能，与母公司金鹰集团旗下的赛得利九江粘胶短纤配套产能释放直接相关，存在不确定性

\*\*注：下游赛得利九江项目投产进度、投产规模待定，此处假设其 100 万吨粘胶短纤产能将于 2019-2022 年逐年均匀投放

资料来源：公司公告，公司官网，造纸信息，百川资讯，东方证券研究所

### 当前溶解浆-粘胶产业链价格、替代品棉花产业链价格已基本企稳，溶解浆下行空间已不大。

2018 年底以来，由于纺服产业链终端需求较弱、出口订单受中美贸易摩擦影响较大，溶解浆-粘胶产业链经历了较为明显的价格下跌。2019 年 6 月中下旬，粘胶短纤价格已跌破 2012 年以来的最低价格 11100 元/吨，随后触底反弹，已于近期企稳；棉花作为粘胶短纤最主要的替代品，产业链价格也已于 2019 年 6 月中旬基本企稳。当前溶解浆内盘价格已接近 2012 年以来的历史底部（出现于 2015 年初，6000 元/吨左右）；结合溶解浆自身供需情况，我们预计溶解浆价格已基本触底，下行空间已不大。

**图 49：当前溶解浆-粘胶产业链价格、替代品棉花价格已基本企稳**


资料来源：Wind，中纤网，东方证券研究所

### 4.3 老挝盈利优势显著，未来溶解浆盈利仍有提升空间

公司国内溶解浆浆线距离下游粘胶短纤企业较近，地缘优势突出。从下游粘胶短纤全国产能分布情况来看，2018年山东省粘胶短纤有效产能达57万吨（占比13%），产能规模排名全国第三。公司国内溶解浆生产线位于山东邹城，距离下游粘胶短纤生产企业较近；同时毗邻河北、江苏等重要生产基地（产能占比分别达18%、11%），市场空间较为广阔，区域性优势凸显。

图 50：公司溶解浆生产线距离下游粘胶短纤生产企业较近，区域性优势凸显

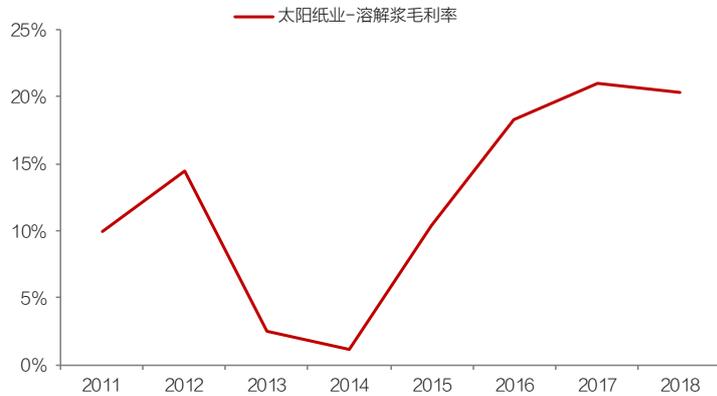


注：图中各省份括号内数字为各省份合计有效产能占全国粘胶短纤有效产能的比重，数据已更新至2018年9月

资料来源：百川资讯，公司官网，公司公告，东方证券研究所

**老挝溶解浆盈利优势显著，溶解浆盈利能力未来仍有提升空间。**相比于国内溶解浆，老挝项目的盈利优势在于：①老挝从东南亚进口木片的运输距离较近，可节省运费成本；②老挝自有林地可部分自供木片原材料降低成本，且自供比例未来有望进一步提升。③2019年起老挝项目7年免税。考虑到2019年老挝30万吨溶解浆产能将全部释放，老挝成本优势将于2019年起逐步显现。

公司同一条产线可根据盈利情况选择生产溶解浆还是造纸浆，灵活转产一定程度上将有助于平滑周期波动对公司业绩带来的影响。公司依托全球领先的连续蒸煮工艺，可实现同一条生产浆线上溶解浆与化学浆的自由切换，2016年投产的20万吨溶解浆线即由原先的30万吨化学浆生产线改造而来，可实现灵活转产；老挝30万吨溶解浆同时具有转产45万吨造纸化学浆的能力。公司可根据行业景气情况、盈利状况，决定同一条产线是提供具备成本优势的溶解浆产品对外销售，还是生产化学浆供国内木浆系纸品自用，灵活的调剂空间有望平滑周期波动，提升公司盈利确定性。

**图 51：公司溶解浆毛利率近年显著提升，未来仍有提升空间**


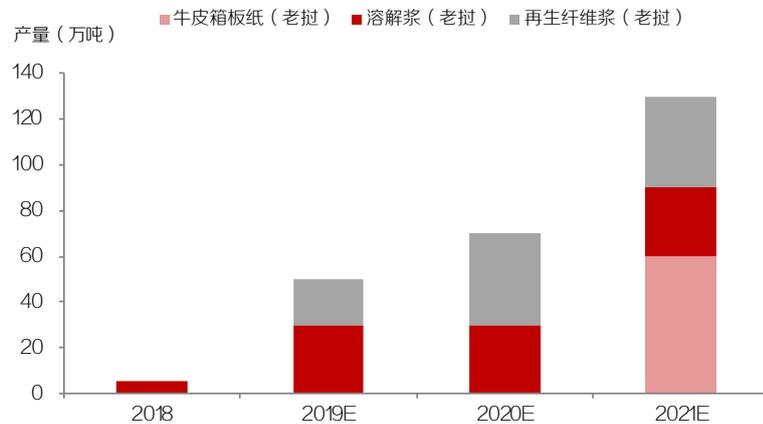
资料来源：公司公告，东方证券研究所

## 5 前瞻性原材料布局价值凸显，护城河有望持续加宽

我们认为现阶段公司老挝基地的价值尚未被市场充分认知，公司前瞻性原材料布局的优势未来或将愈发凸显。老挝项目的价值主要体现在：（1）未来三年老挝新增产能有序投放，老挝 7 年免税的政策红利有望被放大，公司所得税税率下降，提升公司整体盈利水平；（2）由于国内环保约束较大，海外自建壁垒较高，新进入者难以在短期内投产浆纸新建项目，公司通过率先实现原材料布局，享有先发优势，竞争优势护城河有望加宽。中国废纸进口政策调整的背景下，造纸行业原材料的价值逐步显现，老挝基地前瞻性实现海外原材料布局，其价值有望于未来三年内得到集中展现。

### 5.1 老挝浆纸产能投产，7 年免税政策红利将逐步显现

未来三年老挝浆纸产能陆续投产，老挝 7 年免税的政策红利有望逐步显现。老挝政府根据不同地区的实际情况给予投资优惠政策，在一类地区（尚无基础设施提供给投资者的山区、高原和平原地区）投资的外资企业，即公司老挝子公司，可在 7 年内免征公司所得税，之后可按 10% 的税率缴纳公司所得税。老挝新增产能有序投放，7 年免税红利带来的盈利弹性有望被放大。2019 年老挝 40 万吨再生纤维浆、30 万吨溶解浆产能将逐步释放，老挝 80 万吨牛皮箱板纸预计将于 2021 年投产，以上盈利均无需缴纳公司所得税，公司所得税负担有望下降，整体盈利水平将相应提升。

**图 52：未来三年老挝浆纸产能逐步投产**


资料来源：公司公告，东方证券研究所

## 5.2 原材料布局壁垒较高，公司成本优势护城河有望加宽

由于国内环保约束较大，海外自建壁垒较高，公司通过率先布局原材料持续构筑成本优势，护城河有望加宽。中国森林资源本身较为有限，从林地角度进行布局的难度较大；同时由于制浆的污染程度远高于造纸，环保约束导致新建浆线在国内落地的难度也同样较大，海外布局或为最有效的解决途径。然而海外自建项目的壁垒较高，海外建厂在政治、文化等方面存在较多不确定性；同时，东南亚基础设施建设相对落后，建厂用时较长，从玖龙、理文、太阳三家投产企业来看，建设周期均达 10 年左右，海外布局的新进入者难以在短期内建成投产新项目。公司依凭前瞻性的原材料布局，在竞争中无疑具备更强实力和优势；且海外布局一旦实现，此后在此基础上的扩产则相对容易，浆纸新项目将有望在现有基地的基础上快速达产，公司具备先发优势，成长空间广阔。

**表 8：海外建厂壁垒较高，所需时间较长**

纸企	选址	项目启动时间	投产时间	建设周期
玖龙纸业	越南	2008 年	2017 年	9 年
理文造纸	越南	2007 年	2017 年	10 年
太阳纸业	老挝	2009 年	2018 年	9 年

资料来源：公司公告，东方证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

我们对公司 2019-2021 年盈利预测做如下假设：

- 1) **文化纸 2021 年销量增长，未来三年毛利率相对稳定：**①收入端，预计非涂布文化用纸 2019-2020 年销量平稳，2021 年因新增产能投放而销量增加，铜版纸销量保持稳定；假设 2019 年未涂布文化用纸、铜版纸延续当前最新价格水平，即 2019 年均价同比 2018 年分别下滑 10%、11%，2020 年同比 2019 年均价上涨 3%，2021 年保持平稳。②成本端，2019 年相对平稳，假设 2020 年外购浆价格上涨 5%，2021 年维稳。预计未来三年非涂布文化纸毛利率将保持在 22%-23% 区间、铜版纸毛利率在 21% 左右，相对稳定。
- 2) **箱板纸逐步放量，原材料成本下降，产品价格或将因产品升级而小幅上涨，毛利率有望逐年提升：**①收入端，预计牛皮箱板纸 2019-2021 年销量分别为 141 万吨、152 万吨和 212 万吨，假设 2019 年纸价同比降幅为 10%，2020 年、2021 年产品售价同比提升 5%、1%；②成本端，国废价格分别于 2020 年、2021 年上涨 10%、5%，但公司原材料结构调整带来成本下降，预计未来三年牛皮箱板纸毛利率将逐年改善。
- 3) **溶解浆未来三年毛利率整体平稳：**①收入端，假设溶解浆未来三年销量平稳，假设溶解浆延续当前最新价格水平，未来三年均平稳；②成本端，预计未来三年成本端整体平稳，预计 2019-2021 年溶解浆毛利率将持平。
- 4) 公司 2019-2021 年销售费用率分别为 3.92%、3.86%、3.92%，2021 年销售费用率的上升主要与老挝浆纸收入占比增加、运输费用相应增加所致；管理费用分别为 3.48%、3.38%、3.28%，管理费用率的下滑主要与股权激励摊销费用减少有关。
- 5) 公司 2019-2021 年所得税率分别为 15.11%、15.59%、17.97%，公司 2018 年 11 月被认定为高新技术企业，2018-2020 年所得税率按 15% 缴纳，假设 2021 年恢复至 25%；境内其余子公司未来三年均按 25% 缴纳；老挝子公司自 2019 年起七年免税，2021 年老挝牛皮箱板纸投产放量，老挝免税额度占利润总额的比重增加，有助于降低整体所得税税率。

**收入分类预测表**

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>非涂布文化用纸</b>					
销售收入（百万元）	5,899.1	7,206.7	6,554.9	6,751.6	8,832.2
增长率	12.1%	22.2%	-9.0%	3.0%	30.8%
毛利率	28.1%	27.3%	22.8%	23.0%	21.6%
<b>铜版纸</b>					
销售收入（百万元）	4,450.6	3,994.8	3,555.9	3,662.5	3,662.5
增长率	51.0%	-10.2%	-11.0%	3.0%	0.0%
毛利率	32.7%	28.5%	20.8%	21.4%	21.1%
<b>生活用纸</b>					
销售收入（百万元）	722.1	819.2	732.0	732.0	732.0
增长率	-1.0%	13.4%	-10.6%	0.0%	0.0%
毛利率	15.9%	14.7%	13.2%	9.9%	9.9%
<b>淋膜原纸</b>					
销售收入（百万元）	695.7	881.4	821.3	821.3	821.3
增长率	3.0%	26.7%	-6.8%	0.0%	0.0%
毛利率	24.6%	26.2%	22.5%	21.4%	21.3%

**牛皮箱板纸**

销售收入（百万元）	2,391.7	2,640.2	4,791.9	5,431.7	7,651.5
增长率	372.4%	10.4%	81.5%	13.4%	40.9%
毛利率	19.9%	11.2%	19.7%	21.8%	25.0%

**化机浆**

销售收入（百万元）	1,186.9	1,568.0	1,558.1	1,558.1	1,558.1
增长率	24.8%	32.1%	-0.6%	0.0%	0.0%
毛利率	21.1%	26.0%	22.1%	22.1%	22.1%

**溶解浆**

销售收入（百万元）	2,696.1	3,166.4	4,331.1	4,331.1	4,331.1
增长率	3.1%	17.4%	36.8%	0.0%	0.0%
毛利率	21.0%	20.3%	18.0%	18.0%	18.0%

**电及蒸汽**

销售收入（百万元）	725.2	789.3	779.5	769.8	760.2
增长率	14.4%	8.8%	-1.2%	-1.2%	-1.2%
毛利率	28.1%	24.2%	20.8%	17.3%	13.6%

**其他业务**

销售收入（百万元）	126.9	702.4	372.6	372.6	372.6
增长率	-7.5%	453.7%	-47.0%	-0.0%	0.0%
毛利率	22.0%	16.0%	14.0%	13.8%	13.5%

**合计**

销售收入	18,894.3	21,768.4	23,497.1	24,430.6	28,721.4
增长率	30.7%	15.2%	7.9%	4.0%	17.6%
综合毛利率	26.0%	23.5%	20.4%	20.8%	21.3%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

## 投资建议

我们采用相对估值法对公司进行估值。本篇报告分别选取了晨鸣纸业、华泰股份、山鹰纸业、玖龙纸业、理文造纸、恒安国际、维达国际作为可比公司，以上公司均为造纸行业内浆纸产能规模较为领先的上市纸企。其中，晨鸣纸业拥有全行业最高的木浆原材料自供比例，是“林浆纸一体化”优势突出的木浆系龙头纸企；华泰股份是国内新闻纸产能规模最大的综合性纸企；玖龙纸业、理文造纸、山鹰纸业均为箱板瓦楞纸龙头纸企；恒安国际、维达国际均为生活用纸龙头纸企。

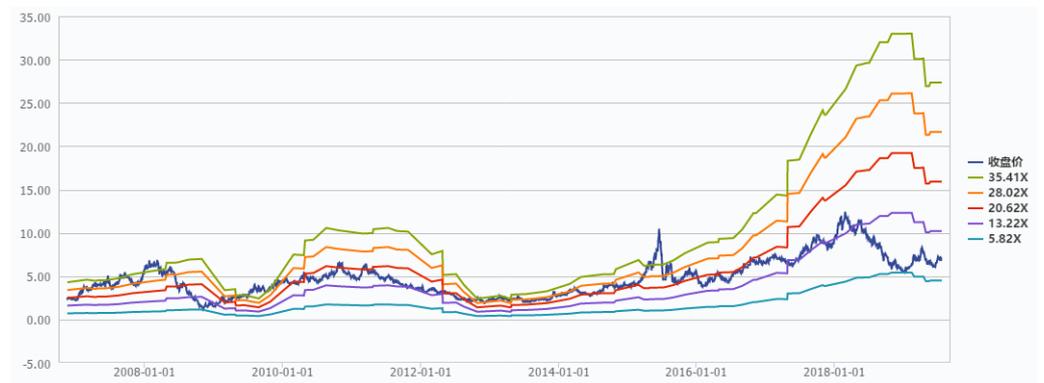
我们预测公司 2019-2021 年归母净利润分别为 20.89、22.86、28.14 亿元，对应的 EPS 分别为 0.81、0.88、1.09 元。可比公司 2020 年调整后平均 PE 为 8 倍，考虑到公司在管理水平、成本控制等方面处于行业领军水平，且通过前瞻性布局老挝基地率先打开了原材料方面的成长空间，作为行业里原材料布局方面最具优势的企业，预计 2021 年公司归母净利润同比增长 23.1%，高于可比公司调整后平均增速（12.8%），我们给予公司 2020 年 10 倍市盈率估值，较可比公司溢价 25%，对应目标价 8.82 元，首次给予“买入”评级。

**表 9：可比公司 2020 年平均市盈率为 8 倍**

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)					市盈率				一致预期 净利润增速
		2019年8月16日	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	2021E	
晨鸣纸业	000488	4.67	0.86	0.76	0.87	0.97	5.40	6.12	5.37	4.80	11.8%	
华泰股份	600308	4.00	0.62	0.83	1.10	1.25	6.49	4.84	3.62	3.20	13.3%	
山鹰纸业	600567	3.06	0.70	0.66	0.74	0.81	4.38	4.62	4.16	3.76	10.5%	
中顺洁柔	002511	14.86	0.32	0.44	0.55	0.66	46.98	33.48	27.20	22.42	21.3%	
玖龙纸业	2689.HK	5.65	1.68	1.06	1.34	0.00	3.37	5.33	4.22			
理文造纸*	2314.HK	4.12	0.00	0.88	0.91	0.92		4.70	4.54	4.50	1.0%	
恒安国际	1044.HK	53.70	3.15	3.53	3.91	4.30	17.07	15.21	13.73	12.50	10.2%	
维达国际*	3331.HK	14.12	0.54	0.75	0.89	1.05	26.00	18.95	15.88	13.43	18.2%	
	最大值						46.98	33.48	27.20	22.42	21.3%	
	最小值						3.37	4.62	3.62	3.20	1.0%	
	平均数						15.67	11.66	9.84	9.23	12.4%	
	调整后平均						11.87	9.19	7.98	7.80	12.8%	

\*注：理文造纸、维达国际币种均为港币

资料来源：Wind，东方证券研究所

**图 53：太阳纸业 PE (TTM) 处于历史低位**


资料来源：Wind，东方证券研究所

图 54：太阳纸业 PB 处于历史低位



资料来源：Wind，东方证券研究所

## 风险提示

- **宏观经济增速放缓、终端需求下滑幅度超预期的风险：**若欧美或国内宏观经济增速发生较大波动，则木浆需求将受到较大影响，木浆价格具备下跌风险；若终端需求下滑幅度超预期，则成品纸价也将存在下跌风险，造纸企业盈利存在大幅波动的风险。
- **公司海外项目推进不达预期的风险：**海外投资项目面临的国际环境复杂多变，存在海外政治、文化等方面的不确定性，若公司新建项目推进不达预期，公司盈利提升将受限，或将面临盈利不达预期的风险。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,437	1,971	1,880	1,954	2,298	营业收入	18,894	21,768	23,497	24,431	28,721
应收账款	1,645	1,464	1,813	1,885	2,216	营业成本	13,976	16,663	18,704	19,359	22,599
预付账款	487	731	698	725	853	营业税金及附加	141	138	149	155	183
存货	1,525	2,168	2,120	2,195	2,562	营业费用	663	750	920	943	1,127
其他	4,334	4,449	5,125	5,307	6,142	管理费用	580	824	818	827	943
<b>流动资产合计</b>	<b>10,429</b>	<b>10,783</b>	<b>11,635</b>	<b>12,066</b>	<b>14,070</b>	财务费用	571	720	461	471	440
长期股权投资	116	137	158	179	199	资产减值损失	25	10	26	9	41
固定资产	10,882	16,618	16,976	16,855	21,065	公允价值变动收益	(13)	12	0	0	0
在建工程	3,454	637	2,554	4,062	456	投资净收益	2	6	6	6	6
无形资产	664	860	922	991	1,067	其他	22	10	14	14	14
其他	511	489	265	261	260	<b>营业利润</b>	<b>2,950</b>	<b>2,692</b>	<b>2,440</b>	<b>2,687</b>	<b>3,410</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>15,628</b>	<b>18,740</b>	<b>20,875</b>	<b>22,348</b>	<b>23,047</b>	营业外收入	23	37	37	37	37
<b>资产总计</b>	<b>26,056</b>	<b>29,523</b>	<b>32,510</b>	<b>34,414</b>	<b>37,118</b>	营业外支出	42	9	9	9	9
短期借款	5,388	5,216	7,062	7,570	6,601	<b>利润总额</b>	<b>2,931</b>	<b>2,720</b>	<b>2,468</b>	<b>2,715</b>	<b>3,438</b>
应付账款	2,043	2,307	2,586	2,677	3,125	所得税	681	477	373	423	618
其他	4,215	6,440	5,408	4,543	5,189	<b>净利润</b>	<b>2,250</b>	<b>2,242</b>	<b>2,095</b>	<b>2,292</b>	<b>2,820</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>11,646</b>	<b>13,963</b>	<b>15,056</b>	<b>14,790</b>	<b>14,914</b>	少数股东损益	226	5	6	6	6
长期借款	1,474	1,794	2,033	2,120	2,108	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,024</b>	<b>2,238</b>	<b>2,089</b>	<b>2,286</b>	<b>2,814</b>
应付债券	1,929	985	958	958	958	每股收益(元)	0.78	0.86	0.81	0.88	1.09
其他	184	153	0	0	0						
<b>非流动负债合计</b>	<b>3,587</b>	<b>2,931</b>	<b>2,990</b>	<b>3,077</b>	<b>3,066</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>15,232</b>	<b>16,895</b>	<b>18,046</b>	<b>17,867</b>	<b>17,980</b>		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	499	56	62	68	74	<b>成长能力</b>					
股本	2,593	2,592	2,592	2,592	2,592	营业收入	30.7%	15.2%	7.9%	4.0%	17.6%
资本公积	1,446	1,540	1,540	1,540	1,540	营业利润	103.0%	-8.8%	-9.4%	10.1%	26.9%
留存收益	6,072	8,050	9,880	11,957	14,542	归属于母公司净利润	91.6%	10.5%	-6.7%	9.4%	23.1%
其他	214	390	390	390	390	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>10,824</b>	<b>12,628</b>	<b>14,464</b>	<b>16,547</b>	<b>19,138</b>	毛利率	26.0%	23.5%	20.4%	20.8%	21.3%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>26,056</b>	<b>29,523</b>	<b>32,510</b>	<b>34,414</b>	<b>37,118</b>	净利率	10.7%	10.3%	8.9%	9.4%	9.8%
						ROE	22.1%	19.5%	15.5%	14.8%	15.8%
						ROIC	14.5%	13.0%	10.2%	9.9%	11.1%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债率	58.5%	57.2%	55.5%	51.9%	48.4%
净利润	2,250	2,242	2,095	2,292	2,820	净负债率	69.5%	61.3%	66.7%	55.4%	41.0%
折旧摊销	1,034	1,409	1,368	1,487	1,771	流动比率	0.90	0.77	0.77	0.82	0.94
财务费用	571	720	461	471	440	速动比率	0.76	0.62	0.63	0.67	0.77
投资损失	(2)	(6)	(6)	(6)	(6)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(65)	1,169	(1,474)	(140)	(609)	应收账款周转率	11.4	12.8	13.1	12.0	12.8
其它	(21)	(1,056)	94	9	41	存货周转率	10.5	9.0	8.7	9.0	9.5
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,767</b>	<b>4,478</b>	<b>2,537</b>	<b>4,113</b>	<b>4,456</b>	总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.7	0.8
资本支出	(3,873)	(4,502)	(3,703)	(2,940)	(2,449)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(46)	(49)	(21)	(21)	(21)	每股收益	0.78	0.86	0.81	0.88	1.09
其他	(50)	1,513	6	6	6	每股经营现金流	1.45	1.73	0.98	1.59	1.72
<b>投资活动现金流</b>	<b>(3,969)</b>	<b>(3,038)</b>	<b>(3,718)</b>	<b>(2,954)</b>	<b>(2,463)</b>	每股净资产	3.98	4.85	5.56	6.36	7.36
债权融资	398	(166)	(37)	(912)	(11)	<b>估值比率</b>					
股权融资	295	93	0	0	0	市盈率	8.8	8.0	8.6	7.8	6.4
其他	556	(2,458)	1,126	(172)	(1,638)	市净率	1.7	1.4	1.2	1.1	0.9
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,248</b>	<b>(2,531)</b>	<b>1,089</b>	<b>(1,084)</b>	<b>(1,649)</b>	EV/EBITDA	5.4	5.1	5.8	5.3	4.4
汇率变动影响	(1)	(55)	0	0	0	EV/EBIT	7.0	7.2	8.5	7.8	6.4
<b>现金净增加额</b>	<b>1,045</b>	<b>(1,146)</b>	<b>(91)</b>	<b>75</b>	<b>343</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有太阳纸业(002078)股票达到相关上市公司已发行股份 1% 以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

