

太阳纸业 (002078.SZ)

深度分析

林浆纸一体化综合性造纸龙头，成本优势领先

投资要点

- 林浆纸一体化综合性造纸龙头。**公司前身袁州县城关公社纤维板厂成立于1976年，2006年在深交所上市，上市后公司浆纸产能持续扩张，截至2018年底，公司纸、浆产能合计582万吨，产能的持续扩张带来业绩的稳步增长，2014-2018年公司营业收入、归母净利润年复合增速分别为20.11%、47.81%。2012年公司提出“四三三”发展战略，在坚持造纸主业的基础上拉长产业链条，开始进军生物基新材料和快速消费品领域，产品结构优化，2018年公司双胶纸、铜版纸、箱板纸、溶解浆、化机浆营收占比分别为33%、18%、12%、15%、7%，合计占比85%；毛利占比分别为39%、22%、6%、13%、8%，合计占比87%。
- 文化纸行业供需平衡，木浆价格企稳。**文化纸主要应用于教辅教材等领域，需求刚性较强，行业整体处于供需平衡状态，2018年双胶纸、铜版纸开工率处于为2010年以来的平均水平之上，且明显高于其他纸种，从目前龙头纸企的在建项目来看，未来两年新增产能整体保持低位。价格方面，2019年文化纸价格表现坚挺，龙头纸企涨价函持续落地，纸厂库存目前处于历史低位。原材料木浆年初以来木浆价格持续走低，10月随着我国木浆进口数量的大幅下降，国内三大港口木浆持续去库存，外盘针叶浆开始上调报价，木浆价格开始企稳，但由于木浆港口木浆库存较高，我们预计木浆价格或将维持低位波动，文化纸行业利润端逐季好转。
- 多元化布局缓解周期影响，原材料成本优势凸显。**2012年公司提出“四三三”发展战略，加快转型升级，产品从单一的文化纸产品逐渐发展到文化纸、包装纸、溶解浆、生活用纸等多产品，多元化的产品布局有助于缓解单一文化纸行业周期性给公司带来的影响，提升公司盈利水平。其次，原材料方面，随着外废政策的逐渐收紧，2020年底固体废物零进口目标，废纸进口量将2018年的1703万吨下降到2020年极低的水平，国内废纸缺口扩大，废纸市场供给不足，持续低成本的原材料供给成为包装纸厂主要的核心竞争力，公司箱板纸原料自给率高，预计至2019年底，公司共拥有110万吨箱板纸原材料产能，据我们测算，相较于全部外购原材料，公司2019年箱板纸吨成本节约在200元/吨，2020年由于原材料产线全年生产，吨成本下降更为明显，有效保证了公司箱板纸的生产及盈利。第三，从长期来看，公司广西北海350万吨林浆纸一体化项目以及本部45万吨文化纸项目预计2022年投产，其中北海项目全部建成投产后预计新增营业收入180亿元，大幅增厚业绩，保证长期发展。
- 投资建议：**公司是文化纸行业龙头企业，我们看好公司多元化布局以及箱板纸原材料方面的领先优势，我们预计公司2019-2021年营业收入分别为220.35、239.26、276.55亿元，净利润分别为19.58、22.05、27.91亿元，对应2019年11月24日总市值，PE分别为11倍、10倍、8倍，估值水平处于上市以来的低位，维持“增持-A”评级。
- 风险提示：**行业竞争激烈；老挝项目进展不及预期；包装纸行业拓展不及预期；纸浆价格大幅波动的风险。

轻工制造 | 造纸 III

投资评级

增持-A(维持)

股价(2019-11-22)

8.82元

交易数据

总市值(百万元)	22,859.41
流通市值(百万元)	22,500.95
总股本(百万股)	2,591.77
流通股本(百万股)	2,551.13
12个月价格区间	5.41/9.48元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.78	10.0	17.03
绝对收益	7.43	15.29	39.46

分析师

 叶中正
 SAC 执业证书编号: S0910516080001
 yezhongzheng@huajinsec.cn
 0755-83224377

分析师

 杨维维
 SAC 执业证书编号: S0910519080004
 yangweiwei@huajinsec.cn
 0755-83231652

相关报告

- 太阳纸业: Q3 净利润同比正增长, 浆纸产能持续扩张 2019-10-29
- 太阳纸业: 盈利能力环比改善, 期待业绩拐点到来 2019-08-28

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	18,894.3	21,768.4	22,035.4	23,926.4	27,654.5
同比增长(%)	30.7%	15.2%	1.2%	8.6%	15.6%
营业利润(百万元)	2,949.9	2,691.7	2,500.9	2,804.0	3,497.1
同比增长(%)	103.0%	-8.8%	-7.1%	12.1%	24.7%
净利润(百万元)	2,024.2	2,237.6	1,958.3	2,205.4	2,791.1
同比增长(%)	91.6%	10.5%	-12.5%	12.6%	26.6%
每股收益(元)	0.78	0.86	0.76	0.85	1.08
PE	11.0	10.0	11.4	10.1	8.0
PB	2.2	1.8	1.6	1.4	1.2

数据来源: 贝格数据, 华金证券研究所

内容目录

一、核心观点	4
二、林浆纸一体化综合性造纸龙头，业绩稳步增长	4
(一) 林浆纸一体化综合性造纸龙头	4
1、林浆纸一体化综合性造纸龙头	4
2、业绩稳步提升，2019年下半年迎来业绩反弹	5
(二) 多元化布局，浆纸产能持续扩张	6
1、多元化布局，浆纸产能持续扩张	6
2、文化纸收入主要来源文化纸，溶解浆、箱板纸收入贡献提升	7
(三) 股权结构相对集中，实际控制人为李洪信家族	7
1、股权结构相对集中，实际控制人为李洪信家族	7
2、激励机制完善，业绩超考核目标完成	8
三、文化纸行业供需平衡，木浆价格企稳	9
(一) 需求：需求刚性较强，表观消费量稳步增长	9
(二) 供给：行业集中度高，整体供需平衡	9
(三) 文化纸价格表现坚挺，纸厂库存处于历史低位	11
(四) 木浆价格维持低位，国内三大港口持续去库存	12
四、多元化布局缓解周期影响，原材料成本优势凸显	13
(一) 实施“四三三”发展战略，产品结构逐步优化	13
1、进军包装纸行业，市场空间拓宽	14
2、公司是国内最大的溶解浆供应商，成本优势领先	15
3、快消品有效缓解周期影响，吨均价、吨毛利有较大提升空间	16
(二) 原材料自给能力领先，成本优势凸显	17
1、国内废纸供给不足，包装纸大量新增产能待释放	17
2、老挝40万吨废纸浆预计2019年下半年投产，成本优势逐渐发挥	19
(三) 北海年产350万吨林浆纸一体化项目再加码，中长期增长可期	20
(四) 经营稳健，ROE优于同行	20
五、盈利预测与估值	21
(一) 盈利预测	21
(二) 估值	22
六、风险提示	24

图表目录

图 1：公司发展历程	5
图 2：公司营业收入（单位：万元）	5
图 3：公司归母净利润（单位：万元）	5
图 4：公司整体毛利率、净利率	6
图 5：公司期间费用率	6
图 6：2019H1 公司营业收入结构	7
图 7：主要产品毛利率	7
图 8：公司股权结构	8
图 9：我国出版图书、出版期刊总印数（单位：亿印张）	9

图 10: 双胶纸、铜版纸表观消费量 (单位: 万吨)	9
图 11: 双胶纸行业竞争格局	10
图 12: 铜版纸行业竞争格局	10
图 13: 双胶纸、铜版纸产能 (单位: 万吨)	10
图 14: 双胶纸、铜版纸开工率	10
图 15: 主要纸企构建资产支付的现金 (单位: 万元)	11
图 16: 造纸行业企业数及亏损比例	11
图 17: 双胶纸、铜版纸历史行情回顾	11
图 18: 双胶纸企业库存 (单位: 万吨)	12
图 19: 铜版纸企业库存 (单位: 万吨)	12
图 20: 双胶纸与漂阔浆、漂针浆价差 (单位: 元/吨)	12
图 21: 铜版纸与漂阔浆、漂针浆价差 (单位: 元/吨)	12
图 22: 漂针、漂阔浆进口数量 (单位: 万吨)	13
图 23: 国内三大港口木浆库存 (单位: 万吨)	13
图 24: “四三三”发展战略	14
图 25: 公司整体吨纸价、吨毛利 (单位: 元/吨)	14
图 26: 箱板纸、瓦楞纸行业规模高于文化纸 (单位: 亿元)	14
图 27: 规模以上快递业务量 (单位: 万件)	14
图 28: 公司箱板纸收入及毛利 (单位: 万元)	15
图 29: 公司及可比公司箱板纸销售量 (单位: 万元)	15
图 30: 公司及可比公司箱板纸吨纸价 (单位: 万元)	15
图 31: 公司及可比公司箱板纸吨毛利 (单位: 元/吨)	15
图 32: 国产溶解浆价格及粘胶短纤价格 (单位: 元/吨)	16
图 33: 我国溶解浆生产量及进口量 (单位: 万吨)	16
图 34: 公司溶解浆收入、毛利 (单位: 万元)	16
图 35: 公司溶解浆吨均价、吨毛利 (单位: 元/吨)	16
图 36: 无添加系列生活用纸	17
图 37: 生活用纸收入及毛利 (单位: 万元)	17
图 38: 公司及可比公司生活用纸吨纸价 (单位: 万元)	17
图 39: 公司及可比公司生活用纸吨毛利 (单位: 元/吨)	17
图 40: 国废与箱板纸价格及价差 (单位: 元/吨)	18
图 41: 进口废纸量 (单位: 元/吨)	18
图 42: 包装纸产能 (万吨) 及开工率	18
图 43: 包装纸产能及新增产能 (单位: 万吨)	18
图 44: 箱板纸 160 万吨原料构成	19
图 45: 老挝项目进程	19
图 46: 广西北海年产 350 万吨林浆纸一体化项目	20
图 48: 造纸龙头 ROE	21
图 49: 造纸龙头销售净利率	21
图 50: 造纸龙头总资产周转率	21
图 51: 造纸龙头权益乘数	21
图 52: 公司 PE 变动	23
图 53: 公司 PB 变动	23
图 54: 公司单季度 ROE 变动	24

表 1: 太阳纸业浆纸产能 (单位: 万吨)	6
表 2: 太阳纸业在建及待建项目及进展	7
表 3: 公司股票激励计划	8
表 4: 箱板纸全部外购以及部分外购下吨成本测算	19
表 5: 主要业务拆分及预测 (单位: 万元)	22
表 6: 可比公司估值	23

一、核心观点

公司是林浆纸一体化综合性造纸龙头，浆纸产能持续扩张，产品结构不断优化，业绩稳步增长，我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 220.35、239.26、276.55 亿元，净利润分别为 19.58、22.05、27.91 亿元，对应 2019 年 11 月 24 日总市值，PE 分别为 11 倍、10 倍、8 倍，估值水平处于上市以来的低位，目前估值水平与 2012 年 1 月底估值水平接近，维持“增持-A”建议。

我们认为目前公司主要看点在于：

- (1) 纸产能逐渐扩张，产品布局多元化。老挝 80 万吨箱板纸预计 2021 年上半年试产，广西北海以及本部项目再加码，产能持续扩张，一方面增厚业绩，另一方面提高公司市场竞争优势。其次，公司多元化产品布局，产品不断从文化纸延伸至箱板纸、快消品以及生物质材料，有助于公司抵抗单一文化纸行业周期性的影响。
- (2) 原材料自给率高，成本优势凸显。老挝 40 万吨废纸浆今年 6 月开始试产，20 万吨本色高得率生物质纤维项目预计将于 2019 年 Q4 投产，自此，公司拥有 110 万吨包装纸原材料，在 2020 年零外废进口目标下原材料成本优势明显。据我们测算，箱板纸通过使用自产+部分外购原料，较全部外购原材料，2019 年吨成本节约在 200 元/吨水平，2020 年由于原材料产线全年生产，吨成本或可节约 400 元/吨。
- (3) 文化纸行业供需平衡，需求刚性，未来两年新增产能较少。原材料木浆价格低位震荡逐渐企稳，进口量下降，港口库存逐渐下降，期待木浆价格反弹。

二、林浆纸一体化综合性造纸龙头，业绩稳步增长

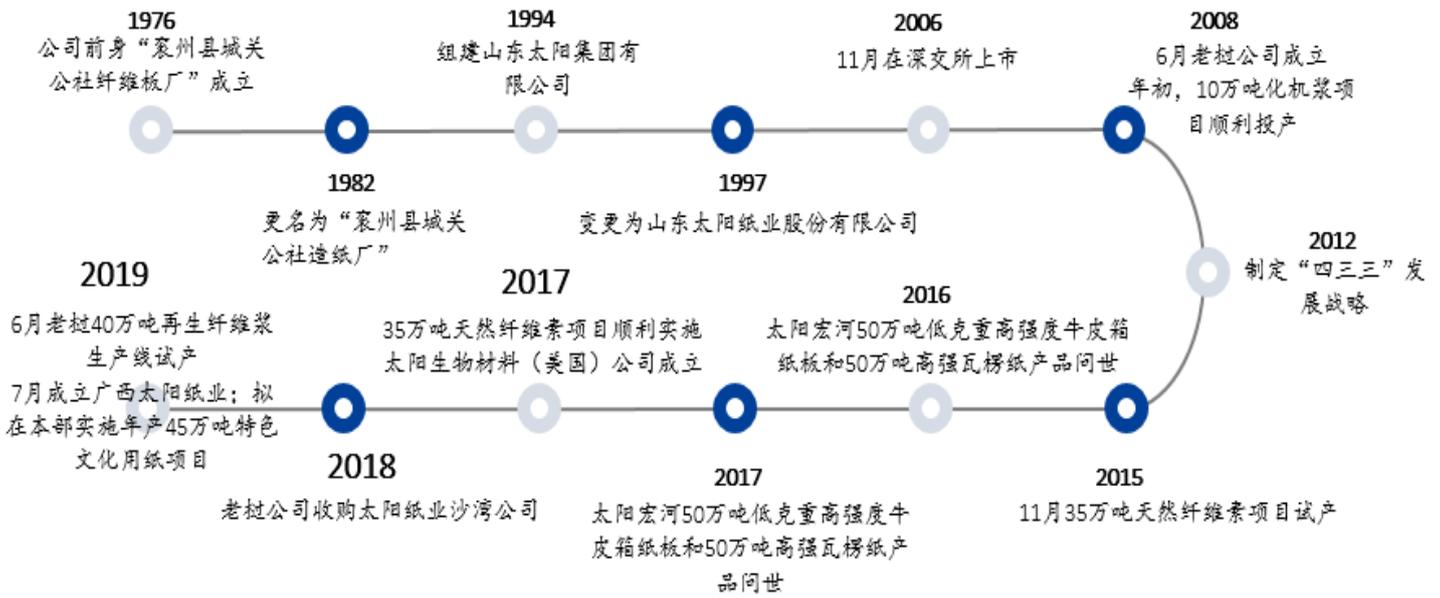
（一）林浆纸一体化综合性造纸龙头

1、林浆纸一体化综合性造纸龙头

全球先进的林浆纸一体化跨国造纸集团。公司前身袁州县城关公社纤维板厂成立于 1976 年，1982 年企业更名为袁州县城关公社造纸厂。1994 年以山东省袁州市造纸厂为核心企业组建山东太阳集团有限公司，1997 年更名为山东太阳纸业股份有限公司。2006 年公司在深交所上市。2008 年 6 月成立太阳纸业老挝有限公司，正式实施“走出去”的国际化战略。2012 年公司领先于行业进行“调结构、转方式”的调整，提出“四三三”发展战略，在坚持造纸主业的基础上拉长产业链条，开始进军生物质新材料和快速消费品领域。2013 年设立山东太阳生活用纸有限公司，拓展生活用纸行业。2016 年公司开始拓展箱板纸业务，2018 年瓦楞纸业务实现收入。2018 年公司增资老挝公司。2019 年 7 月设立广西太阳，为年产 350 万吨林浆纸一体化项目做准备。

经过多年的发展，公司目前已经成为中国造纸行业的领军企业之一，是国内为数不多的多元化布局，在海外实施林浆纸一体化项目，国内拥有溶解浆、化机浆、新型纤维原料等配套的林浆纸一体化综合性造纸龙头企业。

图 1：公司发展历程

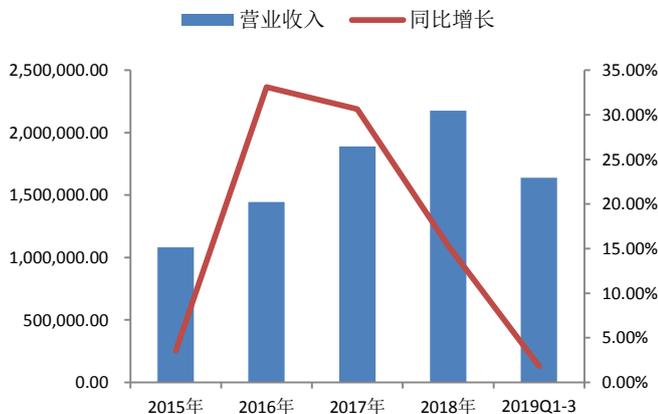


资料来源：公司官网，公司公告，华金证券研究所

2、业绩稳步提升，2019 年下半年迎来业绩反弹

业绩稳步提升，三季度或迎来业绩反弹。2014-2018 年公司营业收入、归母净利润年复合增速分别为 20.11%、47.81%。2018 年造纸行业整体运行平稳，原纸价格保持高位，但随着经济发展的放缓，需求略有下降，公司业绩增速有所下降，2018 年公司实现营业收入 217.68 亿元，同比增长 15.21%；归母净利润为 22.38 亿元，同比增长 10.54%。2019 年年初以来，造纸行业景气度下降，公司业绩增速有所下滑，2019 前三季度公司实现营业收入 164.01 亿元，同比增长 1.81%；由于使用高价浆，成本上升导致利润端下降，上半年实现归母净利润为 14.85 亿元，同比下滑 17.57%。目前仍处于文化纸传统旺季，纸价保持上涨，而从原材料来看，木浆原材料价格持续保持低位，下半年文化纸行业或迎来业绩反弹。

图 2：公司营业收入（单位：万元）



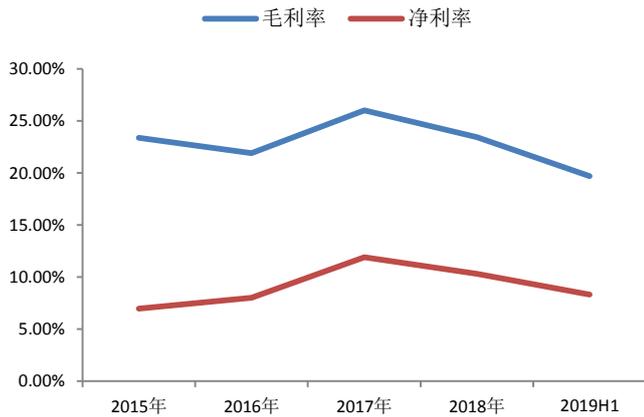
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：公司归母净利润（单位：万元）



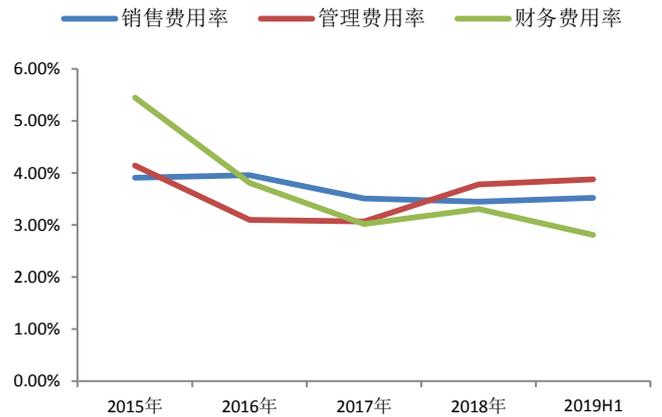
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：公司整体毛利率、净利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 5：公司期间费用率



资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）多元化布局，浆纸产能持续扩张

1、多元化布局，浆纸产能持续扩张

多元化布局，浆纸产能持续扩张。2018年3月和9月分别20万吨文化纸产能和80万吨牛皮箱板纸产能，6月公司老挝30万吨化学浆产能顺利投产，在2018年四季度开始转产溶解浆，产能为30万吨/年，因此，截至2018年底，公司纸、浆产能合计582万吨，其中双胶纸、铜版纸、生活用纸、淋膜原纸、牛皮箱板纸等纸产能分别为130、90、12、20、160万吨；化机浆、化学浆、溶解浆等浆产能分别为80、10、80万吨。从目前公司在建项目来看，公司20万吨本色高得率生物质纤维项目预计将于2019年Q4投产，预计将新增20万吨的牛皮箱板纸原材料。老挝120万吨造纸项目（其中制浆能力40万吨/年，造纸产能80万吨/年）2018年也实现开工建设，其中制浆项目2019年6月开始试产、造纸项目预计2021年上半年试产，本部45万吨特色文化用纸项目预计2020年四季度投产，公司产能持续扩张为业绩增长奠定基础。

表 1：太阳纸业浆纸产能（单位：万吨）

	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019E	2020E	2021E
双胶纸	95	90	90	120	120	130	130	130	175
铜版纸	80	80	80	80	80	90	90	90	90
生活用纸		6	12	12	12	12	12	12	12
淋膜原纸		20	20	20	20	20	20	20	20
牛皮箱板纸				80	80	160	160	160	240
纸产能	175	196	202	312	312	412	412	412	537
化机浆	60	60	70	70	70	80	120	120	120
化学浆					10	10	30	30	30
溶解浆	30	30	30	50	50	80	80	80	80
浆产能	90	90	100	120	130	170	230	230	230
合计产能	265	286	302	432	442	582	642	642	767

资料来源：公司公告，华金证券研究所

表 2: 太阳纸业在建及待建项目及进展

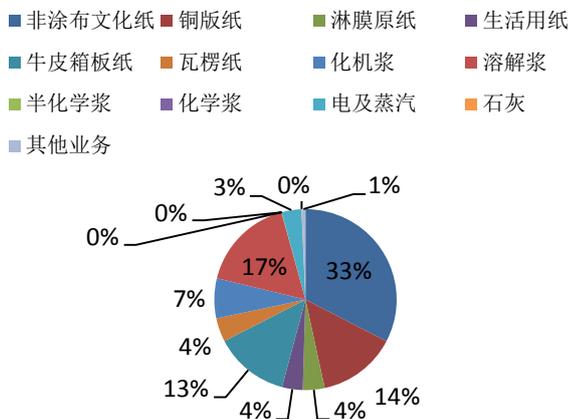
类型	主要项目	生产产品	产能(万吨)	投产/试产时间
在建	高得率本色纤维项目	牛皮箱板纸原材料	20	预计 2019Q4 投产
	老挝 40 万吨再生纤维浆板生产线	箱板纸原材料	40	2019 年 6 月试产
	年产 80 万吨高档包装纸生产线	包装纸	80	预计 2021 年上半年试产
待建	北海纸浆造纸项目一期	文化纸	55	预计 2022 年投产
		特种纸	50	预计 2022 年投产
		漂白化学阔叶浆	80	预计 2022 年投产
		化机浆	20	预计 2022 年投产
	本部 45 万吨特色文化用纸项目	文化纸	45	预计 2020 年投产

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

2、文化纸收入主要来源文化纸, 溶解浆、箱板纸收入贡献提升

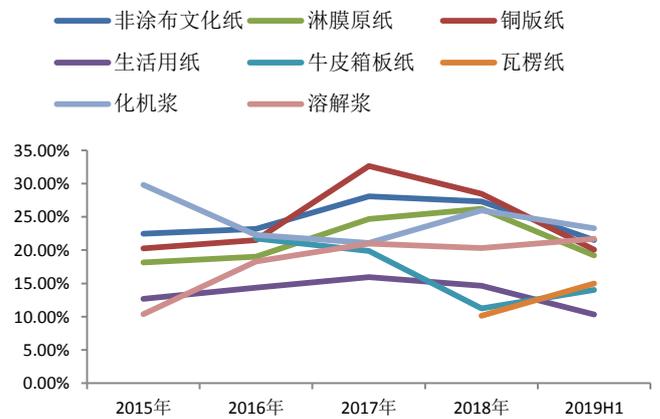
文化纸收入主要来源文化纸, 溶解浆、箱板纸收入贡献提升。文化纸仍是公司重点产品, 2019 年上半年由于原纸价格的下降, 公司文化纸产品收入相应有所下滑, 上半年公司非涂布文化纸、铜版纸分别实现营业收入 35.12、15.11 亿元, 同比分别变动-4.64%、-29.83%, 占营业收入比重分别为 32.59%、14.02%。随着溶解浆、牛皮箱板纸产能的不断增长, 营业收入表现持续上升, 营业收入比重提升, 2019 年上半年公司溶解浆、牛皮箱板纸实现营业收入 18.26、4.55 亿元, 同比增长分别为 26.38%、20.71%, 占营业收入比重分别为 16.94%、13.29%。毛利率方面, 2019 年上半年, 公司非涂布文化纸、铜版纸、牛皮箱板纸、溶解浆毛利率分别为 21.52%、20.06%、14.04%、21.70%, 同比变动-10.07、-13.66、1.20、1.20pct。

图 6: 2019H1 公司营业收入结构



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 7: 主要产品毛利率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

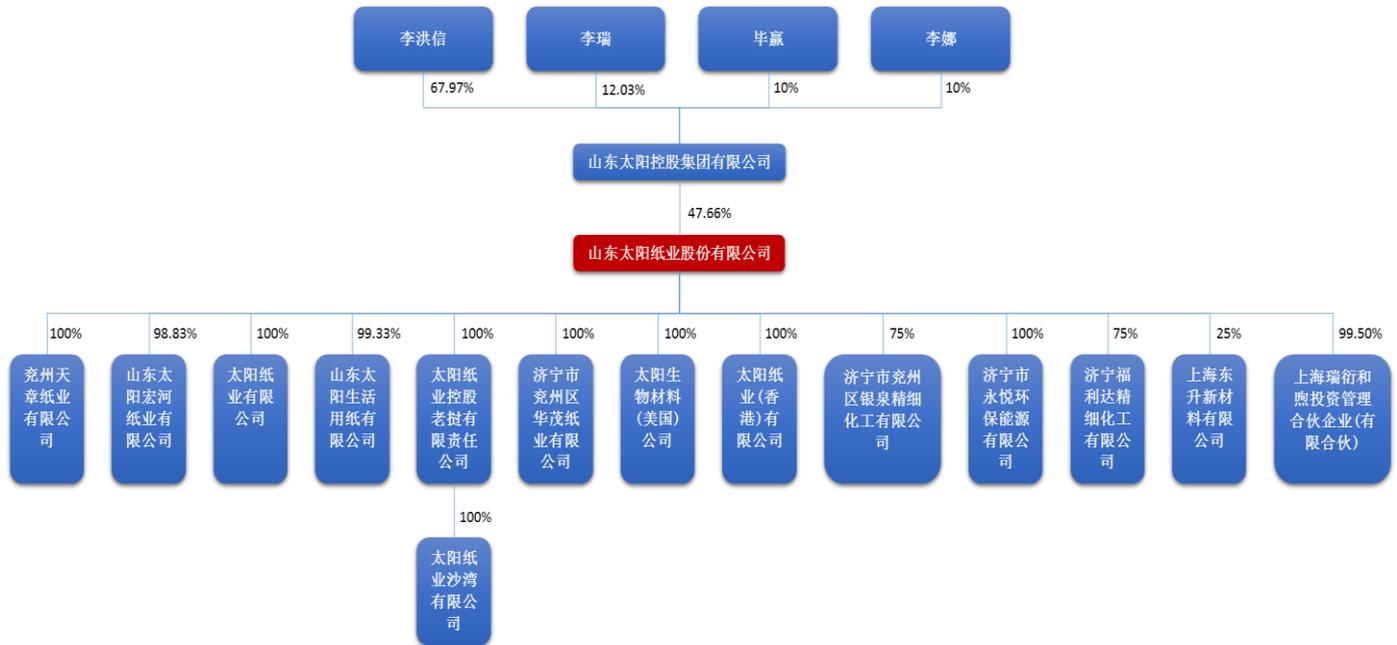
(三) 股权结构相对集中, 实际控制人为李洪信家族

1、股权结构相对集中, 实际控制人为李洪信家族

股权结构相对集中,实际控制人为李洪信家族。公司控股股东为山东太阳控股集团有限公司,实际控制人为李洪信家族,截至2019年半年报,李洪信家族通过持有太阳控股集团间接持有公司47.66%的股权,股权相对集中,有利于公司各项发展战略的顺利实施。

公司旗下拥有14家控股或参股子公司或孙公司,主营涉及文化纸、牛皮箱板纸、淋膜原纸、生活用纸、溶解浆、化机浆等纸、浆的生产及贸易、桉树的种植以及投资管理等方面,林浆纸一体化的产业链布局逐渐完善。

图8: 公司股权结构



资料来源: Wind, 公司公告, 华金证券研究所

2、激励机制完善,业绩超考核目标完成

激励机制完善,业绩超考核目标完成。公司上市后,对公司董事、高管、核心业务及技术人员多次进行股票激励。2017年公司再次出台限制性股票激励计划(2017-2019),此次激励对象人数高达674人,激励对象扩大,并设置业绩考核条件,要求以2016年净利润为基数,2017-2019年净利润增长率分别不低于60%、80%、100%,从目前实现来看,以2016年净利润为基数,2017、2018年净利润增长率分别为94.28%、93.59%,超额完成业绩考核条件。

表3: 公司股票激励计划

公告日期	授予日期	授予股数/占比	授予价格	激励对象	考核条件	完成情况
2017年9月27日	2017-2019年	5677万股/2.24%	4.55元/股	董事、高管、核心业务人员等,共计674人	以2016年净利润为基数,2017年净利润增长率不低于60% 以2016年净利润为基数,2018年净利润增长率不低于80% 以2016年净利润为基数,2019年净利润增长率不低于100%	以2016年净利润为基数,2017年净利润增长率为94.28% 以2016年净利润为基数,2018年净利润增长率为93.59%
2014	2014-2016	3146万股	2.24	董事、高管、核	2014年净利润相比2013年增长不低于	2014年净利润相比2013年增

公告日期	授予日期	授予股数/占比	授予价格	激励对象	考核条件	完成情况
2017年7月18日	2017年	1.37%	元/股	核心业务人员、中管等, 共计 179 人	2014 年净资产收益率不低于 8% 2015 年净利润相比 2013 年增长不低于 130%, 且 2015 年净资产收益率不低于 11% 2016 年净利润相比 2013 年增长不低于 240%, 且 2016 年净资产收益率不低于 15%	2014 年扣非后加权 ROE 为 8.71% 2015 年净利润相比 2013 年增长 137.49%, 且 2015 年扣非后加权 ROE 为 11.52% 2016 年净利润相比 2013 年增长 264.27%, 且 2016 年扣非后加权 ROE 为 13.96%

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

三、文化纸行业供需平衡, 木浆价格企稳

(一) 需求: 需求刚性较强, 表观消费量稳步增长

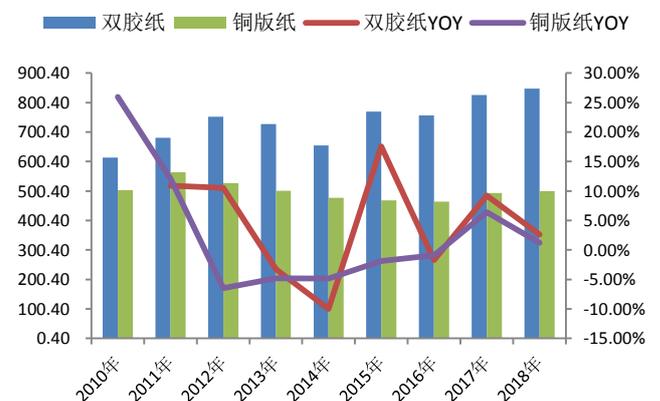
文化纸需求刚性较强, 表观消费量稳步增长。双胶纸主要应用于教辅教材、党政期刊、儿童图书、商品说明书以及办公复印纸等领域, 下游需求刚性较强, 对外部经济环境变化敏感度较低; 铜版纸主要应用于期刊、画册等领域, 受宏观经济影响, 房地产行业不景气以及电子媒介对期刊杂志的替代效应, 铜版纸印刷需求略有减弱, 2018 年双胶纸、铜版纸表观消费量分别为 848、500 万吨, 2010-2018 年双胶纸、铜版纸表观消费量年复合增速分别为 4.12%、-0.07%。

图 9: 我国出版图书、出版期刊总印数 (单位: 亿印张)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 10: 双胶纸、铜版纸表观消费量 (单位: 万吨)



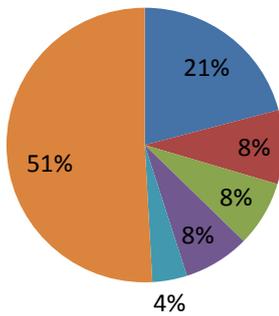
资料来源: 卓创资讯, 华金证券研究所

(二) 供给: 行业集中度高, 整体供需平衡

文化纸行业集中度高, 龙头纸企具有定价权。截至 2018 年年底双胶纸行业总产能为 1031 万吨, 其中晨鸣、亚太、太阳、华泰、泉林产能合计占比达 49%; 铜版纸行业总产能为 660 万吨, 其中 APP、晨鸣、太阳、金海、华泰产能合计占比达 92%。行业集中度高, 龙头纸企价格协同性相对较高, 价格向下游传导也更为顺利。

图 11: 双胶纸行业竞争格局

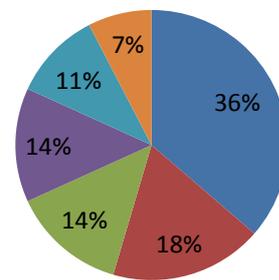
■ 晨鸣 ■ 亚太 ■ 太阳 ■ 华泰 ■ 泉林 ■ 其他



资料来源: 卓创资讯, 华金证券研究所

图 12: 铜版纸行业竞争格局

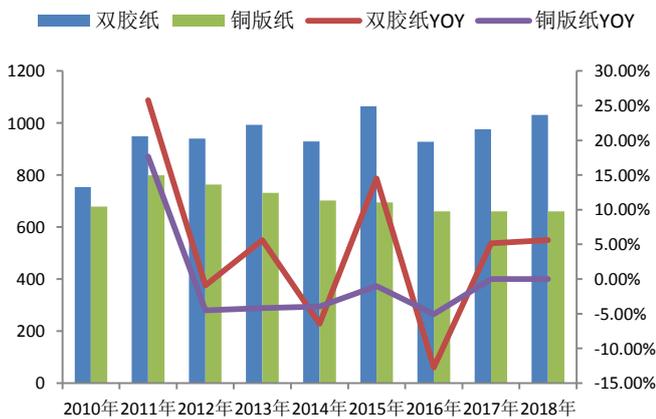
■ APP ■ 晨鸣 ■ 太阳 ■ 金海 ■ 华泰 ■ 其他



资料来源: 卓创资讯, 华金证券研究所

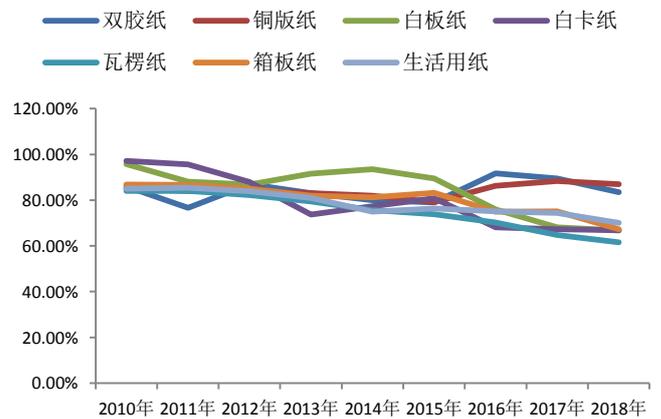
供需平衡, 未来两年新增产能有限。供给侧改革, 行业供给收缩。龙头企业 2016 年开始主动减少投资和资金占用, 通过转型升级、结构调整、创新研发等措施来应对行业调整。小型纸由于环保指标不达标、环保成本较高、接单能力不足、缺乏经济效益等原因亏损面加大, 部分小型造纸厂陆续逐渐退出行业, 文化纸行业产能逐渐保持稳定合理水平, 截至 2018 年底, 双胶纸、铜版纸产能分别达 1031 万吨、660 万吨。由于下游需求稳定, 新增产能控制良好, 文化纸行业整体处于供需平衡状态, 2018 年双胶纸、铜版纸开工率分别为 83.50%、87.00%, 开工率处于为 2010 年以来的平均水平及以上, 且明显高于其他纸种。未来两年, 从目前龙头纸企的在建项目来看, 2019 年晨鸣 51 万吨高档文化纸以及新闻纸机改文化纸机投产外, 新增产能整体保持低位。

图 13: 双胶纸、铜版纸产能 (单位: 万吨)



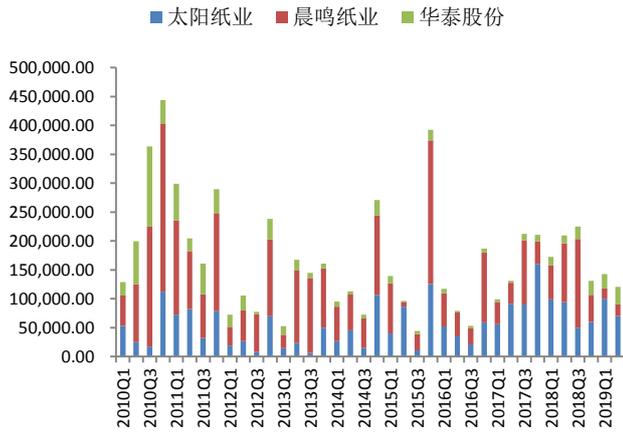
资料来源: 卓创资讯, 华金证券研究所

图 14: 双胶纸、铜版纸开工率



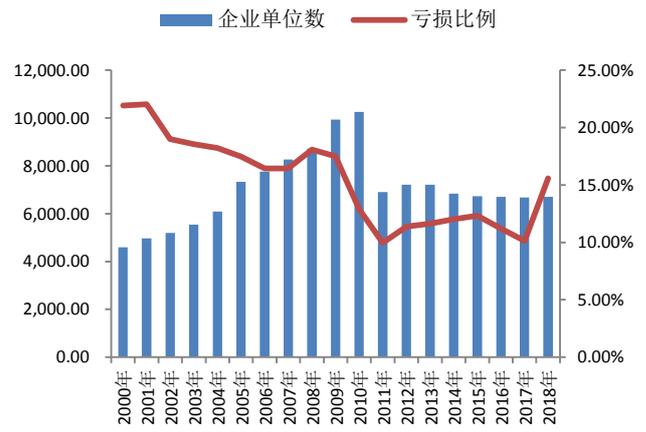
资料来源: 卓创资讯, 华金证券研究所

图 15: 主要纸企构建资产支付的现金 (单位: 万元)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 16: 造纸行业企业数及亏损比例

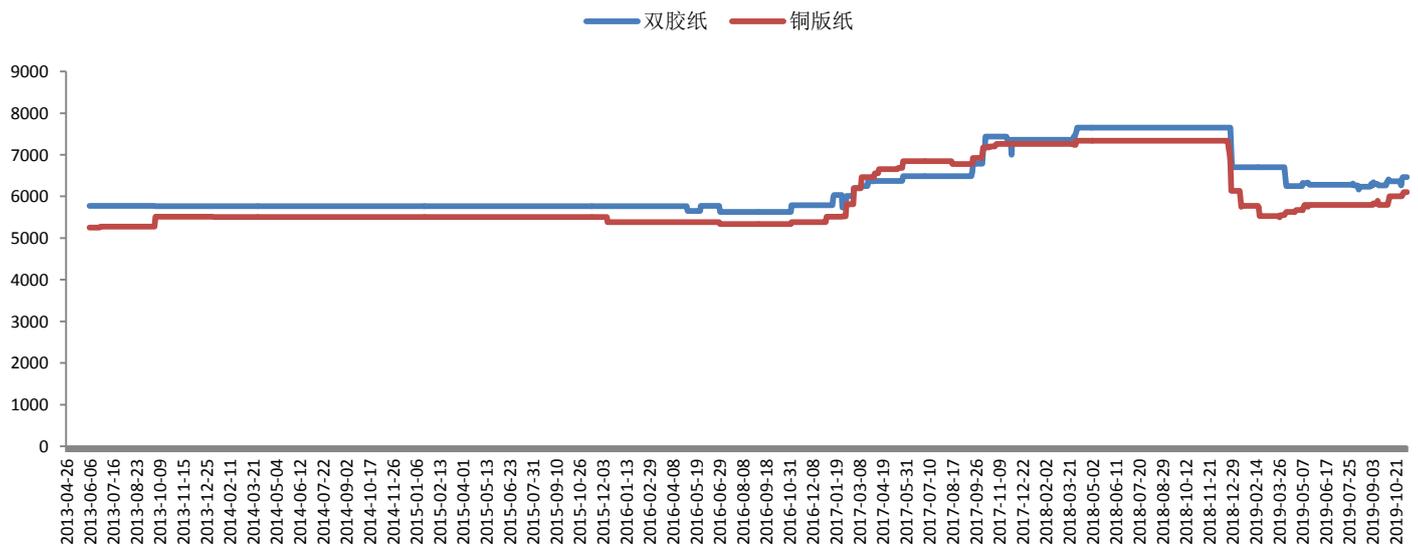


资料来源: Wind, 华金证券研究所

(三) 文化纸价格表现坚挺，纸厂库存处于历史低位

文化纸价格表现坚挺。经过 2016 年至 2018 年底由于环保逐渐趋严、供给侧改革、木浆价格大幅上涨等带来的造纸行业高景气度，2019 年年初以来文化纸价格一路下行至 4 月，随着文化纸库存逐渐消耗至低位，纸企密集发布涨价函，文化纸价格开始上涨。5 月至 7 月价格平稳波动，纸企为传统文化纸旺季需求备库存，8 月以来随着春季教辅教材招标开始，需求开始趋旺，亚太森博、晨鸣纸业、APP 三大文化纸龙头带头发布涨价函，旺季需求下涨价函持续落地，11 月下旬以来，文化纸需求逐渐减弱，文化纸价格可能会出现小幅下滑。

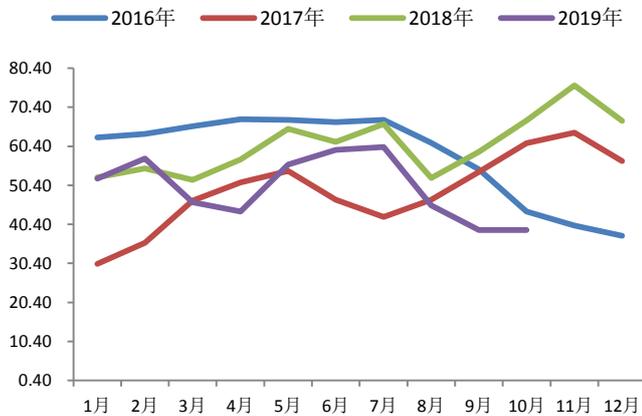
图 17: 双胶纸、铜版纸历史行情回顾



资料来源: 同花顺, 华金证券研究所

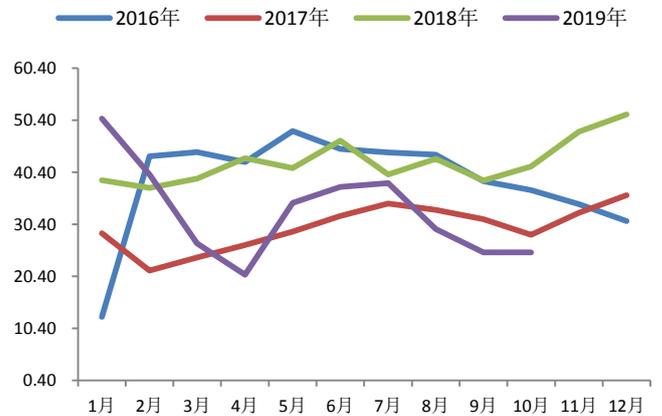
短期纸厂库存处于历史低位。经过年初的下跌周期以及年末存货出货，进入2019年后文化纸产业链中经销商和纸厂库存持续走低，5月以来随着价格逐渐企稳，文化纸企业库存有所上升。9月正式进入文化纸传统旺季，库存降低，截至10月底，双胶纸、铜版纸企业库存分别达39、25万吨，从历史来看，文化纸企业库存处于历史低位。

图 18: 双胶纸企业库存 (单位: 万吨)



资料来源: 卓创资讯, 华金证券研究所

图 19: 铜版纸企业库存 (单位: 万吨)

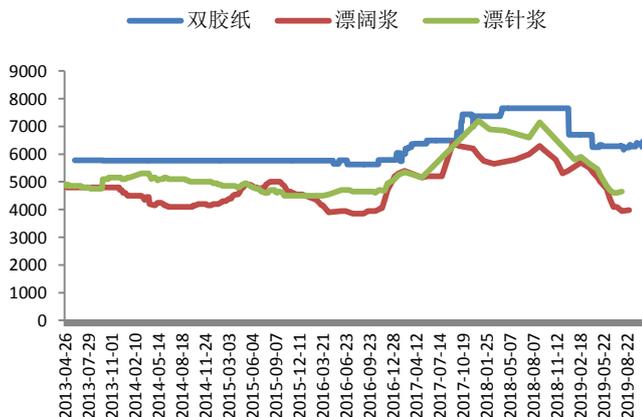


资料来源: 卓创资讯, 华金证券研究所

(四) 木浆价格维持低位, 国内三大港口持续去库存

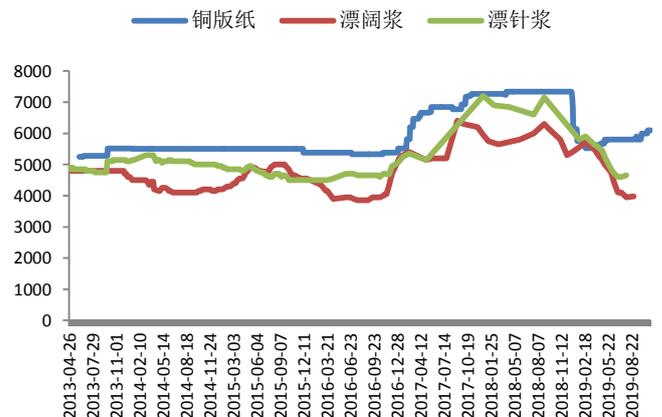
木浆价格低位, 文化纸盈利能力持续好转。我国木浆资源对外依赖度高, 溢价能力相对较弱, 纸厂成本受制于外盘木浆价格的变化。年初以来的木浆价格的持续走低, 木浆价格目前处于历史低位, 截至目前, 山东地区漂针浆、漂阔浆现货价分别为 3980、4650 元/吨, 从外盘报价来看, 10 月以来加拿大地区漂针浆价格开始报涨 10 美元/吨, 漂阔浆由于港口库存压力较大, 报价略有下调, 但下调幅度整体逐渐趋缓。

图 20: 双胶纸与漂阔浆、漂针浆价差 (单位: 元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 华金证券研究所

图 21: 铜版纸与漂阔浆、漂针浆价差 (单位: 元/吨)

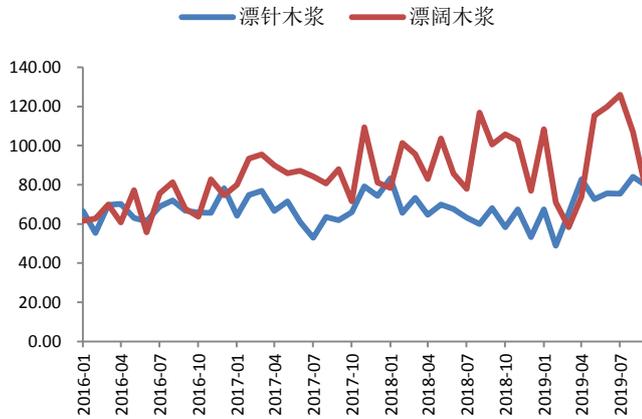


资料来源: 卓创资讯, 华金证券研究所

进口数量大幅下降, 三大港口持续去库存。今年前三季度, 由于木浆价格的大幅下降、增值税下调以及国外浆厂减产, 国内漂针、漂阔浆进口数量大幅增加, 致使国内三大港口木浆库存持续增加。8 月以来, 随着木浆价格的企稳, 进口数量大幅下滑, 其中阔叶浆进口数量下降更为明

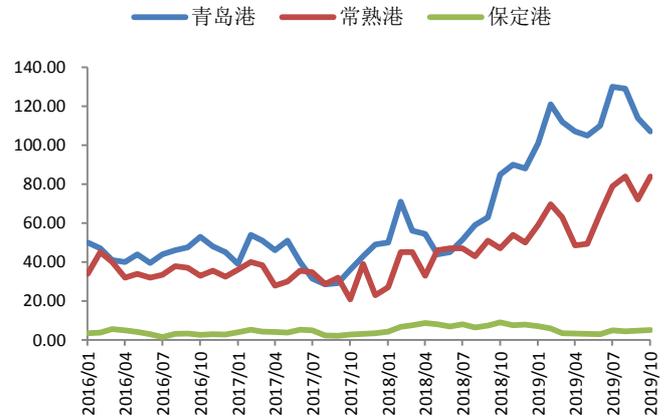
显，9月我国漂针浆、漂阔浆进口数量分别为80、78万吨，较8月份进口数量环比分别下降了4、29万吨。进口数量的大幅下降叠加9月是传统的旺季，国内三大港口木浆持续去库存，截至10月底，国内三大港口库存合计196万吨。

图 22: 漂针、漂阔浆进口数量 (单位: 万吨)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 23: 国内三大港口木浆库存 (单位: 万吨)



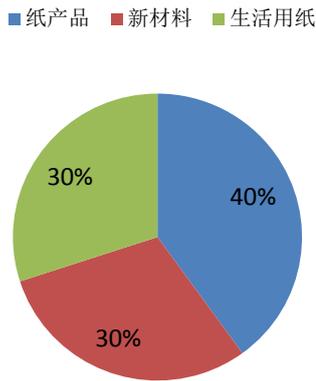
资料来源: 卓创资讯, 华金证券研究所

四、多元化布局缓解周期影响，原材料成本优势凸显

(一) 实施“四三三”发展战略，产品结构逐步优化

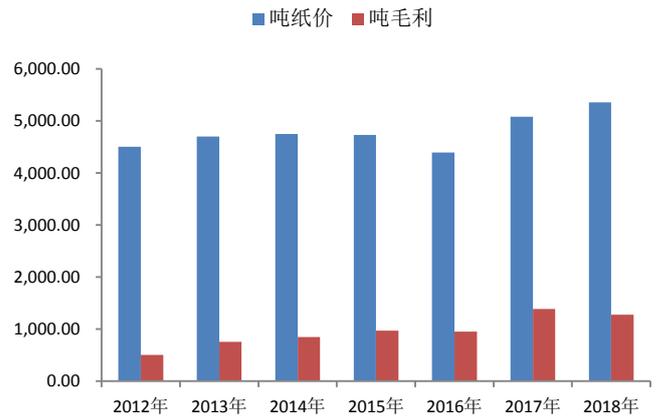
实施“四三三”发展战略，产品结构逐步优化。公司自成立以来便从事文化纸的生产销售，随着公司文化纸产能的不断扩建并投产以及公司产品，公司在双胶纸、铜版纸市场份额分别为8%、14%，产能排名前三，在文化纸行业竞争优势显著。2012年公司提出“四三三”发展战略，在坚持造纸主业的基础上拉长产业链条，开始进军生物质新材料和快速消费品领域，逐步实现现有纸产品利润占比40%、生物质新材料（溶解浆、绒毛浆、木糖等）利润占比30%、快速消费品（生活用纸、纸尿裤、卫生巾等）三大产业的利润占比30%的“四三三”利润结构形态，加快转型升级，2013年以来公司不断开发高档次、高附加值、差异化和细分市场产品，对多条落后生产线进行改扩建或淘汰，产品从单一的文化纸产品逐渐发展到文化纸、包装纸、溶解浆、生活用纸等多产品，产品结构逐渐优化，整体吨纸价从2012年的4,503元/吨提升到5,354元/吨，吨毛利从2012年的504元/吨提升到2018年的1,276元/吨。

图 24：“四三三”发展战略



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 25：公司整体吨纸价、吨毛利（单位：元/吨）

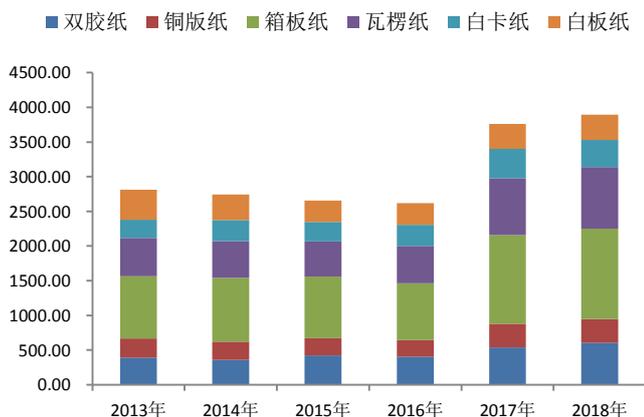


资料来源：公司公告，华金证券研究所

1、进军包装纸行业，市场空间拓宽

包装纸行业规模远大于文化纸行业，低克重高强度包装箱成为快递首选。据测算 2018 年我国箱板纸、瓦楞纸市场规模为 1299、890 亿元，而双胶纸、铜版纸市场规模仅为 601、349 亿元。我国消费市场巨大，但是从纸和纸板的人均消费量来看，2018 年我国纸及纸板消费量 75kg，超过全球平均消耗量 56.5kg，但相比北美洲发达国家 212.7kg 相比，我国差距仍较大，未来仍有较大的提升空间。其次，随着国民经济的发展和老百姓生活水平的提高，尤其是零售业的发展，纸包装行业呈现快速发展，同时行业内对高档次、高品质的包装纸板的要求越来越高。低克重高档牛皮箱板纸凭借克重低、环压强度高、包装成本低、环保性强等特点，在国外得到越来越广泛应用。在我国，快递行业迅速发展，带来的快递包装物料极大消耗，行业绿色转型势在必行，2018 年《快递暂行条例》以及《快递封装用品》系列国家标准实施，将促进低克重、高强度包装纸箱成为快递包装首选，低克重高强包装纸成为包装行业主要增长点。

图 26：箱板纸、瓦楞纸行业规模高于文化纸（单位：亿元）



资料来源：卓创资讯，华金证券研究所测算

图 27：规模以上快递业务量（单位：万件）

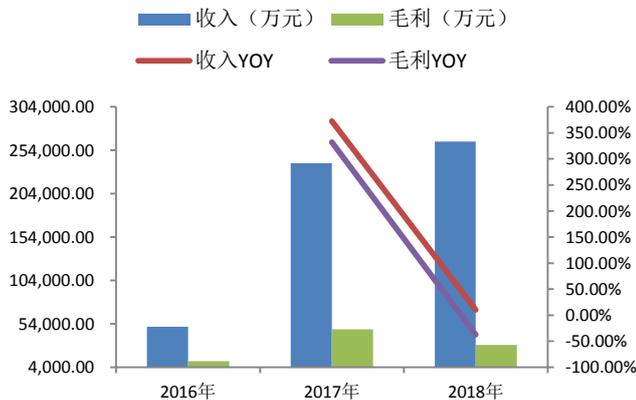


资料来源：国家邮政局，华金证券研究所

进军包装纸行业，发展市场空间拓宽。公司 2014 年进军包装纸行业，在邹城设立子公司太阳宏河，2015 年开始投资建设年产 50 万吨低克重高档牛皮箱板纸项目，项目生产牛皮箱板纸产品广泛应用于精密仪器、冷冻食品等领域。2016 年该项目投产，2017 年箱板纸行业景气度较高，公司箱板纸产品快速实现产销两旺情况，产能利用率高达 87%，远高于箱板纸行业 67% 平均水

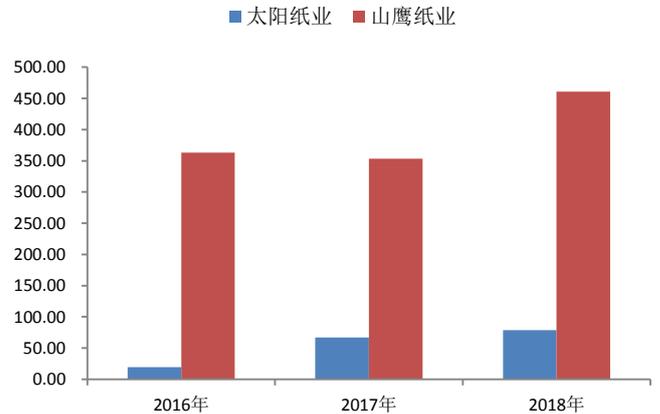
平。2017 年子公司太阳宏河再次推进 80 万吨高档板纸改建及其配套工程项目，2018 年 9 月正式投产，新增 80 万吨箱板纸产能，因此截至目前公司箱板纸产能达 160 万吨，2018 年收入贡献 26.40 亿元，占比 12.13%；毛利 4.76 亿元，占比 5.81%。2018 年公司新增瓦楞纸业务，瓦楞纸贡献收入 3.38 亿元，贡献毛利 0.34 亿元。从吨纸价及吨毛利来看，2018 年公司吨纸价在 3343 元/吨，吨毛利在 376 元/吨，低于箱板纸同行山鹰纸业，提升空间较大。

图 28：公司箱板纸收入及毛利（单位：万元）



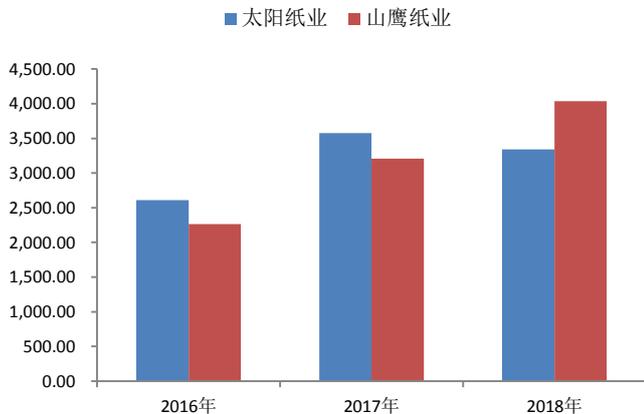
资料来源：公司官网，华金证券研究所

图 29：公司及可比公司箱板纸销售量（单位：万吨）



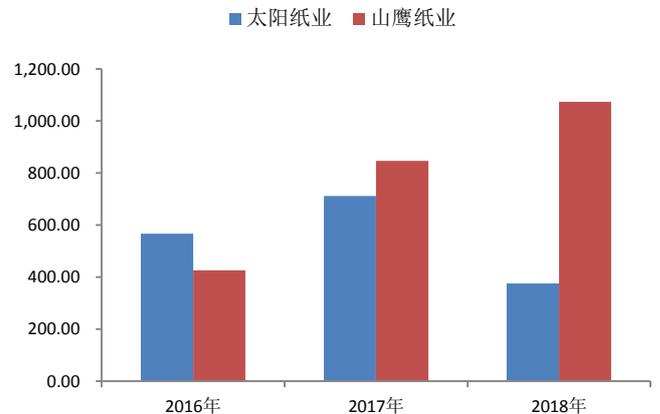
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 30：公司及可比公司箱板纸吨纸价（单位：万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 31：公司及可比公司箱板纸吨毛利（单位：元/吨）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

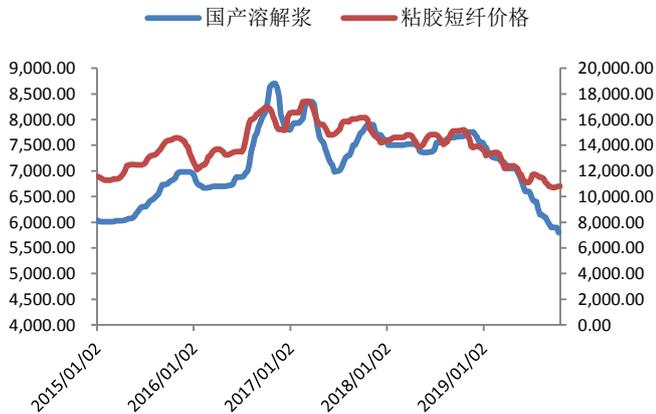
2、公司是国内最大的溶解浆供应商，成本优势领先

溶解浆价格处于历史低位。溶解浆又称木浆粕、溶解木浆，由优质木材纤维原料制成，可用于制造粘胶纤维，是棉绒浆的替代品，下游主要应用于纺织服装行业。2019 年以来造纸浆行情走软，下游粘胶短纤行业整体亏损严重，中美贸易争端以及反倾销到期后没有进行继续征收措施等对国产溶解浆价格形成一定的压制，截至目前，溶解浆价格 5800 元/吨，较去年同期下降 20% 左右，当前价格为 2015 年以来的历史低位水平，随着中美贸易战的缓解，溶解浆价格或存在一定的反弹。

国内溶解浆产能不足，进口及替代空间较大。我国作为全球最大的粘胶纤维产地，对溶解浆需求较大，国内溶解浆产能不足以满足需求，据《中国造纸年鉴 2018》，2017 年我国拥有溶解

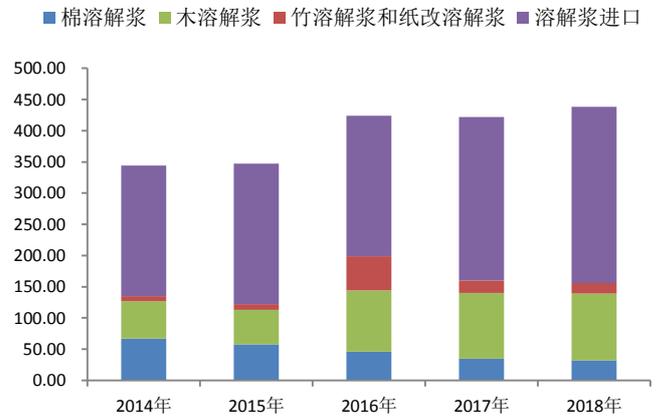
浆产能的大型企业合计产能约 130 万吨，而溶解浆表观消费量约 422 万吨，需要进口约 6 成左右的溶解浆产品，国产替代空间较大。其次，受棉花产量逐年递减、2015 年以来环保政策趋严等因素影响，棉溶解浆产能关停较多，并且目前多数粘胶短纤生产企业也逐渐从棉溶解浆转向以木溶解浆为原料，木溶解浆未来的需求或将逐渐提升。

图 32: 国产溶解浆价格及粘胶短纤价格 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

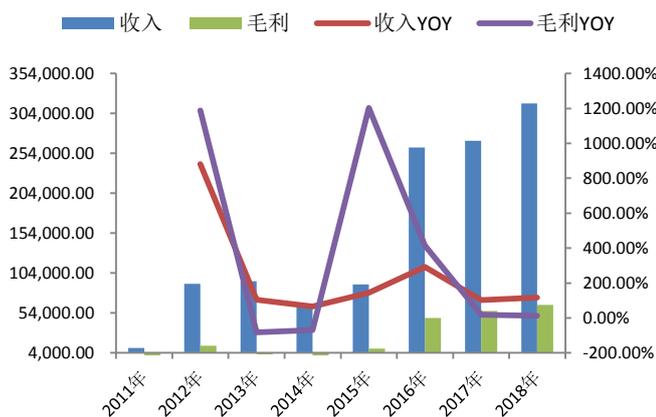
图 33: 我国溶解浆生产量及进口量 (单位: 万吨)



资料来源: 《中国造纸年鉴》, 华金证券研究所 其中 2018 年进口量为估算值

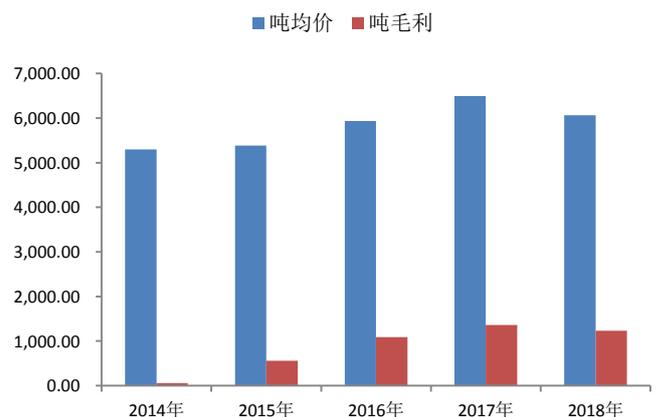
公司是国内最大的溶解浆供应商,吨毛利持续提升。公司是中国最大、世界第三的溶解浆供应商,2018 年随着老挝 30 万吨制浆生产线投产(该生产线可根据市场情况生产溶解浆、化学浆),公司溶解浆产能可达 80 万吨,产能产量遥遥领先于同行。2018 年溶解浆价格持续高位,公司溶解浆业务持续增厚,2018 年公司溶解浆收入 31.66 亿元,毛利 6.43 亿元,分别对收入、毛利贡献达 14.55%、20.29%。公司拥有连续蒸煮技术,技术领先同行,国内溶解浆成本较同行较低,老挝林业资源丰富,成本更低,成本优势逐渐显现,公司溶解浆吨毛利从 2015 年的 558 元/吨提升到 2018 年的 1230 元/吨,随着老挝产能占比的提升,公司溶解浆吨毛利或将进一步提升。

图 34: 公司溶解浆收入、毛利 (单位: 万元)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 35: 公司溶解浆吨均价、吨毛利 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

3、快消品有效缓解周期影响,吨均价、吨毛利有较大提升空间

快消品有效缓解周期影响,吨均价、吨毛利有较大提升空间。生活用纸为日常消费必需品,抵抗经济周期波动能力强,一定程度上缓解公司现有文化纸、包装纸等周期性产品带来的业绩波

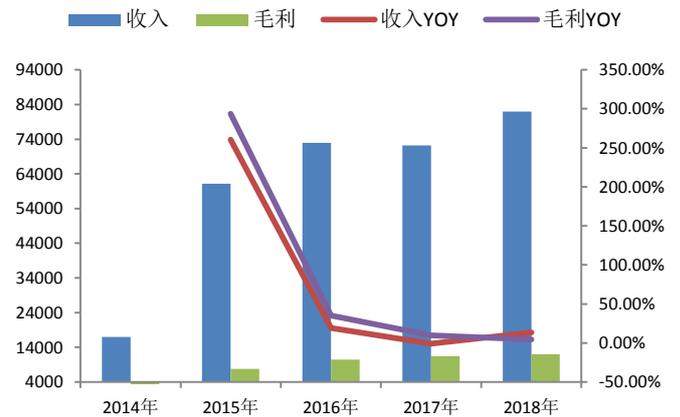
动。2013年11月山东太阳生活用纸有限公司成立，主要产品为卷纸、抽纸等生活用纸，主要品牌为“幸福阳光”。2014年公司已实现12万吨生活用纸生产和加工能力。2015年5月，“幸福阳光”生活用纸推出“无添加”系列，不添加干强剂、湿强剂、柔软剂和荧光增白剂等，主打高端生活用纸品牌。生活用纸市场空间广阔，从目前来看，2018年公司生活用纸收入8.19亿元，同比增长13.44%；毛利为1.20亿元，同比增长4.42%，公司生活用纸产能及收入规模较同行仍处于较低水平，并且从吨纸价及吨毛利来看，2018年公司吨纸价在7809元/吨，远低于洁柔10331元/吨水平；公司吨毛利在1145元/吨，也远低于洁柔的3519元/吨水平，未来仍有较大的提升空间。

图 36: 无添加系列生活用纸



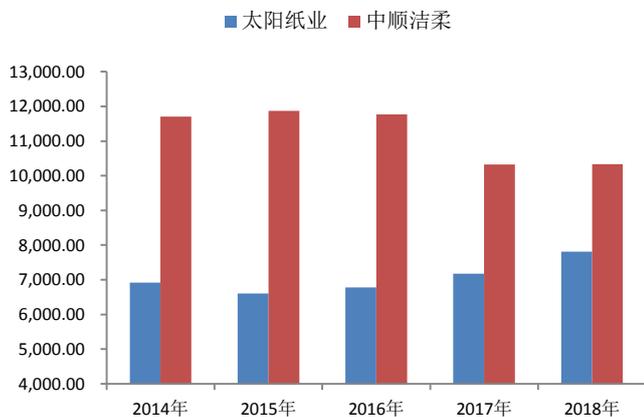
资料来源: 公司官网, 华金证券研究所

图 37: 生活用纸收入及毛利 (单位: 万元)



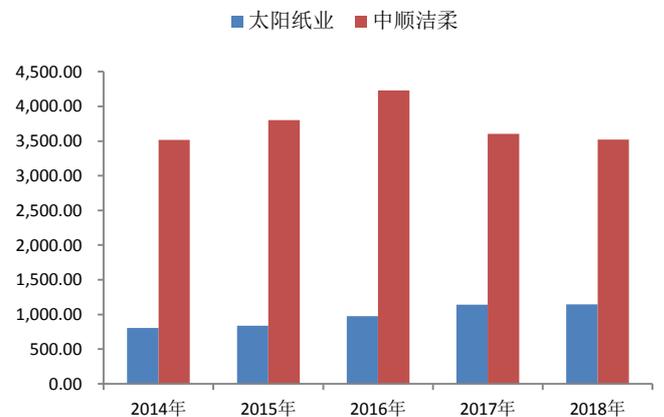
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 38: 公司及可比公司生活用纸吨纸价 (单位: 万元)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 39: 公司及可比公司生活用纸吨毛利 (单位: 元/吨)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

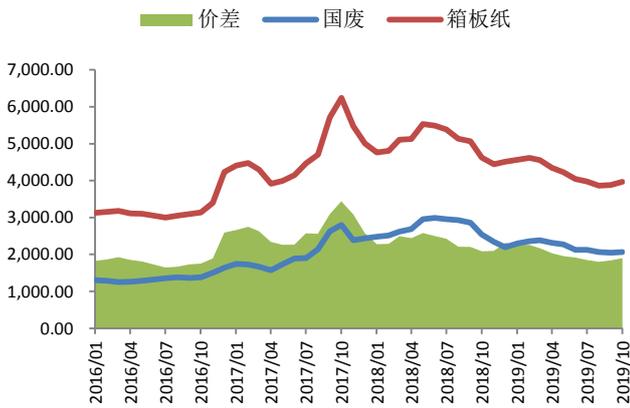
(二) 原材料自给能力领先, 成本优势凸显

1、国内废纸供给不足, 包装纸大量新增产能待释放

2020年底固体废物零进口目标, 国内废纸缺口扩大。包装纸主要原材料为废纸, 据中国造纸协会, 2017年我国纸浆消耗中, 国产纸浆消耗占比79%、进口废纸浆消耗占比达21%。2017

年7月出台《禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》后，进口废纸量大幅下降，国内废纸缺口进一步扩大，而四季度为下游成品纸需求旺季，致使国废价格攀升。2018年6月，国务院公布《中共中央国务院关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》，全面禁止洋垃圾入境，力争2020年年底基本实现固体废物零进口。2018年下半年以来，受中美贸易冲击，下游需求减弱，箱板纸、国废价格有所下调，其中国废调整较少，价差有所缩窄，纸厂成本端承压。从长期来看，我们认为，在固废进口禁令下，废纸进口量逐渐下滑，2018年进口废纸量同比下降34%，并且在2020年年底基本实现零进口固废目标下，废纸进口量将2018年的1703万吨下降到2020年极低的水平，废纸市场供给不足将继续助推废纸价格上涨。

图 40: 国废与箱板纸价格及价差 (单位: 元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 华金证券研究所

图 41: 进口废纸量 (单位: 万吨)



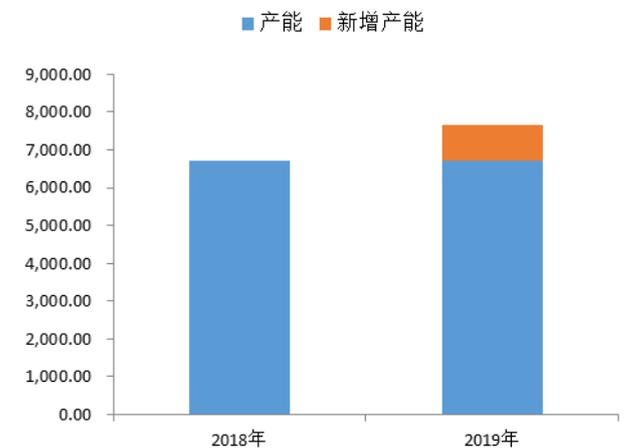
资料来源: 卓创资讯, 华金证券研究所

包装纸行业开工率下滑，大量新增产能待释放。据卓创资讯，2018年箱板纸产能达3564万吨，开工率为67.22%；瓦楞纸产能达3158万吨，开工率为61.61%，受宏观经济承压，下游需求持续低迷，原纸价格持续下跌，纸企多次停机，包装纸开工率达到2009年以来的低位。其次，据中国纸网，2019年全年预计可释放包装纸产能约933万吨，相较于2018年产能，新增比例约14%，但由于市场景气度处于下行阶段，部分新增产能虽已具备连续运行条件，但实际产能未完全释放，大部分纸机延迟开机，预计集中释放于2019年四季度及2020年。包装纸市场竞争将逐渐激烈，对原纸价格形成一定压力，对于造纸企业而言，成本端的控制至关重要。

图 42: 包装纸产能 (万吨) 及开工率



图 43: 包装纸产能及新增产能 (单位: 万吨)



资料来源：卓创资讯，华金证券研究所

资料来源：卓创资讯，中国纸网，华金证券研究所

2、老挝 40 万吨废纸浆预计 2019 年下半年投产，成本优势逐渐发挥

老挝 40 万吨废纸浆预计 2019 年下半年投产，成本优势逐渐发挥。由于公司没有外废额度，因此，包装纸所需的废纸或废纸浆等原材料需外购或自产。2018 年 4 月、8 月 10 万吨木屑浆生产线、40 万吨半化学浆生产线分别竣工投产，2019 年 6 月老挝 120 万吨造纸项目中 40 万吨废纸浆生产线于开始试产并陆续供应国内箱板纸生产线，2019Q4 年产 20 万吨本色高得率生物质纤维项目预计投产，因此，预计 2019 年底，公司共拥有 110 万吨箱板纸原材料产能。公司原材料中使用木屑和木片生产木屑浆和半化学浆，产品质量较废纸浆高。

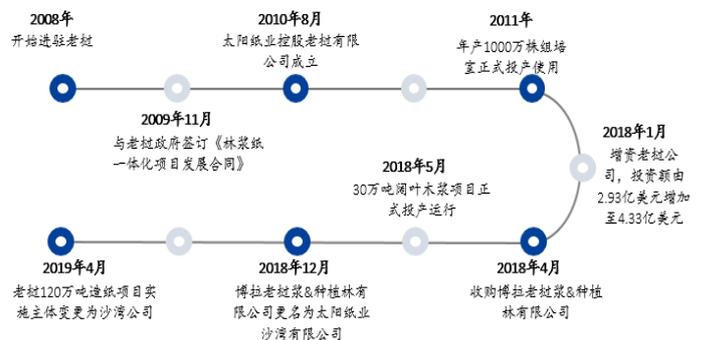
老挝生产基地成本相对较低，公司 2008 年就开始进驻老挝，发展林浆纸一体化项目。2018 年 4 月老挝公司收购博拉老挝浆&种植林有限公司（后更名为太阳纸业沙湾有限公司），2019 年 4 月老挝 120 万吨造纸项目（40 万吨废纸浆、80 万吨箱板纸）实施主体变更为沙湾公司，沙湾公司目前拥有 22006 公顷的特许经营土地，在土地特许经营、税收等方面具有更为优惠的政策。随着老挝生产基地的 2019 年下半年投产，自给废纸浆占比提升，箱板纸成本或将下降，按照原材料投产的进度测算，公司在使用自产+部分外购原材料的情况下，较全部外购原材料，吨成本节约在 200 元/吨水平，2020 年由于原材料产线全年生产，吨成本下降更为明显。

图 44：箱板纸 160 万吨原料构成

指标		产能/需求量 (万吨)
箱板纸产能		160
对应国废量		192
自产	木屑浆	10
	半化学浆	40
	老挝废纸浆	40
	本色浆	20
外购	国废	82

资料来源：公司公告，卓创资讯，华金证券研究所

图 45：老挝项目进程



资料来源：公司公告，华金证券研究所

表 4：箱板纸全部外购以及部分外购下吨成本测算

类型	指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019E	2020E	2021E
全部外购	吨纸价 (元/吨)	2,608.32	3,577.69	3,343.30	3,176.14	3,334.94	3,501.69
	吨成本 (元/吨)	2,041.40	2,866.16	2,967.40	2,818.58	3,093.97	3,253.37
	吨毛利 (元/吨)	566.91	711.53	375.90	357.56	240.97	248.32
	毛利率	21.73%	19.89%	11.24%	11.26%	7.23%	7.09%
自产+外购	吨成本 (元/吨)	2,041.40	2,866.16	2,967.40	2,614.30	2,657.37	2,832.08
	吨毛利 (元/吨)	566.91	711.53	375.90	561.83	677.58	669.61
	毛利率	21.73%	19.89%	11.24%	17.69%	20.32%	19.12%
节约吨成本		0.00	0.00	0.00	204.27	436.61	421.29

资料来源：公司公告，华金证券研究所测算

（三）北海年产 350 万吨林浆纸一体化项目再加码，中长期增长可期

北海年产 350 万吨林浆纸一体化项目再加码，投产将大幅增厚业绩。广西是我国人工林、速丰林种植面积最大的省份，森林年生长量、年木材产量、森林蓄积年净增量都居全国第一，全区森林覆盖率为 62.28%，丰富的木材资源为造纸业创造了得天独厚的条件。公司 2019 年 6 月设立全资子公司广西太阳纸业，利用广西丰富的木材资源建设北海纸浆造纸项目。广西北海年产 350 万吨林浆纸一体化项目全部建成投产后预计可实现年营业收入 180 亿元，利税 35 亿元，项目建成后预计大幅增厚公司业绩，并对造纸行业产生重要影响。

图 46: 广西北海年产 350 万吨林浆纸一体化项目

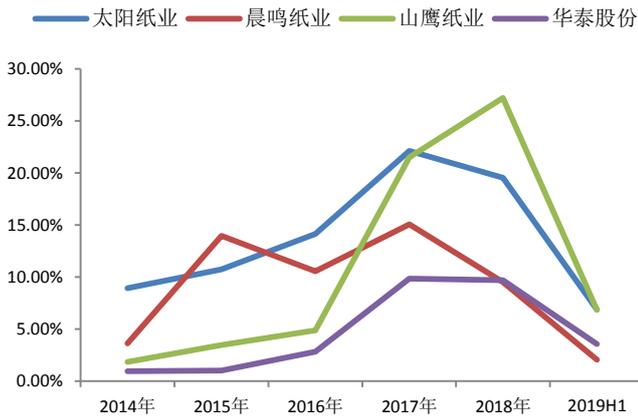


资料来源：公司官网，华金证券研究所

（四）经营稳健，ROE 优于同行

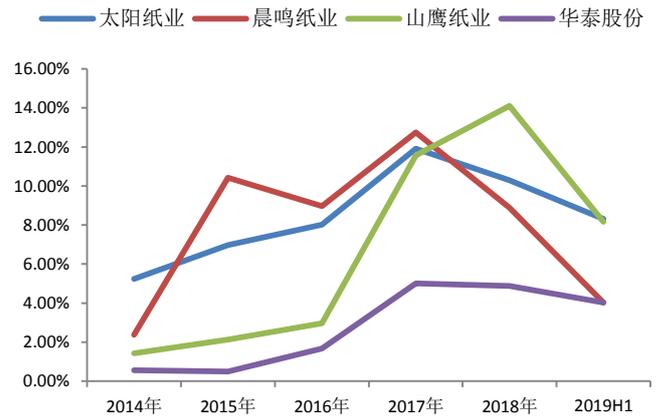
经营稳健，公司 ROE 整体优于同行。2018 年公司 ROE 为 19.54%，在造纸龙头纸企业中，位于山鹰纸业之后，排名第二。拆分来看，公司 ROE 优于同行，主要得益于良好的盈利能力以及营运能力。公司实行“四三三”战略以来，产品品类从文化纸不断扩充到包装纸、快消品以及生物质产品，产品结构不断优化，有助于抵抗文化纸周期的影响，盈利能力稳步向上，2018 年公司销售净利率达 10.30%，对比同行，位于山鹰纸业之后。公司总资产周转率稳步提升，2018 年公司总资产周转率为 0.78，排名靠前，主要得益于公司主营需求相对刚性的文化纸，且文化纸行业竞争格局稳定，龙头纸企对下游的议价能力相对较高，因此存货周转率、应收账款周转率整体表现好于同行。权益乘数方面，公司经营稳健，扩张项目以自有资金为主，权益乘数较低。

图 47: 造纸龙头 ROE



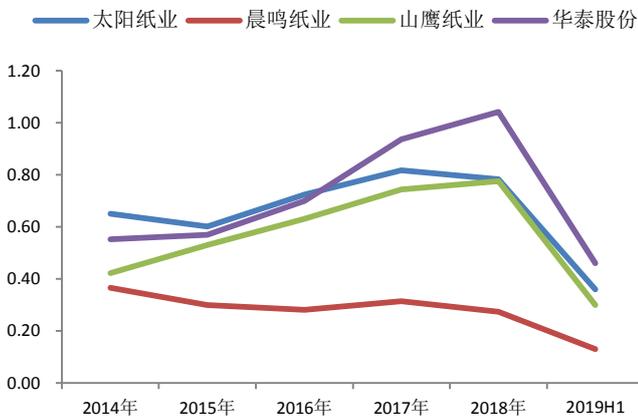
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 48: 造纸龙头销售净利率



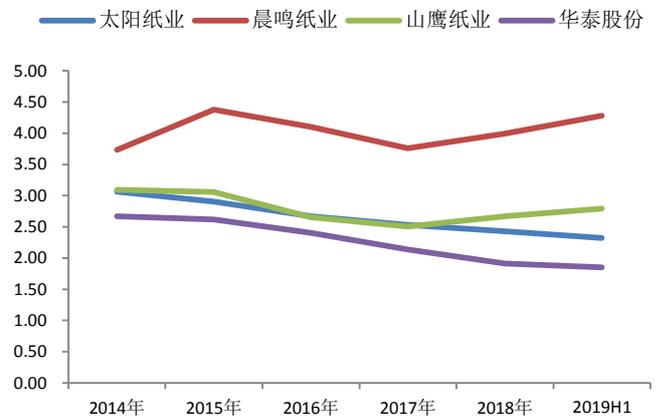
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 49: 造纸龙头总资产周转率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 50: 造纸龙头权益乘数



资料来源: Wind, 华金证券研究所

五、盈利预测与估值

(一) 盈利预测

关键假设:

- 双胶纸、铜板纸: 预计 2019 年公司双胶纸、铜版纸产能维持在 120、100 万吨水平, 开工率维持期中水平。价格方面, 经过 2018 年高景气后, 2019 年以来双胶纸、铜版纸价格同比有所下降, 环比保持小幅上升。原材料木浆价格保持低位运行, 与双胶纸、铜版纸价差不断拉大, 盈利能力环比回升。
- 箱板纸: 2018 年 9 月新增 80 万吨箱板纸产能逐渐释放, 销量上升, 价格维持行业水平。老挝 40 万吨废纸浆以及 20 万吨本色高得率生物质纤维项目 2019 年投产, 原材料自给率提升, 成本端一定程度上有所受益。

- 溶解浆：溶解浆产能维持 80 万吨/年水平，价格下半年平稳波动，成本端受益于领先的技术水平以及老挝产能占比的提升，溶解浆吨毛利提升。
- 费用率：公司经营稳健，期间费用率整体预计保持平稳。其中，销售费用率考虑老挝产能投产对运输费用的影响，管理费用率中考虑股权激励成本摊销。

根据以上假设，我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 220.35、239.26、276.55 亿元，净利润分别为 19.58、22.05、27.91 亿元，对应 2019 年 11 月 24 日总市值，PE 分别为 11 倍、10 倍、8 倍。

表 5：主要业务拆分及预测（单位：万元）

业务	指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019E	2020E	2021E
双胶纸	营业收入	526,068.90	589,914.86	720,665.09	702,201.08	737,311.13	877,609.20
	YOY	43.95%	12.14%	22.16%	-2.56%	5.00%	19.03%
	毛利率	23.18%	28.06%	27.29%	26.56%	28.26%	30.33%
	营业收入占比	36.39%	31.22%	33.11%	31.87%	30.82%	31.73%
铜版纸	营业收入	294,769.21	445,064.94	399,479.73	355,483.20	362,592.86	380,722.51
	YOY	-8.23%	50.99%	-10.24%	-11.01%	2.00%	5.00%
	毛利率	21.52%	32.66%	28.46%	27.76%	28.15%	30.18%
	营业收入占比	20.39%	23.56%	18.35%	16.13%	15.15%	13.77%
牛皮箱板纸	营业收入	50,627.41	239,168.33	264,020.65	297,917.51	388,083.15	534,745.90
	YOY		372.41%	10.39%	12.84%	30.27%	37.79%
	毛利率	21.73%	19.89%	11.24%	13.12%	15.89%	14.63%
	营业收入占比	3.50%	12.66%	12.13%	13.52%	16.22%	19.34%
瓦楞纸	营业收入			33,802.65	34,478.70	35,168.28	35,871.64
	YOY				2.00%	2.00%	2.00%
	毛利率			10.11%	16.28%	16.28%	15.46%
	营业收入占比			1.55%	1.56%	1.47%	1.30%
淋膜原纸	营业收入	67,556.18	69,569.66	88,135.23	83,973.44	87,689.70	92,607.10
	YOY	-4.98%	2.98%	26.69%	-4.72%	4.43%	5.61%
	毛利率	18.99%	24.65%	26.20%	20.46%	20.46%	20.46%
	营业收入占比	4.67%	3.68%	4.05%	3.81%	3.66%	3.35%
生活用纸	营业收入	72,914.34	72,211.94	81,919.39	83,143.76	83,931.73	86,357.48
	YOY	19.24%	-0.96%	13.44%	1.49%	0.95%	2.89%
	毛利率	14.37%	15.93%	14.66%	24.70%	24.70%	22.49%
	营业收入占比	5.04%	3.82%	3.76%	3.77%	3.51%	3.12%
溶解浆	营业收入	261,412.56	269,608.99	316,644.84	361,003.31	404,657.85	458,818.74
	YOY	191.60%	3.14%	17.45%	14.01%	12.09%	13.38%
	毛利率	18.27%	21.00%	20.29%	19.69%	19.74%	19.63%
	营业收入占比	18.08%	14.27%	14.55%	16.38%	16.91%	16.59%
合计	营业收入	1,445,549.11	1,889,428.79	2,176,839.85	2,203,544.74	2,392,635.59	2,765,446.84
	YOY	33.54%	30.71%	15.21%	1.23%	8.58%	15.58%
	毛利率	21.92%	26.03%	23.45%	22.50%	23.20%	23.61%

资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）估值

对比造纸行业同行，公司 ROE 整体水平较高，主营需求相对较为刚性的文化纸，整体盈利情况及资产周转情况好于包装纸企业；其次，公司产品不断从文化纸延申至箱板纸、快消品以及生物质材料，产品结构的不断丰富，有助于公司抵抗单一文化纸行业周期性的影响；第三，随着老挝项目产能的不断释放，公司在箱板纸及溶解浆方面具有非常明显的原材料成本优势，特别是在 2020 年零外废进口目标下，公司老挝 40 万吨废纸浆有助于一定程度上锁定箱板纸成本，据我们测算，箱板纸通过使用自产+部分外购原料，较全部外购原材料，2019 年吨成本节约在 200 元/吨水平，2020 年由于原材料产线全年生产，吨成本或可节约 400 元/吨。鉴于以上，对比造纸行业同行，市场也给予公司一定的估值溢价。

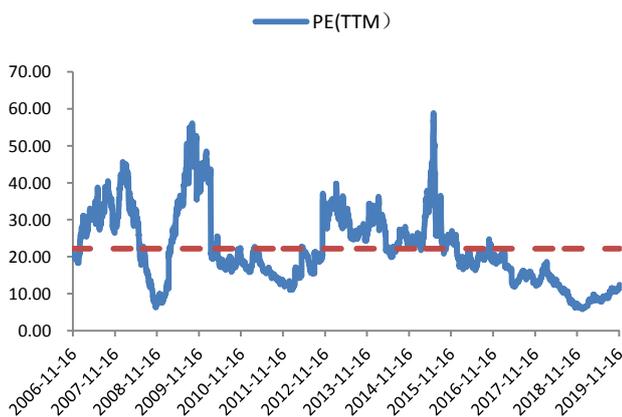
表 6: 可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	PB(MRQ)	PE			EPS		
				18A	19E	20E	18A	19E	20E
600567.SH	山鹰纸业	151.30	1.09	4.72	7.92	6.84	0.70	0.42	0.48
000488.SZ	晨鸣纸业	136.52	0.80	5.44	7.82	6.57	0.51	0.60	0.71
600963.SH	岳阳林纸	58.29	0.72	15.93	15.62	14.83	0.26	0.27	0.28
	平均值		0.87	8.70	10.45	9.41	0.49	0.43	0.49
002078.SZ	太阳纸业	228.59	1.67	10.22	11.67	10.36	0.86	0.76	0.85

资料来源: Wind, 华金证券研究所 注: 截止日期为 2019 年 11 月 24 日

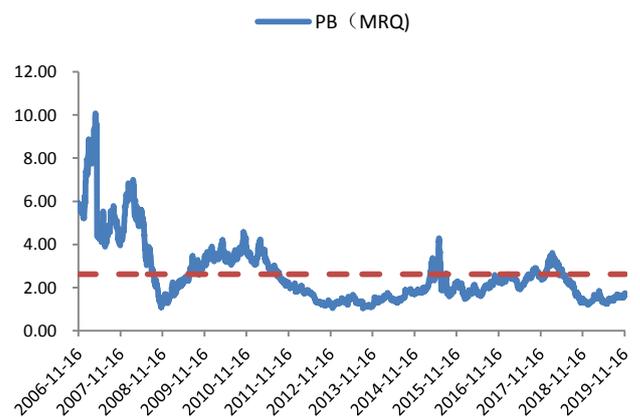
从历史来看，公司目前 PE 及 PB 分别为 11.90 倍、1.67 倍，均处于上市以来估值低位，目前估值水平与 2012 年 1 月底估值水平相接近。2011 年由于文化纸市场产能集中投放，供给增加过快以及宏观经济增速放缓，导致造纸行业持续低迷，2012 年初公司行业盈利触底，估值回落，2012 年 1 月底 PE 及 PB 分别为 11.13 倍、1.83 倍。我们认为目前行业供给平衡，公司浆纸产能的逐渐扩张以及原材料优势逐渐凸显，盈利能力持续提升，行业竞争力进一步加强，有望带来公司估值水平的抬升。

图 51: 公司 PE 变动



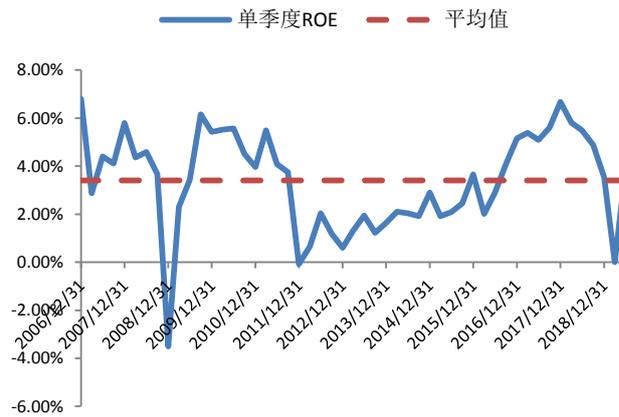
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 52: 公司 PB 变动



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 53: 公司单季度 ROE 变动



资料来源: Wind, 华金证券研究所

六、风险提示

行业竞争激烈。公司新增包装纸, 包装纸行业内面临大规模投放产能压力, 行业竞争压力或较大, 从而影响公司业绩增长。

老挝项目进展不及预期。公司老挝项目建设完工后产能新增较多, 若项目进展不及预期, 可能导致公司业绩增长不及预期。

包装纸行业拓展不及预期。公司箱板纸产能增长较快, 若下游需求不及预期或原纸价格大幅下降, 可能会造成包装业务收入预期不及预期。

纸浆价格波动的风险。公司主要原材料为木浆, 除去部分自制外, 公司主要木浆依赖进口, 因此国际木浆价格波动对公司原材料成本控制产生一定的影响; 其次, 公司没有进口废纸审批额度, 国产废纸价格持续波动也为公司成本带来压力。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	18,894.3	21,768.4	22,035.4	23,926.4	27,654.5	年增长率					
减:营业成本	13,975.7	16,663.3	17,078.6	18,376.0	21,125.7	营业收入增长率	30.7%	15.2%	1.2%	8.6%	15.6%
营业税费	141.2	138.3	152.4	165.4	186.1	营业利润增长率	103.0%	-8.8%	-7.1%	12.1%	24.7%
销售费用	662.6	750.2	773.3	832.6	948.4	净利润增长率	91.6%	10.5%	-12.5%	12.6%	26.6%
管理费用	579.9	556.2	852.9	924.5	1,027.7	EBITDA 增长率	55.2%	7.2%	-10.2%	17.0%	19.1%
财务费用	571.5	719.8	675.9	818.2	864.4	EBIT 增长率	74.7%	4.7%	-13.3%	14.0%	20.4%
资产减值损失	25.0	10.4	10.0	10.0	10.1	NOPLAT 增长率	71.1%	4.1%	-6.9%	14.0%	20.4%
加:公允价值变动收益	-12.9	12.3	-	-	-	投资资本增长率	21.2%	11.7%	19.9%	12.5%	0.1%
投资和汇兑收益	2.1	2.3	8.5	4.3	5.1	净资产增长率	29.8%	16.7%	11.7%	14.6%	15.9%
营业利润	2,949.9	2,691.7	2,500.9	2,804.0	3,497.1	盈利能力					
加:营业外净收支	-18.5	27.9	35.0	27.4	30.1	毛利率	26.0%	23.5%	22.5%	23.2%	23.6%
利润总额	2,931.4	2,719.6	2,535.9	2,831.4	3,527.2	营业利润率	15.6%	12.4%	11.3%	11.7%	12.6%
减:所得税	681.3	477.4	445.1	497.0	619.1	净利润率	10.7%	10.3%	8.9%	9.2%	10.1%
净利润	2,024.2	2,237.6	1,958.3	2,205.4	2,791.1	EBITDA/营业收入	23.8%	22.1%	19.6%	21.1%	21.8%
						EBIT/营业收入	18.5%	16.8%	14.4%	15.1%	15.8%
						偿债能力					
						资产负债率	58.5%	57.2%	55.8%	55.2%	49.8%
						负债权益比	140.7%	133.8%	126.2%	123.0%	99.1%
						流动比率	0.90	0.77	0.69	0.73	0.76
						速动比率	0.76	0.62	0.59	0.59	0.64
						利息保障倍数	6.12	5.09	4.70	4.43	5.05
						营运能力					
						固定资产周转天数	211	227	285	291	272
						流动营业资本周转天数	54	38	37	49	46
						流动资产周转天数	169	175	172	170	167
						应收帐款周转天数	31	27	26	28	27
						存货周转天数	25	31	30	29	29
						总资产周转天数	441	460	502	511	478
						投资资本周转天数	310	312	357	381	349
						费用率					
						销售费用率	3.5%	3.4%	3.5%	3.5%	3.4%
						管理费用率	3.1%	2.6%	3.9%	3.9%	3.7%
						财务费用率	3.0%	3.3%	3.1%	3.4%	3.1%
						三费/营业收入	9.6%	9.3%	10.4%	10.8%	10.3%
						投资回报率					
						ROE	19.6%	17.8%	14.1%	13.9%	15.2%
						ROA	8.6%	7.6%	6.6%	6.5%	7.8%
						ROIC	18.4%	15.8%	13.2%	12.5%	13.4%
						分红指标					
						DPS(元)	0.10	0.10	0.09	0.10	0.13
						分红比率	12.8%	11.6%	12.1%	12.2%	12.0%
						股息收益率	1.2%	1.2%	1.1%	1.2%	1.5%
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.78	0.86	0.76	0.85	1.08
						BVPS(元)	3.98	4.85	5.37	6.12	7.07
						PE(X)	11.0	10.0	11.4	10.1	8.0
						PB(X)	2.2	1.8	1.6	1.4	1.2
						P/FCF	26.4	-213.0	43.6	66.7	42.1
						P/S	1.2	1.0	1.0	0.9	0.8
						EV/EBITDA	6.6	6.2	7.5	6.6	5.1
						CAGR(%)	1.2%	9.1%	21.8%	1.2%	9.1%
						PEG	8.9	1.1	0.5	8.2	0.9
						ROIC/WACC	2.3	1.9	1.6	1.5	1.6

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

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%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

叶中正、杨维维声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com