

# 稳健成长的综合纸企龙头，多元化纸种、低成本原料布局已至收获期

买入（维持）

2019年11月30日

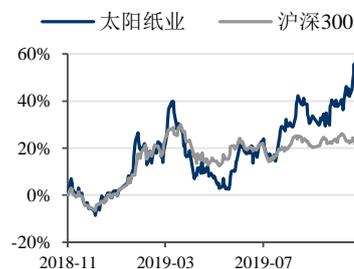
盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	21,768	22,686	24,974	29,358
同比（%）	15.2%	4.2%	10.1%	17.6%
归母净利润（百万元）	2,238	2,112	2,377	3,029
同比（%）	10.5%	-5.6%	12.6%	27.4%
每股收益（元/股）	0.86	0.81	0.92	1.17
P/E（倍）	10.46	11.08	9.84	7.73

证券分析师 史凡可  
执业证号：S0600517070002  
021-60199793  
shifk@dwzq.com.cn  
证券分析师 马莉  
执业证号：S0600517050002  
010-66573632  
mal@dwzq.com.cn  
研究助理 傅嘉成  
fujch@dwzq.com.cn

## 投资要点

- 跨越周期的龙头，远期成长路径明确：**复盘前两轮周期，公司总体在行业周期波动间呈现稳健增长态势，每轮周期底部能够维持良好经营性现金流，通过合理资本开支保障持续扩张，截至2019年3月，公司机制纸年产能达412万吨，双胶、铜板均占市场较高份额，各类浆累计产能达260万吨，保障原料供给。展望未来，公司进一步加快造纸、制浆业务的产能建设进程（预计20E/21E实现纸产能增量45/135万吨、浆产能增量20/80万吨），精细化运营与良好费控下，自给率抬升较同类公司有更好盈利成长曲线，中期成长路径清晰，看好公司新建产能释放、原料自给率提升背景下的成本改善、销售扩张带来的成长兑现。
- 多元化浆纸、上游原料配套、海内外布局领跑：**原料自给效率长期提升，盈利优化逻辑通顺，多元化产品布局平滑周期波动，成长思路清晰。秉承“四三三”发展战略，横向拓展多元化产品矩阵，纸品多元化布局逐渐成型，且以溶解浆为代表的生物质新材料也稳步扩张，后期随着公司2020年本部45万吨文化纸、2021年老挝80万吨高档包装纸和广西350万吨林浆纸一体化建设，产品结构将更加均衡。优势区位前瞻布局，老挝项目迎来收获期，40万吨再生纤维板项目已于2019年中投产，另有80万吨高档包装纸预计于2021年上半年试产。广西350万吨林浆纸一体化项目锚定未来五年高速增长通路，广西项目和老挝项目协同互补，将为公司提供更完整的原料供应体系，实现转型升级。
- 库存周期底部&废纸缺口凸显，催生太阳盈利弹性：**此轮造纸行业库存周期底部预期箱板弹性最大，除库存已至历史低位主动补库抬升价格外，受废纸限额影响原料缺口扩大，国废提涨也将催生箱板瓦楞上升空间，作为箱板原料高自给的太阳纸业最为利好；此外纸浆短期仍将低位运行带来成本利好，双胶、铜板文化纸盈利已修复至历史较高水平，预计20年仍维持高景气度保障公司盈利，溶解浆短期仍将低位运行，老挝地区仍具相对成本优势，期待下游纺织服装复苏带来溶解浆景气回升。
- 盈利预测与投资评级：**长期上下游多元化布局奠基，成长路径清晰，我们预计公司19-21年营收分别为226.86 / 249.74 / 293.58亿元（+4.2% / +10.1% / +17.6%），归母净利润21.12 / 23.77 / 30.29亿元（-5.6% / +12.6% / +27.4%），对应当前股价PE为11.08X / 9.84X / 7.73X，维持“买入”评级！
- 风险提示：**原材料价格波动，产品价格下跌风险，产能投放不及预期，进口限额政策超预期

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元) 9.03  
一年最低/最高价 5.33/9.48  
市净率(倍) 1.71  
流通A股市值(百万元) 23235.74

## 基础数据

每股净资产(元) 5.29  
资产负债率(%) 54.74  
总股本(百万股) 2591.77  
流通A股(百万股) 2573.17

## 相关研究

- 1、《太阳纸业 (002078)：Q3 业绩增速转正，产能释放奠基长期成长》2019-10-29
- 2、《太阳纸业 (002078)：中报表现略超预期，看好盈利水平持续上行》2019-08-28
- 3、《太阳纸业 (002078)：定增扩建老挝基地，逆势布局彰显龙头本色》2019-07-20

## 内容目录

1. 前瞻布局 vs 精细化管理护航，远期成长路径明确 .....	5
1.1. 成长属性突出，具有较强的抗周期能力 .....	5
1.2. 优质管理、原料配套奠基，单位盈利尚有成长空间 .....	7
1.3. 多元化纸种、产业链一体化、海内外布局均具领先优势 .....	8
1.3.1. 原料自给效率长期提升，盈利优化逻辑通顺 .....	8
1.3.2. 多元化产品布局平滑周期波动，成长思路清晰 .....	9
1.3.3. 优势区位前瞻布局，老挝项目迎来收获期 .....	10
2. 库存周期已经见底、废纸缺口料将凸显，利好箱板盈利弹性 .....	12
2.1. 库存周期处于底部，箱板预期弹性最大 .....	12
2.1.1. 造纸行业：造纸及纸制品库存周期处于底部，补库行情渐近 .....	12
2.1.2. 双胶纸：旺季提价落地好于预期，格局良好纸价有望维持 .....	12
2.1.3. 铜板纸：价格短期旺季提涨，长期预期趋势维稳 .....	13
2.1.4. 箱板瓦楞纸：库存基本见底、资源禀赋稀缺，价格具向上弹性 .....	14
2.1.5. 纸浆：短期库存仍需消化，中期价格有向上弹性 .....	15
2.1.6. 溶解浆：短期仍将低位运行，期待景气到来 .....	17
2.2. 外废严控进口、原料缺口扩大，纤维替代增量需求逐渐释放 .....	18
2.3. 坚定推荐前瞻优势布局的太阳纸业 .....	19

## 图表目录

图 1: 太阳纸业营收、净利润情况 .....	6
图 2: 太阳纸业盈利情况 .....	6
图 3: 文化纸龙头吨毛利情况 .....	7
图 4: 文化纸龙头吨净利一览 .....	7
图 5: 机制纸成本构成 .....	7
图 6: 龙头木浆自给率一览 .....	7
图 7: 文化纸龙头销售费用率对比 .....	8
图 8: 文化纸龙头财务费用率对比 .....	8
图 9: 文化纸龙头管理费用率对比 .....	8
图 10: 文化纸龙头 ROE 对比 .....	8
图 11: 太阳纸业分季度营收与行业对比 .....	10
图 12: 造纸工业 PPI (上年同月=100) .....	12
图 13: 造纸及纸制品产成品存货同比 (%) .....	12
图 14: 未涂布印刷纸生产、消费量 (单位: 万吨) .....	13
图 15: 双胶纸企业库存与价格 .....	13
图 16: 双胶纸竞争格局 (万吨、%) .....	13
图 17: 双胶纸新增产能投放 .....	13
图 18: 铜板纸生产、消费量 (单位: 万吨) .....	13
图 19: 铜版纸企业库存与价格 .....	13
图 20: 铜版纸竞争格局 .....	14
图 21: 箱板瓦楞纸社会库存与价格 .....	14
图 22: 箱板瓦楞纸生产、消费量 (单位: 万吨) .....	14
图 23: 箱板瓦楞纸竞争格局 .....	15
图 24: 箱板瓦楞纸新增投产 .....	15
图 25: 历史浆价波动周期 .....	16
图 26: 库存天数与浆价对比 .....	16
图 27: 进口木浆与国产木浆消耗结构 .....	16
图 28: 全球商品浆需求增长 .....	16
图 29: 全球商品浆产能投放预期 .....	16
图 30: 全球商品浆竞争格局 .....	16
图 31: 国内棉花价格 .....	17
图 32: 棉花、溶解浆、粘胶纤维价格走势 .....	17
图 33: 国内溶解浆竞争格局 .....	17
图 34: 国内外溶解浆投产计划 .....	17
图 35: 溶解浆后期的供需预测 (单位: 万吨) .....	17
图 36: 太阳纸业历史复盘 .....	19
表 1: 太阳纸业产能分布 (单位: 万吨) .....	5
表 2: 太阳纸业重要财务数据一览 .....	6
表 3: 太阳纸业股权架构 .....	7
表 4: 太阳纸业木浆、废纸浆产能一览 .....	9

表 5: 原料盈利优势一览 .....	9
表 6: 太阳纸业产能投放节奏 .....	10
表 7: 老挝及广西北海布局 .....	11
表 8: 废纸缺口测算 (单位: 万吨) .....	18
表 9: 太阳纸业对原料敏感性分析 .....	18

## 1. 前瞻布局 vs 精细化管理护航，远期成长路径明确

### 1.1. 成长属性突出，具有较强的抗周期能力

先进的浆纸一体化龙头，稳健扩张持续成长。太阳纸业 1982 年于山东创立，起初是我国文化纸领军企业，近年通过专营主业、强化多元化产品布局并发扬“走出去”精神，目前已经成长为一家全球先进的跨国造纸集团和林浆纸一体化企业。公司于 2012 年提出“四三三”发展战略，朝机制纸产品、生物质精炼新材料和快速消费品领域拓展多元化布局，横向纵向扩张产业蓝图。截至 2019 年 3 月，公司机制纸年产能达 412 万吨，其中双胶纸产能 130 万吨/年(市场份额 13%)、铜版纸 90 万吨/年(市场份额 14%)；机制浆年总产能达 260 万吨，其中化机浆产能 80 万吨/年(市场份额 7%)，溶解浆产能 80 万吨/年(市场份额 30%+)，此外化学浆、再生浆、木屑浆、半化学浆等供给合计 100 万吨。未来公司进一步加快造纸、制浆业务的产能建设进程(预计 20E/21E 实现纸产能增量 45/135 万吨、浆产能增量 20/80 万吨)，中期成长路径清晰，看好公司新建产能释放、原料自给率提升背景下的成本改善、销售扩张带来的成长兑现。

表 1: 太阳纸业产能分布(单位: 万吨)

	产品种类	位置	产能/万吨	
浆	溶解浆	山东兖州	50	
	溶解浆(可转为化学浆)	老挝	30	
	化机浆	山东兖州	80	
	化学浆	山东兖州	10	
	半化学浆	山东邹城	40	
	木屑浆	山东邹城	10	
	再生纤维浆板	老挝	40	
	本色高得率生物质纤维(在建, 预计2020Q1)	山东邹城	20	
	化学浆(筹建中, 预计2021投产)	广西北海	80	
	生物精炼项目(筹建中)	美国阿肯色州	70	
	化机浆(筹建中)	广西北海	60	
	现有产能合计			260
	20E/21E新增产能			20/80
	纸	未涂布文化纸	山东兖州	110
铜版纸		山东兖州	90	
淋膜原纸		山东兖州	20	
生活用纸		山东邹城	12	
牛皮箱板纸		山东邹城	160	
静电复印纸			10	
工业原纸			10	
未涂布文化纸(在建, 预计2020Q4投产)		山东兖州	45	
牛皮箱板纸(在建, 预计2021Q1投产)		老挝	80	
文化用纸(筹建中, 预计2021投产)		广西北海	55	
特种纸(筹建中)		广西北海	50	
生活用纸(筹建中)		广西北海	15	
白卡纸(筹建中)		广西北海	90	
现有产能合计			412	
20E/21E新增产能			45/135	

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

多元化产品布局, 营收具逆周期属性, 单位盈利底部抬升。从历史的营收与净利润表现来看, 公司总体在行业周期波动间呈现稳健增长态势, 营收 YOY 处于 0-30% 区间; 此外自 2012 年逐步剥离涂布包装纸板业务开拓溶解浆、生活用纸等多元化产品布局后

单位盈利底部抬升，**复盘前两轮周期：2007-2012年**，公司的单位吨毛利 659-970 元、单位吨净利 105-439 元、对应净利率 1.69%-8.03%、ROE 在 4.47%-17.93%；**2015-2018年**，公司的单位吨毛利 923-1302 元、单位吨净利 306-562 元、对应净利率 6.16%-10.71%、**ROE 在 9.54%-19.61%**。作为优势纸企，公司在每轮周期底部能够维持良好经营性现金流、资产负债率管控合理，能够通过合理的资本开支保障持续扩张及成长动力。

图 1：太阳纸业营收、净利润情况

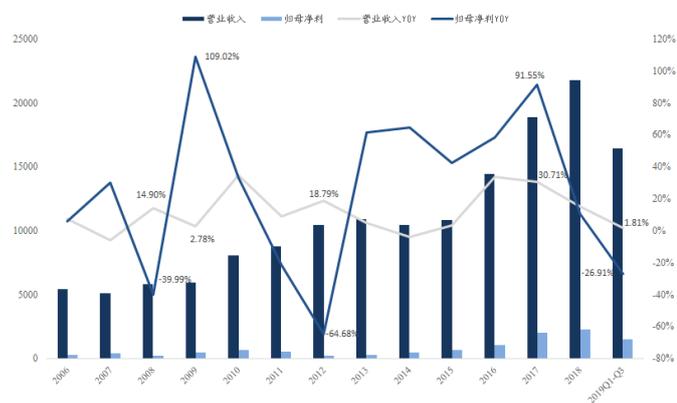
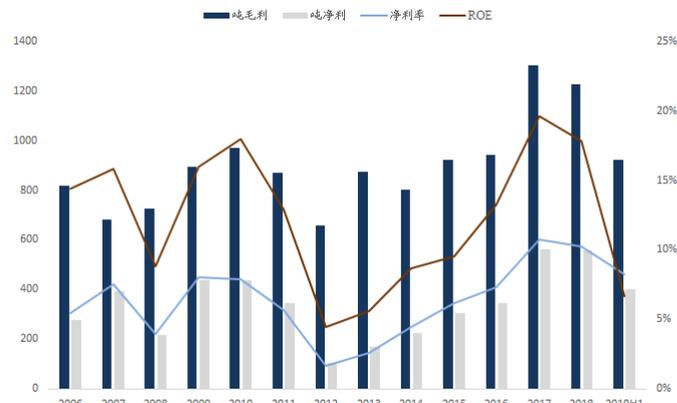


图 2：太阳纸业盈利情况



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

注：2019H1 吨毛利、吨净利为预估数据

表 2：太阳纸业重要财务数据一览

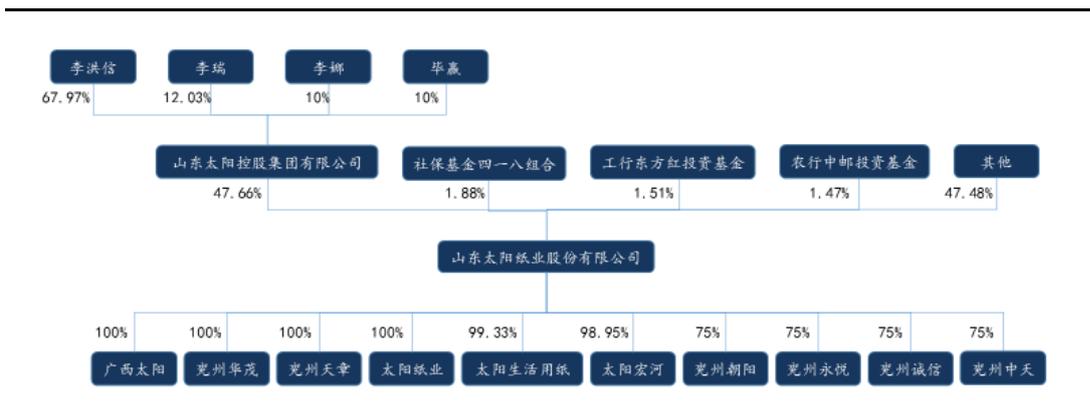
百万元	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
营业收入	5414.90	5083.43	5799.44	5960.73	8037.04	8762.34	10408.64	10895.09	10457.88	10825.12	14455.49	18894.29	21768.40	10776.17
YOY	7.48%	-6.12%	14.09%	2.78%	34.83%	9.02%	18.79%	4.67%	-4.01%	3.51%	33.54%	30.71%	15.21%	2.89%
浆纸收入	5137.49	4486.76	5098.33	5232.90	7314.47	8042.77	9530.43	9915.69	9524.59	9895.24	13684.45	18042.24	20847.75	10324.66
毛利率	16.84%	14.73%	15.08%	18.63%	19.36%	15.69%	11.62%	14.84%	17.54%	20.33%	21.09%	25.98%	23.50%	19.67%
销量(万吨)	106	97	106	109	146	145	168	168	208	218	307	360	400	220
均价(元)	4847	4626	4810	4801	5010	5547	5673	5902	4579	4539	4457	5012	5212	4693
销售费用率	4.23%	3.82%	3.45%	3.90%	3.20%	3.27%	3.11%	4.25%	3.27%	3.91%	3.96%	3.51%	3.45%	3.52%
管理费用率	1.74%	1.92%	2.45%	2.57%	2.25%	2.21%	2.70%	2.98%	4.27%	4.14%	3.10%	3.07%	3.78%	3.88%
财务费用率	3.50%	3.69%	5.15%	3.05%	3.82%	6.85%	6.71%	4.83%	5.15%	5.45%	3.81%	3.02%	3.31%	2.81%
归母净利润	293.86	381.74	229.08	478.82	636.38	499.33	176.34	284.62	468.81	666.66	1056.76	2024.23	2237.61	886.70
YOY	6.01%	29.90%	-39.99%	109.02%	32.90%	-21.54%	-64.68%	61.40%	64.71%	42.20%	58.52%	91.55%	10.54%	-27.81%
经营性现金流净额	771.57	272.39	1773.39	492.86	1258.54	1061.85	1387.40	1435.97	2608.09	685.43	2815.80	3766.77	4477.85	2215.81
投资性现金流净额	-252.05	-962.22	-306.39	-276.16	-1149.61	-1814.91	-759.18	-410.63	-1473.35	-2524.46	-884.42	-2353.60	-2518.15	-371.71
资本开支	856.71	1327.77	751.79	1956.12	2085.41	2660.26	1235.67	944.18	1947.38	2627.00	1673.39	3979.59	3035.09	1705.81
资产负债率	62.53%	58.61%	61.93%	60.36%	63.60%	70.19%	70.63%	65.25%	64.25%	62.50%	58.70%	58.46%	57.23%	56.06%
最高PE	23.66	39.34	79.79	25.24	27.38	33.15	56.66	28.79	23.58	41.55	18.26	12.72	14.55	25.57
最高PB	2.71	5.05	5.81	3.29	4.13	3.66	2.24	1.48	1.90	3.75	2.31	2.38	2.58	1.70
最低PE	19.39	15.01	13.97	8.03	16.08	17.51	27.12	17.18	14.50	14.62	8.95	7.74	6.39	15.58
最低PB	2.22	1.93	1.02	1.05	2.42	1.93	1.07	0.89	1.17	1.32	1.13	1.45	1.13	1.04

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

注：2019H1 销量为预估数据

**股权集中稳定，股权激励彰显信心。**李洪信先生及其家族为公司实际控制人，通过山东太阳控股集团有限公司持有公司 47.66% 股份，股权较为集中。公司重视团队激励，于 2017 年 9 月发布股权激励预案，以 4.65 元/股的价格向激励对象授予限制性股票，占公司总股本 2.24%，其中 14.09% 的限制性股票授予对象为公司高管。激励计划有效期为 3 年，约定解除限售期条件为以 2016 年净利润为基数，2017 /2018 /2019 年净利润增长率不低于 60% /80% /100%，对应净利润为 16.71 /18.80 /20.89 亿元。

表 3：太阳纸业股权架构

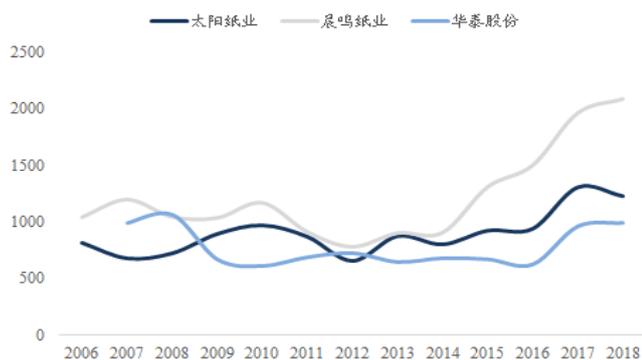


数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

## 1.2. 优质管理、原料配套奠基，单位盈利尚有成长空间

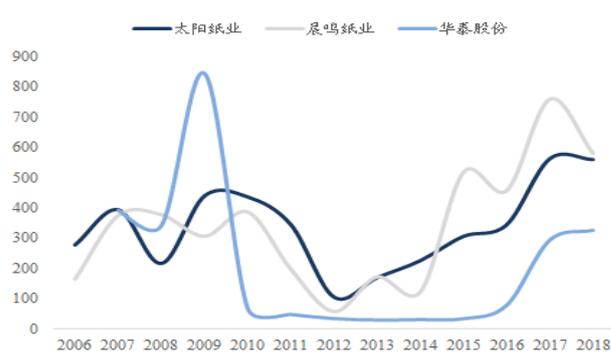
**精细化运营、费用管控良好，自给率抬升推升盈利成长曲线。**比照国内的几家文化纸龙头公司，太阳纸业的吨毛利呈现明确的向上走势，我们判断主要是由于上游纸浆自给率的提升也利好优势企业配套原料的成本优化所致（吨毛利以高自给率的晨鸣纸业最为强势）。对比吨净利，太阳纸业得益于精细化管理背景下的其他成本管控较优、费用投入较低，相对同行有明显的比较优势（晨鸣纸业由于开展融资租赁导致其资产负债率、财务费用率略高拖累单吨净利）。综合来看，太阳纸业随着纸浆自给率进一步提升盈利天花板相较其他龙头更高，盈利曲线有持续优化空间。

图 3：文化纸龙头吨毛利情况



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

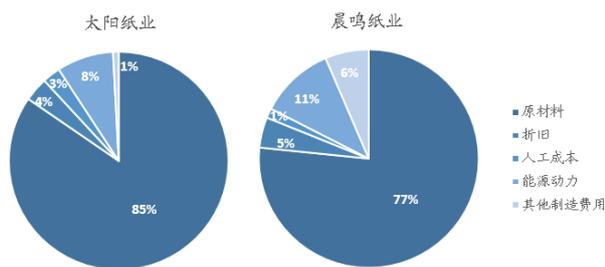
图 4：文化纸龙头吨净利一览



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

图 5：机制纸成本构成

图 6：龙头木浆自给率一览



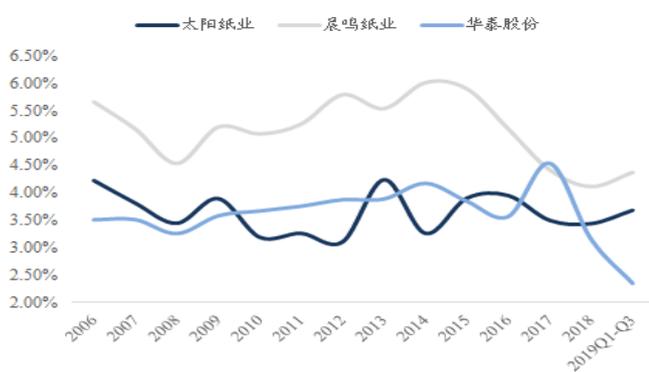
数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

公司名称	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
晨鸣纸业	浆产能	320	307	331	360	284	332
	自给量	231	261	277	246	253	274
	外购量	58	63	60	76	93	126
	浆自给率	80%	81%	82%	76%	73%	68%
太阳纸业	浆产能	45	60	60	70	70	80
	自给量	19	18	20	26	33	51
	外购量	72	69	82	81	82	98
	浆自给率	21%	20%	20%	24%	29%	34%
华泰股份	浆产能	10	40	40	40	40	40
	自给量			26	31	37	37
	外购量			40	40	40	40
	浆自给率		40%	44%	48%	48%	53%

注：华泰股份2014-2018年为预估数据，公司债评书提及木浆年外购量为40万吨

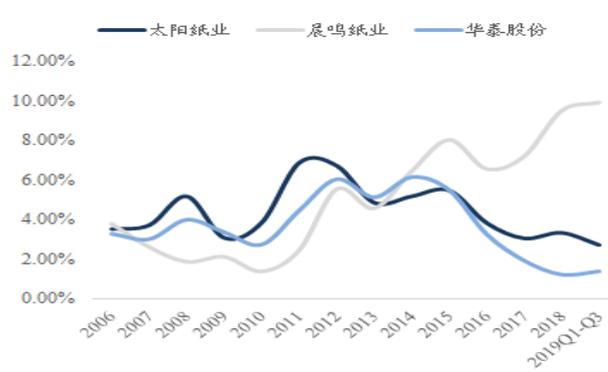
数据来源：公司债评跟踪报告，东吴证券研究所

图 7：文化纸龙头销售费用率对比



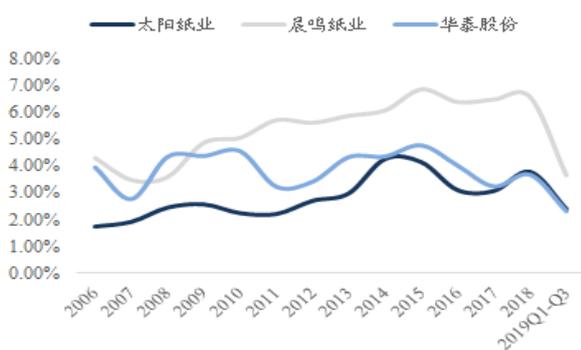
数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

图 8：文化纸龙头财务费用率对比



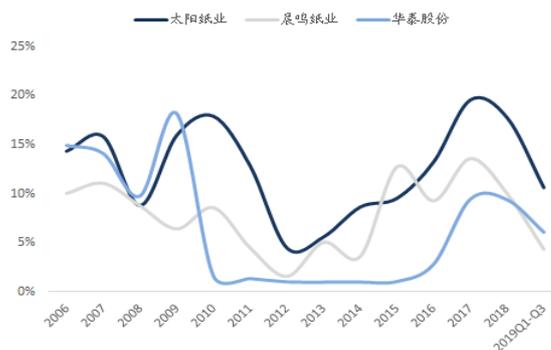
数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

图 9：文化纸龙头管理费用率对比



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

图 10：文化纸龙头 ROE 对比



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

### 1.3. 多元化纸种、产业链一体化、海内外布局均具领先优势

太阳纸业成长的核心在于前瞻进行多元化浆纸、上游原料配套、老挝优势基地的相关布局，循序渐近的积累出超越行业的盈利能力，从而保障可持续的扩张。

#### 1.3.1. 原料自给效率长期提升，盈利优化逻辑通顺

**文化用纸：**公司文化用纸的配套原料以化学浆、部分化机浆为主，近年自给比率不断提升，成本优势凸显：**1、自给化机浆：**公司依赖研发优势使用部分自产化机浆作为文化纸的生产原料，2018年公司机械浆产能80万吨（预期自用比例50%、相较外采的成本优势单吨达约500元），**综合文化纸浆可获得成本优势2亿元。**此外公司公布拟建设广西北海350万吨林浆纸项目，后期纸浆自给率有望持续提高；**2、老挝化学浆（溶解浆）：**公司老挝的30万吨化学浆（溶解浆）项目已于2018年投产，低成本原料的投放夯实自给优势，由于当地税收优惠及运费节约，**测算预计老挝1吨化学浆 / 溶解浆的成本较国内节约800-1000元，综合老挝项目总计2-3亿元的成本优势。**

**牛皮箱板纸：**总计110万吨的箱板纸浆预期明年实现满产，能够为邹城160万吨及后期老挝80万吨高档包装纸提供低成本原料；**1、邹城40万吨半化学浆、10万吨木屑浆（2018年投产）：**单吨成本预估2000元，对应成本优化270元；**2、老挝40万吨再生浆板（2019年中投产）：**采用进口美废当地加工并运至国内供给邹城箱板纸生产，预计每吨废纸浆较固废原料低300+元。综合测算两者加总原料成本优化2.5-3亿元。此外公司计划于2020年投产针叶本色浆20万吨，用于高附加值食品包装级牛皮卡纸。

表4：太阳纸业木浆、废纸浆产能一览

纸种		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
文化纸	纸浆产能	70	80	120	90	90	170
	自给量	33	51	61	50	50	70
	外购量	82	98	110	100	110	119
	自给率	29%	34%	36%	33%	31%	37%
箱板纸	再生浆等产能			50	90	110	110
	自给量			13.3	75	105	110
	外购量	16	53	50	21	23	62
	自给率	0%	0%	21%	78%	82%	64%

注：假定1吨纸由0.8吨浆制成

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表5：原料盈利优势一览

	本部化机浆	老挝化学浆	邹城半化学浆	老挝再生浆	邹城本色浆
市场成本（元/吨）	3650	4100	2273.7	2273.7	4100
自给成本（元/吨）	3150	3400	2000	1923.7	4000
成本优势（元/吨）	500	700	273.7	350	100
自给量（万吨）	40	40	50	40	20
总成本优势（亿元）	2	2.8	1.4	1.4	0.2

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：自给成本为测算数据

### 1.3.2. 多元化产品布局平滑周期波动，成长思路清晰

秉承“四三三”发展战略，横向拓展多元化产品矩阵。公司于2012年提出并制定

企业“四三三”发展战略，专营主业造纸业务外进军生物质新材料（溶解浆、绒毛浆、木糖等）、快消品（生活用纸、纸尿裤等），致力于形成造纸业务利润占比40%、生物质新材料占比30%与快消品占比30%的产品结构模式，横向拓展产品矩阵，平滑单个纸种周期波动带来的业绩影响。至2019H公司文化纸、溶解浆、铜版纸、牛皮箱板纸、化机浆、瓦楞纸、原纸和生活用纸的营收分别占比32.59%、16.94%、14.02%、13.29%、7.15%、4.22%、3.86%和3.67%。纸品多元化布局逐渐成型，且以溶解浆为代表的生物质新材料也稳步扩张，后期随着公司2020年本部45万吨文化纸、2021年老挝80万吨高档包装纸和广西350万吨林浆纸一体化建设，产品结构将更加均衡。

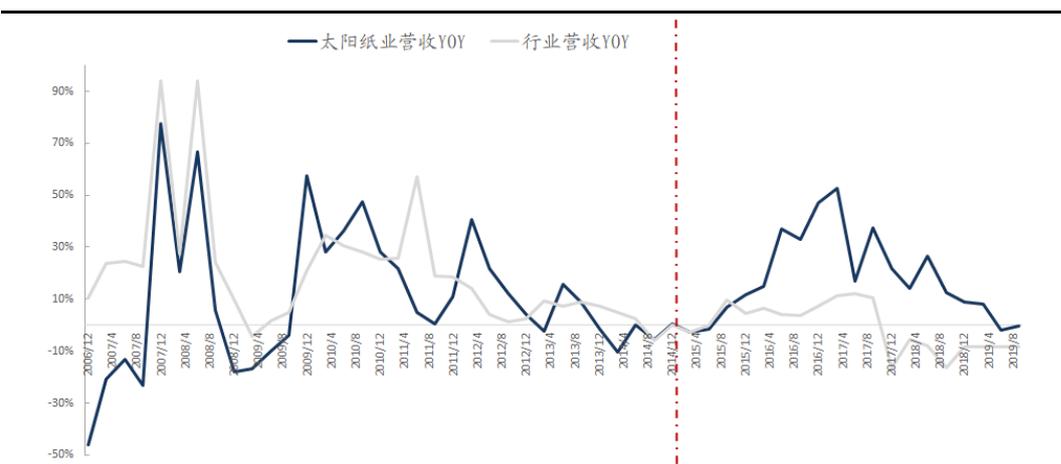
表 6：太阳纸业产能投放节奏

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
双胶纸	95	90	90	120	120	120	130	165	220
铜版纸	80	80	80	80	80	100	90	100	100
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
纸产能总计	175	196	202	312	312	412	412	457	592
化机浆	60	60	70	70	70	80	80	80	80
化学浆	-	-	-	-	10	40	10	10	90
溶解浆	30	30	30	50	50	50	80	80	80
半化学浆、再生浆等	-	-	-	-	-	50	90	110	110
浆产能总计	90	90	100	120	130	220	260	280	360

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

依赖产品矩阵扩大与产能加码，从跟随周期波动至稳健增长跑赢市场。太阳纸业营收趋势分为两个阶段：2015年前公司跟随行业周期波动，2015年后随产品矩阵进一步扩张，一方面新增牛皮箱板纸投产、进入高端包装纸领域，一方面加码文化纸、溶解浆、化学浆产能，略有跑赢行业周期。

图 11：太阳纸业分季度营收与行业对比



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

### 1.3.3. 优势区位前瞻布局，老挝项目迎来收获期

老挝项目：宝剑锋从磨砺出，梅花香自苦寒来。公司于2008年开始布局老挝，并

投资 300 万美元建立子公司从事育苗和示范林建设。老挝境内 80% 为山地和高原，林业资源丰富；沙湾拿吉省人口稀少，土地资源丰富，非常适宜桉树及相思树等速生、丰产、优质的原料林生长。2009 年末公司在沙湾拿吉省色奔县建成与项目配套的 200 公顷育苗林基地，规划建设 30 万吨漂白阔叶木浆项目并配套种植 10 万公顷纸浆林；2018 年 6 月，公司老挝 30 万吨/年化学浆产能投产，一期项目顺利完成。随后公司在老挝沙湾拿吉省的二期项目实现开工建设，涉及浆纸产能共 120 万吨/年，总投资额约 6.37 亿美元，建设周期 30 个月，其中 40 万吨再生纤维板项目已于 2019 年中投产，另有两条合计 80 万吨高档包装纸项目预计也将于 2021 年上半年试生产。

表 7：老挝及广西北海布局



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**广西 350 万吨林浆纸一体化项目：锚定未来五年高速增长通路。**2019 年 6 月，公司发布公告，拟在广西北海市铁山港区全资设立一家注册资本 5 亿元人民币的有限责任公司，实施广西 350 万吨林浆纸项目，并已于今年 10 月正式开工。广西项目位于北海市铁山港（临海）工业区，占地 3433 亩分两期建设。目前计划一期建设年产 80 万吨漂白化学阔叶浆和 55 万吨文化用纸项目，预计 2021 年达产。广西壮族自治区是我国人工林、速丰林种植面积最大的省份，丰富的木材资源是该地区发展造纸业得天独厚的资源条件。广西森林年生长量、年木材产量、森林蓄积年净增量居全国第一，全区森林覆盖率 62.28%。北海市是“一带一路”重要节点城市，与世界上 98 个国家和地区的 216 多个港口有着密切的贸易往来，设施完善。此外，广西毗邻珠三角地区，珠三角地区经济发达，是重要的下游市场，广西项目的开拓有利于公司拓展珠三角地区业务，减少运输和仓储成本。

**发挥协同效应，打造系统化供应链。**广西项目和老挝项目协同互补，将为公司提供更完整的原料供应体系，实现转型升级。同时，广西项目和老挝项目在区位布局上发挥

协同效应，老挝生产的产成品可通过北海港运输回国，由于北海港距广西工厂不足 13 公里，故可节约部分港口仓储费用。

## 2. 库存周期已经见底、废纸缺口料将凸显，利好箱板盈利弹性

### 2.1. 库存周期处于底部，箱板预期弹性最大

#### 2.1.1. 造纸行业：造纸及纸制品库存周期处于底部，补库行情渐近

造纸整体呈现较强周期属性，库存周期已经触底。造纸行业的供需易受宏观经济影响，具有较强的周期属性。从大周期来看，07 年至今行业经历了两轮波动：(1) 2007-2012 年下游需求旺盛推动价格上涨，行业主动补充库存，供给稳步增长。其中 2008-2009 年受金融危机影响，下游需求迅速回落、供给端调整滞后，行业处于被动增加库存阶段；2009-2010 年国家出台多项经济刺激政策提振下游需求，价格回升显著，行业产能建设进入高峰。(2) 2015-2017 年随国家供给侧改革以及环保压力的提升，部分产能关停行业供给下滑，而库存处于长期低位状态，导致纸价大幅上涨，企业盈利状况明显改善，进入主动补库存阶段。2018 年以来，受到贸易战影响、环保趋严等影响，企业生产成本普遍增长叠加下游需求不振价格不能传导，产业链库存断崖式下跌，2019 年 9 月已经跌至历史底部区域，预期产业链的补库行情渐行渐近。

图 12：造纸工业 PPI（上年同月=100）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 13：造纸及纸制品产成品存货同比（%）



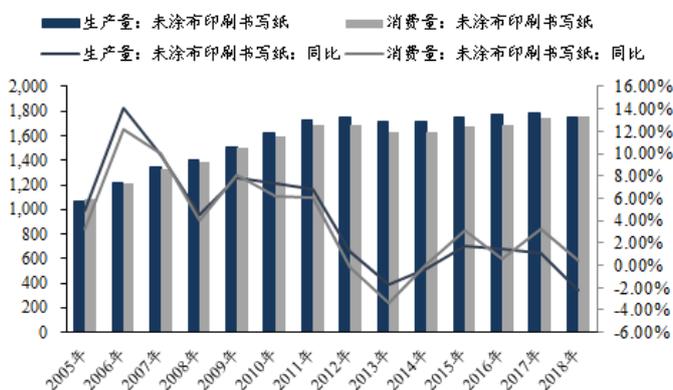
数据来源：Wind，东吴证券研究所

#### 2.1.2. 双胶纸：旺季提价落地好于预期，格局良好纸价有望维持

**年度价格复盘：**年内双胶纸价逐季改善，相较 18 年同期逐季仍有不同程度下跌，预期 Q4 实现转正。年中细分纸种库存见底，Q3/Q4 提价略超预期，截至 11 月 14 日市场均价 6400 元/吨（较三季度末+2.53%）。**中期供需分析：**需求端：未涂布印刷书写纸由于教辅资料、党刊需求等保持稳健增长（约 2%、需求净增 35 万吨/年）。供给端：从

纸企公告披露来看，近两年双胶纸大型产能投放较少。**竞争格局**：双胶纸 CR4 达到 40% 以上，对下游议价能力较强。后续投产仅以文化纸龙头尤其太阳纸业为主，预计 2021 年公司双胶纸产能达 220 万吨、市占率提升至 17% (+5%)。

图 14：未涂布印刷纸生产、消费量（单位：万吨）



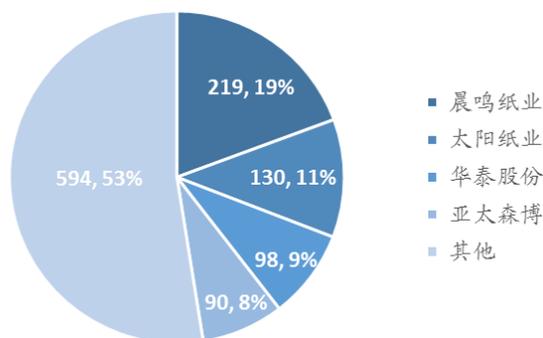
数据来源：中国造纸业协会，东吴证券研究所

图 15：双胶纸企业库存与价格



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 16：双胶纸竞争格局（万吨、%）



数据来源：卓创资讯，公司公告，东吴证券研究所整理

图 17：双胶纸新增产能投放

公司名称	产能（万吨）	投产情况	预计投产时间
太阳纸业	45	本部建设年产 45 万吨特色文化用纸项目	2020Q4
	55	广西北海林浆纸一体化项目	2021Q3
博汇纸业	45	建设年产 45 万吨高档信息用纸项目	2021H1

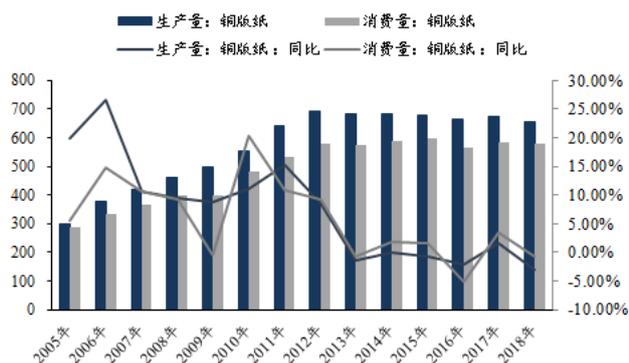
数据来源：公司公告，东吴证券研究所整理

### 2.1.3. 铜板纸：价格短期旺季提涨，长期预期趋势维稳

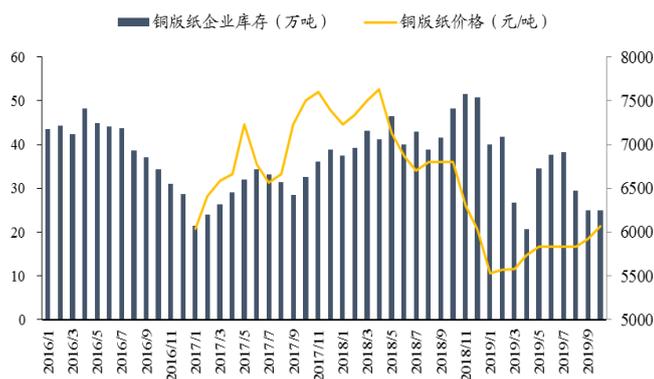
**年度价格复盘**：年内铜板纸的价格类同双胶纸，基本兑现逐季改善，预期 Q4 实现转正。截至 11 月 1 日，铜版纸单价 6167 元/吨（较三季度末+4.23%），旺季提价逐步落地。根据铜版纸库存走势预期产业已经进入补库阶段，中期纸价料将维持。**供需分析&竞争格局**：需求端：受终端无纸化及宏观经济影响，铜版纸需求减弱；供给端：根据纸企公告，料铜版纸产能建设项目较少。铜板纸 CR4 已经达到 95%，竞争格局很好。

图 18：铜板纸生产、消费量（单位：万吨）

图 19：铜版纸企业库存与价格

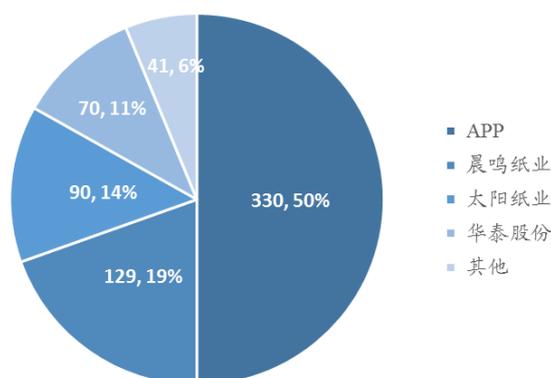


数据来源: 中国造纸业协会, 东吴证券研究所



数据来源: 卓创资讯, 东吴证券研究所

图 20: 铜版纸竞争格局



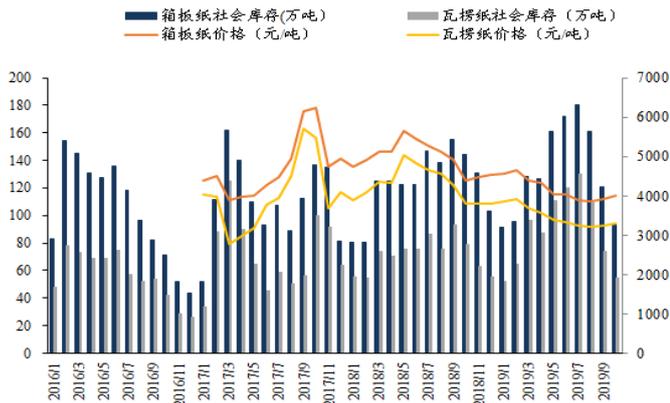
数据来源: 卓创资讯, 公司公告, 东吴证券研究所

### 2.1.4. 箱板瓦楞纸: 库存基本见底、资源禀赋稀缺, 价格具向上弹性

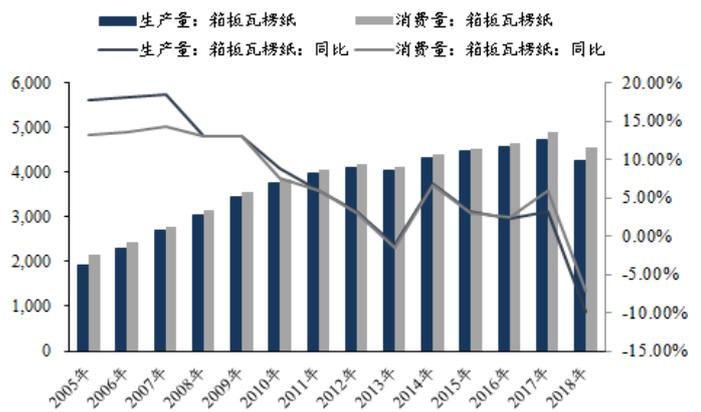
**年度价格复盘:** 2018年-2019上半年宏观经济增速降档拖累需求, 产业链库存持续高企, 年内7月起龙头纸企主动去库, 目前库存周期已经见底, 旺季下半段提价开始落地。**中期供需分析:** **需求端:** 箱板瓦楞纸与消费包装(以白卡为主)年内受贸易战影响增速大幅降档, 但长期看预期随着下游食品家电等出货增长消费量仍具韧性; **供给端:** 近年受到原料限制产能投放进度大幅减弱, 且实际落地多为置换产能。**竞争格局:** 箱板瓦楞当前 CR4 约 31%尚有大幅空间, 是太阳纸业未来扩张的主力方向之一。后期随着原料(外废)受到限制, 预期集中度将加速向成本优势的龙头集中。

图 21: 箱板瓦楞纸社会库存与价格

图 22: 箱板瓦楞纸生产、消费量 (单位: 万吨)

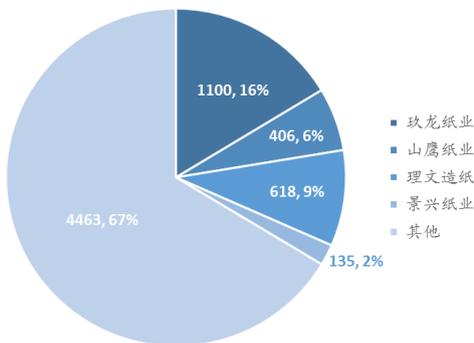


数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所



数据来源：中国造纸业协会，东吴证券研究所

图 23: 箱板瓦楞纸竞争格局



数据来源：卓创资讯，公司公告，东吴证券研究所

图 24: 箱板瓦楞纸新增投产

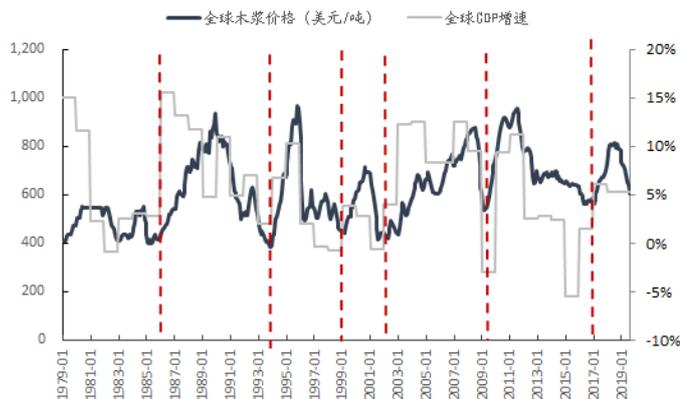
公司名称	产能 (万吨)	投产情况	预计投产时间
太阳纸业	80	老挝高档包装纸	2021Q1-Q2
玖龙纸业	35	泉州箱板纸	2019Q4
	60	沈阳箱板纸	2019Q4
	50	河北箱板纸	2020Q1
	60	东莞箱板纸	2020Q1
	55	马来西亚箱板纸	2021
山鹰纸业	100	荆州二期包装纸	2019Q4-2020Q1
博汇纸业	50	淄博箱板瓦楞纸	2020Q4
理文造纸	50	越南箱板纸	2019Q4
景兴纸业	60	马来西亚箱板瓦楞纸	-
总计	600		

数据来源：中国造纸业协会，东吴证券研究所

### 2.1.5. 纸浆：短期库存仍需消化，中期价格有向上弹性

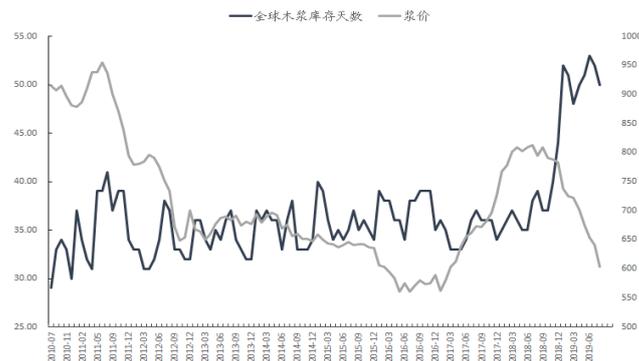
**年度价格复盘：**2018年-2019上半年受全球经济低景气影响，叠加商品浆前期产能投放较重，造成各市场港口库存高企，2018年原料纸浆价格(Q3)滞后纸企(Q2)开始降价，至19Q3针叶浆平均单价611.68美元/吨(环比-11.85%)，阔叶浆平均单价540.95美元/吨(环比-22.44%)，阔叶浆价由于接近厂商生产成本区间料价格已触底。虽然金鱼鸚鵡19年预计减产150-200万吨，但全球主要消费市场的港口库存尚处高位，短期消化较难(两地港口库存总计高于均值约200万吨)。**中期供需分析：**需求端：长期看下游文化纸、生活用纸、白卡纸等浆纸系纸种均处于稳定成长趋势，叠加外废进口限制扩张纤维缺口库，预计纸浆需求端仍将稳健扩容，保持250万吨/年的增量需求；供给端：商品木浆未来三年内投产放缓，产能增长缩量供给趋紧。**竞争格局：**全球交易商品浆当前CR10约57%，较13年44%上升13%，集中度相对较高。

图 25: 历史浆价波动周期



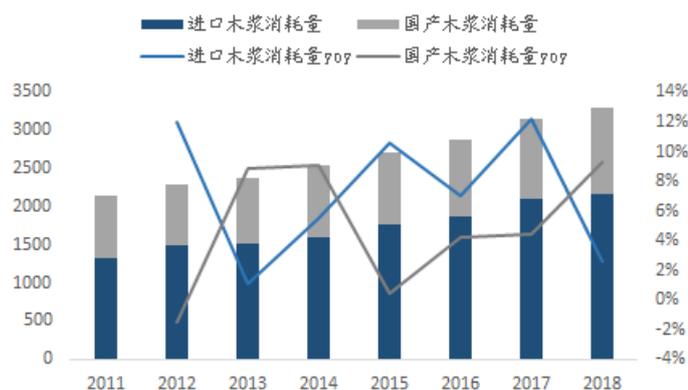
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 26: 库存天数与浆价对比



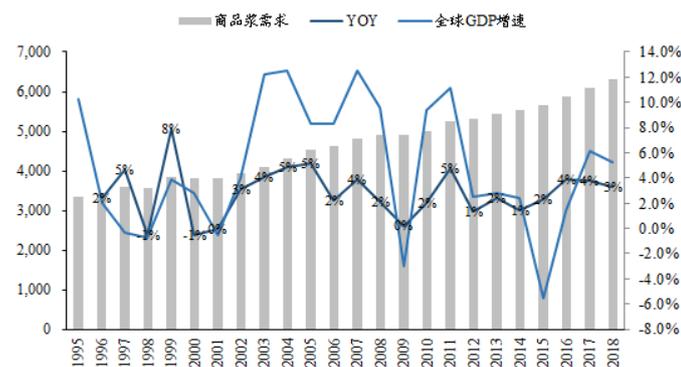
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 27: 进口木浆与国产木浆消耗结构



数据来源: 中国造纸协会, 东吴证券研究所

图 28: 全球商品浆需求增长



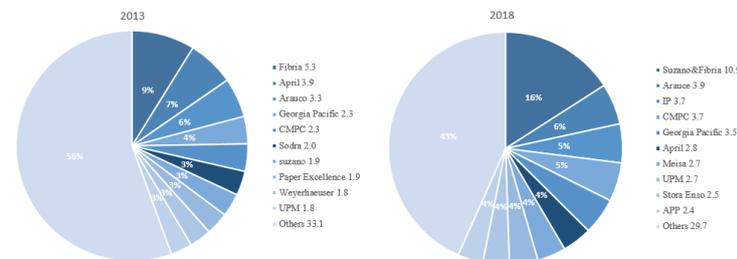
数据来源: Fibria 年报, RISI, 东吴证券研究所

图 29: 全球商品浆产能投放预期

(万吨)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
加拿大	0.5	-	-	-	-	-
挪威	-4	42	89.5	32	-	-
欧盟	18.5	-	-	-	-	-
美国	9	44	-	-3	-	-
拉丁美洲	26	14	-10	-20	-10	-
其他	4.5	37	23	10	-	-
Iberia	7	3.5	3	2	-	-
巴西金鱼	9.5	5	23	-	-	-
Klabin	64	44	2	-	-	-
CMPC guaiba	70	5.5	-	-	-	-
巴西纸浆厂	-	17.5	165	13	-	-
Eldorado	-	-	-	60	145	-
巴西其他	-8.5	-0.5	-	-	-	-
智利	13	-	-12	-	-	210
乌拉圭	7	-	-	-	-	-
中国	-1	-10	-	-	-	-
印尼	-11.5	130	32.5	5	-5	-
东欧	-	-	10	-	-	-
西欧	18.5	3	13	-	-	-
北美	-20.5	-8.0	-	-	-	-
合计	202	327	339	98.5	130	210

数据来源: Hawkins Wright, RISI, 东吴证券研究所

图 30: 全球商品浆竞争格局



数据来源: Fibria 年报, Hawkins Wright, 东吴证券研究所

### 2.1.6. 溶解浆：短期仍将低位运行，期待景气到来

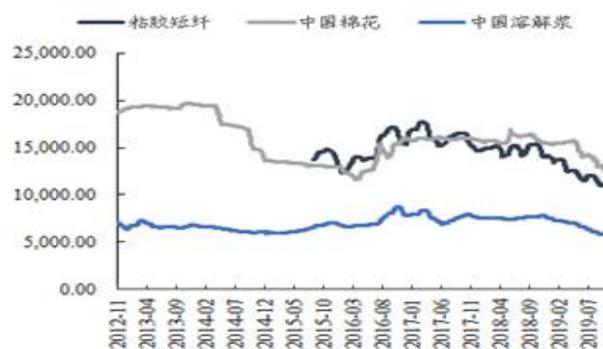
溶解浆的下游是黏胶纤维，而黏胶纤维和棉花有替代关系、两者均用于纺服原料。从溶解浆的历史价格跟踪，溶解浆、黏胶纤维、棉花的价格走势有较强的趋同性。我国是溶解浆的消费大国，2018年溶解浆产量占全球约25%、消耗量占全球约40%、进口依赖度达到60%以上。年内价格走势：受4月进口溶解浆的反倾销税到期、下游粘胶纤维市场需求不佳等因素影响，19Q2溶解浆价格开始出现下行，至11月中旬降至17年来的最低水平（5700元/吨），企业毛利极度压缩，预期后续下行空间有限，但上涨仍需催化。**中期供需分析：****需求端：**作为粘胶短纤的上游原料，根据国内粘胶短纤产能投放计划预计2018-2021溶解浆国内需求CAGR达9%；**供给端：**进口方面，2018-2021溶解浆国外预期新建产能的CAGR仍高达13%；国内方面，尚无较重的产能投放；综合供需预期价格短期反弹动力有限。**竞争格局：**国内以亚太森博、太阳纸业作为国内优势制浆企业集中度相对较高，但需要考虑进口冲击。

图 31：国内棉花价格



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 32：棉花、溶解浆、粘胶纤维价格走势



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 33：国内溶解浆竞争格局

企业	所在地	产能/(万吨/年)
石砚纸业	吉林延边	10
青山纸业	福建青州	10
安徽华泰	安徽安庆	10
骏泰纸业	湖南怀化	30
湖北黄冈晨鸣	湖北黄冈	30
太阳纸业	山东兖州	50
亚太森博	老挝	30
亚太森博	山东日照	120
合计		290

注：晨鸣与亚太森博共150万吨溶解浆产能目前用于做纸浆

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 34：国内外溶解浆投产计划

公司	新增产能	国家	投产时间
晨鸣纸业	30	中国	2018（目前生产纸浆，随时切换溶解浆）
亚太森博	120	中国	2018（目前生产纸浆，随时切换溶解浆）
亚太资源集团	100	印尼	2019年6-7月（阔叶浆线改造，可切换溶解浆）
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

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 35：溶解浆后期的供需预测（单位：万吨）

单位：万吨	2018	2019	2020E	2021E
全球总供给	707	763	798	978
其中：国内供给	107	107	107	107
国外供给	600	656	691	871
中国国内消耗	389	452	478	504
其中：国产	107	107	107	107
进口	282	345	371	397

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2.2. 外废严控进口、原料缺口扩大，纤维替代增量需求逐渐释放

外废缺口推升纤维市场原料价格，资源禀赋优势企业最为获利。自固废管理中心推进废纸限额政策以来，我国的废纸进口总量由 2017 年的 2572 万吨持续下降至 2019 年的 1170 万吨，减少幅度超过 50%。2018 年环保部再次提出力争到 2020 年年底基本实现固体废物零进口，预期 20-21 年外废进口额度将持续大幅压缩。我们判断纤维缺口矛盾在 18/19 年已经出现，但是由于废纸系产业链库存清理、中美贸易战及经济需求有所下降，原料及原纸的供给不足所带来的价格弹性尚未释放。我们判断 2020 年纤维原料的供给缺口持续扩大，通过测算考虑固废回收率提升、再生浆和包装纸的进口抵消，预期综合至少拉动市场近 1000 万吨的纤维增量需求，利好固废价格、纸浆价格抬升。

表 8：废纸缺口测算（单位：万吨）

单位：万吨	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
废纸总消费	7593	7769	7814	7859.2	6703	6470	5900
其中：外废	2752	2928	2850	2572	1703	1170	600
固废	4841	4841	4964	5286	4964	5300	5300
废纸浆进口量	-	-	-	1	30	100	268
包装纸净进口抵消	-106	-30	-66	67	203	209	250
纤维缺口	-	-	-	-	707	815	1075

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

**我们判断：**纤维缺口显现必将造成实质供需矛盾，固废价格抬升预期推动箱板纸价格向上，太阳纸业由于掌握稳定的原料禀赋相对最为利好；另化机浆等其他纤维源的替代需求加强，木浆价格走势或具向上的需求拉动。考虑废纸、纸浆的自给比率进行敏感性分析，预期 2020-2021 年公司的盈利水平具有较大弹性。

表 9：太阳纸业对原料敏感性分析

净利润变动	纸浆价格变动											
	-200	-100	0	+100	+200	+300	+400	+500	+600	+700	+800	
废纸价格变动	-200	-8%	-6%	-4%	-2%	0%	2%	4%	6%	7%	9%	11%
-100	-6%	-4%	-2%	0%	2%	4%	6%	7%	9%	11%	13%	
0	-4%	-2%	0%	2%	4%	6%	8%	9%	11%	13%	15%	
+100	-2%	0%	2%	4%	6%	8%	9%	11%	13%	15%	17%	
+200	0%	2%	4%	6%	8%	10%	11%	13%	15%	17%	19%	
+300	2%	4%	6%	8%	10%	11%	13%	15%	17%	19%	21%	
+400	4%	6%	8%	10%	11%	13%	15%	17%	19%	21%	23%	
+500	6%	8%	10%	12%	13%	15%	17%	19%	21%	23%	25%	
+600	8%	10%	12%	13%	15%	17%	19%	21%	23%	25%	27%	
+700	10%	12%	13%	15%	17%	19%	21%	23%	25%	27%	29%	
+800	12%	14%	15%	17%	19%	21%	23%	25%	27%	29%	31%	

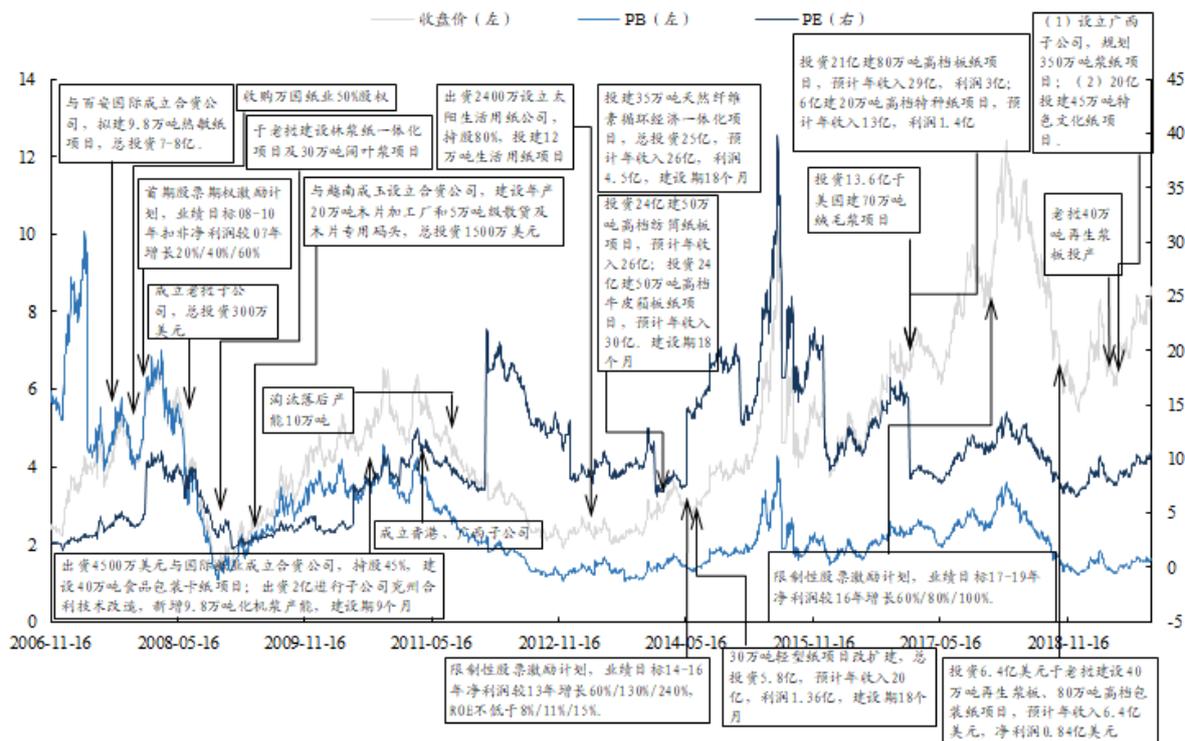
数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

### 2.3. 坚定推荐前瞻优势布局的太阳纸业

**中期产量持续稳健释放，价格、盈利均具向上弹性：**1) 文化纸：2019Q4 提价落地略超预期，叠加库存低位价格较难回落，利好文化纸盈利维稳；此外逆势扩张产能，2020 末计划在本部兖州继续投产 45 万吨双胶纸，2021 年广西项目也预期贡献增量；2) 牛皮箱板纸：废纸缺口原料趋紧背景下国废价格有望提升推动箱板纸价反弹，同时 2020 一季度投产本色浆预期增加箱板纸原料自给，箱板纸盈利改善趋势明确；此外老挝两条合计 80 万吨高档包装纸项目预计将于 2021 年上半年试生产，贡献产能增量。

**长期上下游多元化布局奠基，成长路径清晰：**复盘太阳纸业历史发展，公司持续依赖上游资源建设、多元化纸种布局，并前瞻开拓老挝市场，能够实现超越周期波动的成长；产能投放方面，逆势扩张保障成长、资源禀赋持续强化，今年 10 月开工的广西北海 350 万吨林浆纸一体化项目有效铺垫公司未来 3-5 年成长基调，成长思路明确！我们预计公司 19-21 年营收分别为 226.86 / 249.74 / 293.58 亿元（+4.2% / +10.1% / +17.6%），归母净利 21.12 / 23.77 / 30.29 亿元（-5.6% / +12.6% / +27.4%），对应当前股价 PE 为 11.08X / 9.84X / 7.73X，维持“买入”评级！

图 36：太阳纸业历史复盘



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

**风险提示：**原材料价格波动，产品价格下跌风险，产能投放不及预期，进口限额政策超预期

太阳纸业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	10783	11752	13957	17148	<b>营业收入</b>	21768	22686	24974	29358
现金	1971	2269	2497	2936	减:营业成本	16663	17882	19617	22896
应收账款	1464	2068	2077	3117	营业税金及附加	138	144	159	187
存货	2168	1806	3098	3443	营业费用	750	817	887	1028
其他流动资产	5180	5609	6285	7651	管理费用	824	685	756	892
<b>非流动资产</b>	18740	20021	21385	22666	财务费用	720	624	708	730
长期股权投资	137	130	124	118	资产减值损失	10	10	10	10
固定资产	16618	16837	17464	18295	加:投资净收益	6	8	9	11
在建工程	637	1818	2409	2705	其他收益	12	12	12	12
无形资产	860	876	1006	1143	<b>营业利润</b>	2692	2531	2845	3627
其他非流动资产	489	359	381	406	加:营业外净收支	28	35	44	55
<b>资产总计</b>	29523	31773	35342	39814	<b>利润总额</b>	2720	2566	2889	3681
<b>流动负债</b>	13963	14966	16806	18536	减:所得税费用	477	450	507	646
短期借款	5216	4702	5484	5661	少数股东损益	5	4	5	6
应付账款	2307	3421	4426	4733	<b>归属母公司净利润</b>	2238	2112	2377	3029
其他流动负债	6440	6843	6896	8142	EBIT	3531	3302	3714	4542
<b>非流动负债</b>	2931	2774	2437	2581	EBITDA	4680	3427	4029	4542
长期借款	1794	1563	1610	1656					
其他非流动负债	1138	1211	827	925	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	16895	17740	19243	21117	每股收益(元)	0.86	0.81	0.92	1.17
少数股东权益	56	311	289	218	每股净资产(元)	4.85	5.29	6.10	7.13
	12573	13722	15810	18479	发行在外股份(百万股)	2593	2592	2592	2592
归属母公司股东权益					ROIC(%)	14.1%	12.8%	12.8%	14.0%
<b>负债和股东权益</b>	29523	31773	35342	39814	ROE(%)	19.1%	15.8%	15.8%	17.4%
					毛利率(%)	23.5%	21.2%	21.4%	22.0%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	销售净利率(%)	10.3%	9.3%	9.5%	10.3%
经营活动现金流	4478	3878	2640	3123	资产负债率(%)	57.2%	55.8%	54.4%	53.0%
投资活动现金流	-3038	-1516	-1630	-1637	收入增长率(%)	15.2%	4.2%	10.1%	17.6%
筹资活动现金流	-2531	-2063	-782	-1048	净利润增长率(%)	10.5%	-5.6%	12.6%	27.4%
现金净增加额	-1146	298	229	438	P/E	10.46	11.08	9.84	7.73
折旧和摊销	1148	125	315	413	P/B	1.86	1.71	1.48	1.27
资本开支	3035	1516	1630	1637	EV/EBITDA	6.56	9.09	7.80	5.15
营运资本变动	-1964	-33	365	1460					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

