

太阳纸业（002078）：林浆纸一体化布局正当时，多元化战略平抑周期波动

2020年04月09日

推荐/首次

太阳纸业 公司报告

林浆纸一体化为行业趋势，太阳纸业布局正当时。公司在老挝的林浆纸一体化项目已初具生产规模，在广西的350万吨林浆纸一体化项目也在有序进行，20-21年将迎来产能释放期。林浆纸一体化有助于公司打造完备的原料供应体系并实现企业转型升级，提高公司市场竞争力和可持续发展能力。

四三三战略拓展新领域，业务多元化平抑周期波动风险。生物质新材料业务拓展迅速，溶解浆和牛皮箱板纸营收占比分别实现14.55%和12.13%。其中，太阳纸业溶解浆有效产能优势明显，随着下游粘胶短纤价格触底，溶解浆盈利有望修复；低克重高档牛皮箱板纸生产技术全球领先，主打高端产品市场顺应消费升级趋势。四三三战略规划将助力太阳从文化用纸龙头跻身造纸行业龙头，是公司平抑周期波动风险的重要抓手。

文化纸供需格局改善，市场集中度有望持续提升。由于教辅材料以及党建书籍的相关需求，文化用纸需求体现出了较强的韧性。当前文化用纸行业供需格局改善，由于环保政策的持续收紧，中小产能迅速出清，市场集中度有望进一步提升。太阳纸业文化用纸产能市占率及毛利率行业领先，双胶纸、铜版纸产能市占率分别为13%和13%，毛利率分别为27.29%和28.46%。

外废缺口龙头优势凸显，限塑令提升白卡纸市场空间。2020年已公布四批限制类进口名单，累计核定量进一步缩窄至322万吨。随着下游需求的复苏，外废缺口有望显现；龙头企业原材料自给率不断提升，成本端竞争优势明显。同时限塑令提升了白卡纸的长期需求。当前白卡纸行业CR4超过90%，竞争格局持续改善，龙头话语权加强。下游需求的复苏或将带来新一轮提价，企业盈利水平有望持续改善。

盈利预测及投资评级：预计公司19-21年实现营收226.61/240.58/260.24亿元，EPS为0.84/0.96/1.17元，对应的PE分别为10.38x/9.15x/7.47x。首次覆盖给予公司“推荐”评级。

风险提示：纸浆价格波动，纸价下跌，海外产能建设进度不及预期等。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	18,894.29	21,768.40	22,661.49	24,057.59	26,024.33
增长率(%)	30.71%	15.21%	4.10%	6.16%	8.18%
归母净利润(百万元)	2,024.23	2,237.61	2,185.58	2,477.00	3,035.91
增长率(%)	91.55%	10.54%	-2.33%	13.33%	22.56%
净资产收益率(%)	19.61%	17.80%	15.02%	14.52%	15.10%
每股收益(元)	0.80	0.86	0.84	0.96	1.17
PE	10.94	10.17	10.38	9.15	7.47
PB	2.20	1.80	1.56	1.33	1.13

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

太阳纸业成立于1982年，是国内重要的综合性纸浆产品供应商之一，公司的业务范围主要覆盖产业用纸、生物质新材料、快速消费品。目前，太阳纸业在海内外均设有生产基地，公司在老挝的林浆纸一体化项目已初具规模，在广西的林浆纸一体化项目也在有序进行。

未来3-6个月重大事项提示：

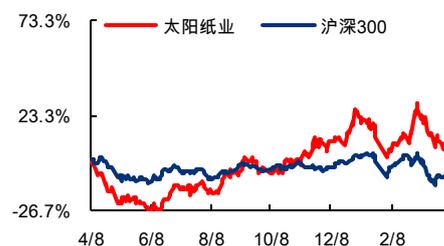
2020-04-21 年报预计披露

2020-04-30 一季报预计披露

交易数据

52周股价区间(元)	10.77-6.08
总市值(亿元)	226.78
流通市值(亿元)	224.87
总股本/流通A股(万股)	259,177/256,998
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.88

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：张凯琳

010-66554087

zhangkl@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480518070001

研究助理：王长龙

010-66554045

wangcl@dxzq.net.cn

研究助理：常子杰

010-66554040

changzj@dxzq.net.cn

目 录

1. 林浆纸一体化为大势所趋，太阳纸业布局正当时	4
1.1 太阳纸业：海内外布局坚持可持续发展战略	4
1.2 国际龙头林浆纸一体化已成趋势	5
1.3 林浆纸一体化产能持续扩张，太阳纸业坚持可持续发展路线	6
1.3.1 老挝林浆纸一体化项目	6
1.3.2 广西北海林浆纸一体化项目	7
2. 四三三战略——业务多元化平滑周期波动风险	8
2.1 生物质新材料：充分挖掘原材料使用价值，提高原材料利用率	8
2.2 快消品：平滑周期波动风险的重要抓手	12
3. 文化用纸供需改善龙头占优，包装用纸产能持续释放盈利有待提升	12
3.1 文化用纸：供需关系改善，文化用纸需求有韧性	12
3.2 包装用纸：废纸缺口或现龙头优势凸显，限塑令提升白卡纸市场空间	17
3.2.1 外废政策收紧，龙头企业海外布局占先机	17
3.2.2 行业整合提升市场集中度，限塑令推升白卡纸长期需求	19
4. 投资建议与投资评级	20
4.1 投资建议	20
4.2 投资评级	21
5. 风险提示	21
相关报告汇总	23

插图目录

图 1： 太阳纸业产品结构	4
图 2： 太阳纸业营收及增速情况	4
图 3： 太阳纸业归母净利润及增速情况	4
图 4： 太阳纸业股权结构	5
图 5： 太阳纸业老挝林浆纸一体化项目进展情况	7
图 6： 广西北海市地理位置情况	8
图 7： 广西林浆纸一体化项目开工仪式现场	8
图 8： 2018 年全球溶解浆产能分布情况	8
图 9： 太阳纸业溶解浆和牛皮箱板纸营收情况	8
图 10： 生物质新材料应用说明	9
图 11： 2018 年全球溶解浆产能分布情况	9
图 12： 国内溶解浆进口情况	9
图 13： 粘胶短纤和溶解浆价格指数情况	11
图 14： 太阳纸业生活用纸收入及营收占比情况	12
图 15： 旗下生活用纸品牌幸福阳光产品展示	12
图 16： 铜版纸产销及增速情况	13

图 17: 未涂布纸产销及增速情况	13
图 18: 人均购书量与人均购书金额情况	13
图 19: 双胶纸厂商产能分布情况	15
图 20: 铜版纸厂商产能分布情况	15
图 21: 太阳纸业分产品营收占比情况	16
图 22: 太阳纸业部分文化用纸品牌展示	16
图 23: 太阳纸业文化用纸营业收入情况	16
图 24: 太阳纸业分产品毛利率情况	16
图 25: 同行业非涂布文化用纸毛利率对比情况	17
图 26: 同行业铜版纸毛利率对比情况	17
图 27: 外废价格波动情况	18
图 28: 国废价格波动情况	18
图 29: 纸浆进口数量变化情况	19
图 30: 废纸系产成品进口数量变化情况	19
图 31: 白卡纸市占率情况	19
图 32: 白卡纸价格变化情况	19
图 33: 牛皮箱板纸和瓦楞纸营业收入情况	20
图 34: 同行业包装用纸毛利率对比情况	20

表格目录

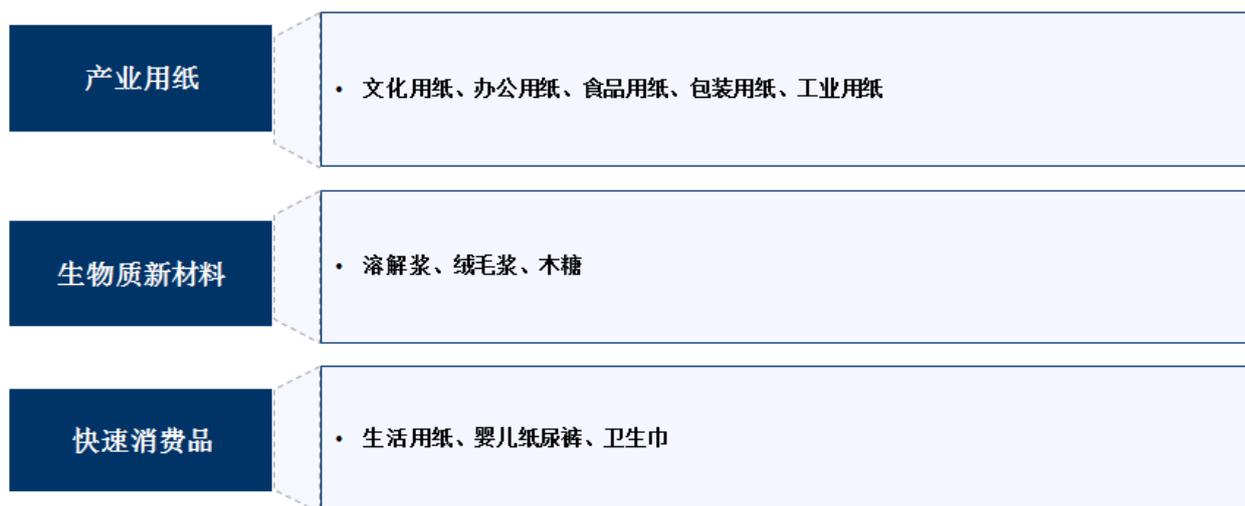
表 1: 太阳纸业林浆纸一体化投产情况	6
表 2: 国内溶解浆产能情况	10
表 3: 高档牛皮箱板纸投产情况	11
表 4: 太阳纸业生活用纸经营情况	12
表 5: 中国在校人数情况	14
表 6: 中国考研报名人数情况	14
表 7: 中国共产党员数量情况（单位：万）	14
表 8: 近年来外废政策情况	17

1. 林浆纸一体化为大势所趋，太阳纸业布局正当时

1.1 太阳纸业：海内外布局坚持可持续发展战略

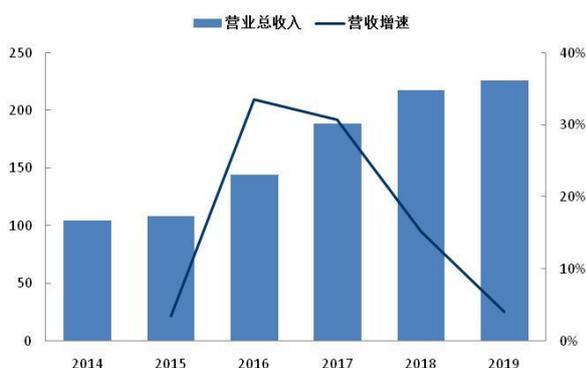
太阳纸业海内外布局，林浆纸一体化坚持可持续发展战略。太阳纸业成立于1982年，是国内重要的综合性纸浆产品供应商之一，公司的业务范围主要覆盖产业用纸、生物质新材料、快速消费品。目前，太阳纸业在海内外均设有生产基地，公司在老挝的林浆纸一体化项目已初具规模，在广西的林浆纸一体化项目也在有序进行。林浆纸一体化有助于公司打造完备的原料供应体系并实现企业转型升级，提高公司市场竞争力和可持续发展能力。

图1：太阳纸业产品结构



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图2：太阳纸业营收及增速情况



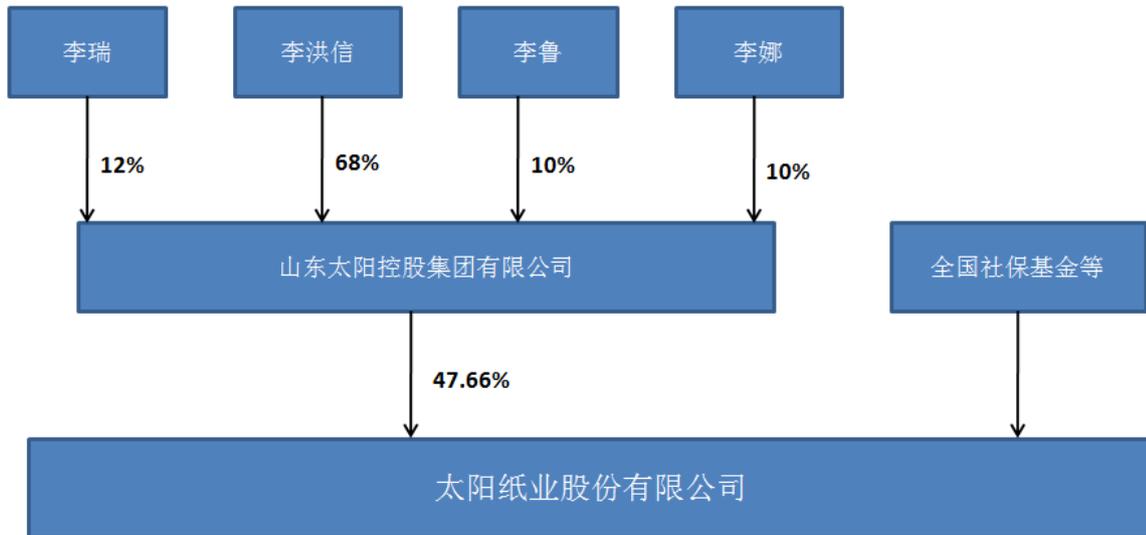
资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图3：太阳纸业归母净利及增速情况



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

股权结构：公司于2006年11月16日在深交所上市，目前公司总股本为25.92亿股。山东太阳控股集团有限公司持股比例为47.66%，为公司第一大股东。实际控制人李洪信先生持股山东太阳控股集团有限公司比例为68%。

图4：太阳纸业股权结构


资料来源：公司财报，东兴证券研究所

1.2 国际龙头林浆纸一体化已成趋势

从海外龙头的发展情况来看，林浆纸一体化是行业的必然发展趋势。由于木浆价格的周期属性，浆价深刻的影响着造纸行业的生产成本。同时随着社会的发展，各国环保政策不断趋严，造纸行业的生产条件日益苛刻。为了打破原材料和环保政策的制约，实现可持续发展，造纸企业选择通过林浆纸一体化项目向上游延伸，平抑成本端周期波动。

- ◆ **国际纸业：**国际纸业是全球造纸和包装行业的龙头企业。在美国本土拥有 27 家纸浆、造纸和包装纸工厂，166 家加工和包装车间，16 家回收车间；在加拿大、欧洲、印度、北美洲和拉丁美洲一共拥有 16 家纸浆、造纸和包装生产工厂，43 家加工和包装工厂以及 2 家回收厂。同时，公司还拥有 376 万公顷的森林，在美国拥有 13 个大兴苗圃，21 个种子园，每年优质松树苗 3 亿株，阔叶树苗 8000 多万株。国际纸业实现林浆纸一体化的同时，也向下延伸到了下游回收环节。
- ◆ **斯道拉恩索：**斯道拉恩索集团在全球 30 多个国家拥有 26000 名员工，年销售额达 105 亿欧元。2018 年斯道拉恩索完成了对林业资产的重组，目前在瑞典拥有林地达 140 万公顷。林地的直接所有权让集团能够进一步提升可持续的森林管理战略，增强原材料自给自足的能力。集团于 2002 年投资建设广西林浆纸一体化项目，在广西建立 16 万公顷的桉树人工林基地。同时，斯道拉恩索积极开展包装业务、生物质材料业务以及消费纸板业务，始终坚实多元化业务发展模式。
- ◆ **芬欧汇川：**芬欧汇川集团是世界领先的跨国森林工业集团之一，在全球拥有 54 个生产基地，覆盖 12 个国家，拥有 193000 名员工。作为新型森林工业的引导者，芬欧汇川非常重视可持续发展战略。目前，芬欧汇川拥有 110 万公顷自营森林并管理者超过 150 万公顷的私人林地和种植林。同时，芬欧汇川集团非常重视回收利用，是全球最大的使用回收废纸生产印刷用纸的企业，1/3 的原材料来自于回收纤维。

借鉴国际龙头的发展经验，国内造纸企业纷纷开展林浆纸一体化项目。APP 集团进入中国市场以来造林 400 万亩并建立了多家制浆厂；晨鸣纸业浆纸一体化布局较早，目前三大浆厂已全部投产，基本实现纸浆自给；

太阳纸业林浆纸一体化项目进入了投产初期阶段，未来将持续释放产能。

1.3 林浆纸一体化产能持续扩张，太阳纸业坚持可持续发展路线

太阳纸业林浆纸一体化布局正当时，未来将迎来产能释放期。近年来，太阳纸业在海内外稳步实施一体化产能投放计划，在邹城、广西、老挝齐发力，未来几年即将迎来产能收获期。与外购木浆相比，自制浆成本优势明显，有助于产成品高毛利率的维持。

- ◆ **老挝：**太阳在老挝的 30 万吨溶解浆产能已经投产，林浆纸一体化项目目前正在稳步推进。120 万吨造纸项目中的 40 万吨再生纤维素板生产线已经开始批量供应国内相关纸机的生产。同时 2 条年产 40 万吨高档包装纸生产线项目，预计将于 2021 年上半年进入试生产阶段。
- ◆ **广西：**太阳纸业在广西布局的 350 万吨林浆纸一体化项目于去年 10 月正式开工。项目计划分为两期建设，一期建设年产 80 万吨漂白化学阔叶浆、55 万吨文化用纸生产线及配套环保、生产辅助和公用设施；二期建设年产 60 万吨化机浆、50 万吨特种纸、15 万吨生活用纸、90 万吨白卡纸生产车间、相应的供热及其他配套设施。项目全部建成投产后，可实现年营业收入约 180 亿元。
- ◆ **邹城：**太阳纸业在邹城已经运行的项目包括 10 万吨木屑浆生产线、40 万吨半化学浆生产线，邹城 20 万吨本色高得率生物质纤维项目也于去年四季度投产。

表1：太阳纸业林浆纸一体化投产情况

地区	项目	产能	进度
老挝	溶解浆	30 万吨	已投产
	再生纤维素板	40 万吨	已投产
	高档包装纸	2*40 万吨	预计 2021 年上半年试生产
广西	漂白滑雪阔叶浆	80 万吨	一期建设中
	文化用纸	55 万吨	一期建设中
	化机浆	60 万吨	二期建设，等待一期项目投产
	特种纸	50 万吨	二期建设，等待一期项目投产
	生活用纸	15 万吨	二期建设，等待一期项目投产
邹城	白卡纸	90 万吨	二期建设，等待一期项目投产
	木屑浆	10 万吨	已投产
	半化学浆	40 万吨	已投产
	本色高得率生物质纤维	20 万吨	已投产

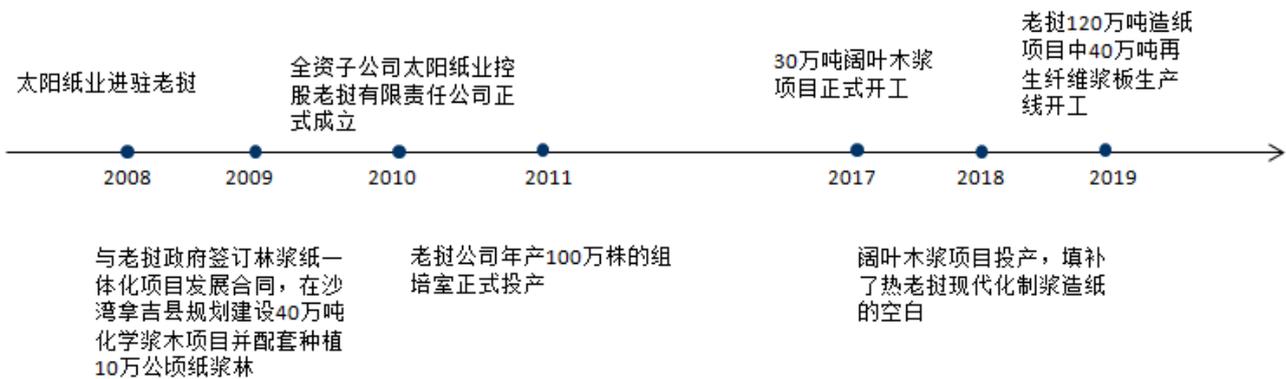
资料来源：网络整理，东兴证券研究所

1.3.1 老挝林浆纸一体化项目

地域优势明显，老挝林浆纸一体化项目提升企业竞争力。老挝的森林资源丰富，全国森林面积达一千四百万公顷，约占国土总面积的百分之六十；树种约有六百种，其中不乏全球珍贵树种，资源优势明显。同时，老挝当地人工成本较低，且由于太阳纸业在当地提供了大量的工作机会，享受当地政府提供的免税等优惠政策，具备一定的经营优势。太阳纸业在老挝的战略布局时间较早，2008 年就进驻老挝，配套种植 10 万公顷（150 万亩）纸浆林。从速生林的砍伐周期来看，桉树、杨树需要 5-8 年，松树需要 10 年以上，柳树生长周期略高于桉树、杨树。因此，太阳纸业的提前布局也构成了林浆纸一体化的时间周期壁垒。

项目进入产能释放期，持续提升原材料自给率。老挝林浆纸一体化项目初期，太阳把植树造林作为重中之重的工作；同时公司加快推进老挝 120 万吨造纸项目，力争 2-3 年内，在老挝建成 200 多万吨的造纸新材料产业园，为太阳纸业的国际化发展打下坚实的基础。经历了前期的植树造林期以及基地建设期，老挝项目即将进入产能释放期。投产进度方面，太阳纸业在老挝年产 30 万吨化学浆项目已经实现竣工达产。当前，老挝 120 万吨造纸项目中的 40 万吨再生纤维素浆板生产线已于 19 年 5 月进入试生产阶段，2 条年产 40 万吨高档包装纸生产线项目预计将于 2021 年上半年进入试生产阶段。

图5：太阳纸业老挝林浆纸一体化项目进展情况



资料来源：网络整理、东兴证券研究所

1.3.2 广西北海林浆纸一体化项目

太阳纸业与广西再续前缘，北海市将成为太阳海内外基地间重要枢纽。广西林浆纸一体化项目是太阳纸业在国内第一次走出山东的纸浆造纸项目。太阳纸业曾于 2010 年计划在广西进行浆纸的战略布局，拟于防城港市建设一体化项目，预计总投资 15 亿元左右。后来由于广西壮族自治区对产业的重新规划，项目终止。时隔七年，太阳重新启动广西战略布局计划，选址北海市作为项目基地。北海市与全球 98 个国家和地区的 216 个港口有着密切的贸易往来，拥有万吨级以上泊位 4 个，5 千吨以下的泊位 16 个，将是作为链接太阳老挝林浆纸基地与内地工厂的重要枢纽。同时，北海市拥有丰富的纸浆造纸行业发展经验。北海市是国际龙头芬兰斯道拉恩索集团在中国的生产基地，斯道拉恩索集团于 2002 年进入广西开始前期的植树造林工作，在 2014 年正式开工建设，目前在北海市拥有 20 万吨化机浆和 45 万吨液体包装纸的生产线。

投产计划稳步实施，未来几年将迎来产能快速释放。太阳纸业在广西布局的 350 万吨林浆纸一体化项目，已经于去年 10 月正式开工。该项目位于广西省北海市铁山港（临海）工业区，占地 3694 亩，项目计划分为两期建设，一期建设年产 80 万吨漂白滑雪阔叶浆、55 万吨文化用纸生产线及配套环保、生产辅助和公用设施；二期建设年产 60 万吨化机浆、50 万吨特种纸、15 万吨生活用纸、90 万吨白卡纸生产车间、相应的供热及其他配套设施。项目全部建成投产后，可实现年营业收入约 180 亿元。

图6：广西北海市地理位置情况



资料来源：百度地图，东兴证券研究所

图7：广西林浆纸一体化项目开工仪式现场

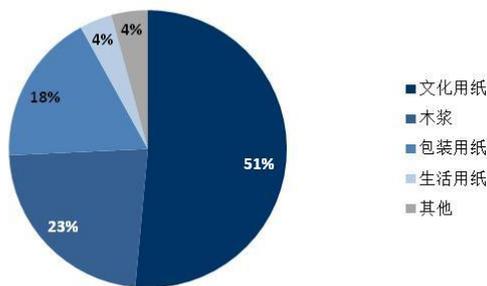


资料来源：公司官网，东兴证券研究

2. 四三三战略——业务多元化平滑周期波动风险

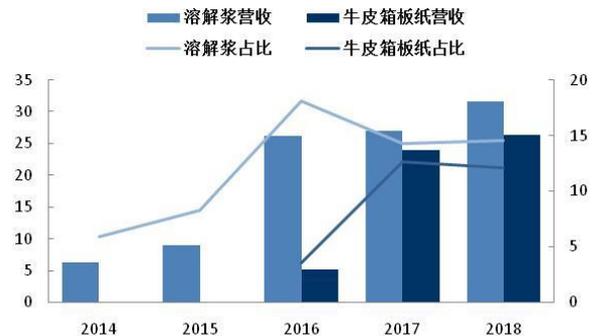
四三三战略多元化发展助力太阳平滑周期波动风险。太阳纸业推进林浆纸一体化项目的同时，积极拓展业务领域，实施多元化发展战略。公司于2012年提出四三三发展战略，巩固造纸主业的同时，发展生物质新材料，进军快速消费品行业，稳步构造造纸产品占40%，生物质新材料占30%，快消品占30%的“四三三”利润格局。四三三战略规划将有助于太阳纸业实现业务多元化发展，克服浆价周期性波动对公司业绩的影响。从公司2018收入结构来看，文化用纸收入占比高达51%，木浆收入占比23%，包装用纸收入占比18%，生活用纸收入占比4%。生物质新材料中，溶解浆占比14.55%，牛皮箱板纸占比12.13%。

图8：2018年全球溶解浆产能分布情况



资料来源：中国造纸协会，东兴证券研究所

图9：太阳纸业溶解浆和牛皮箱板纸营收情况

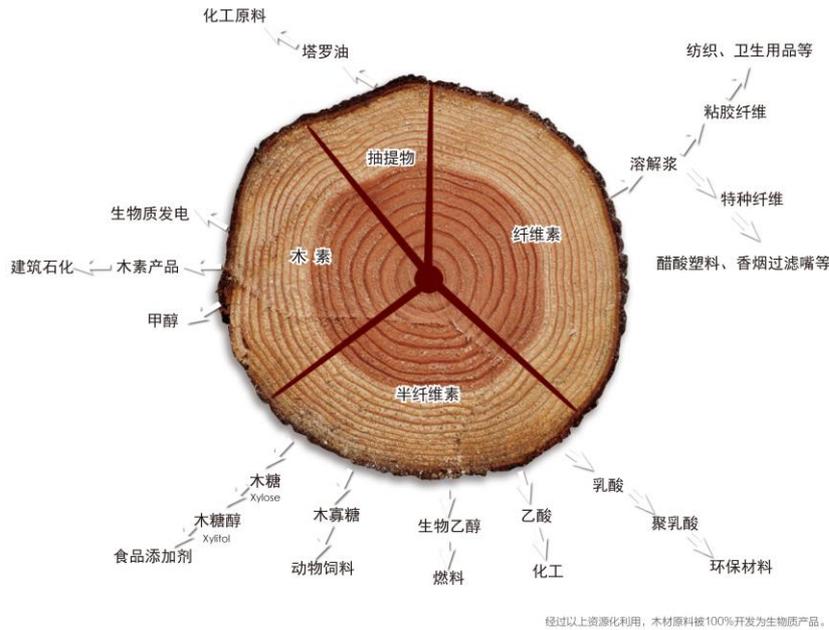


资料来源：WIND，东兴证券研究

2.1 生物质新材料：充分挖掘原材料使用价值，提高原材料利用率

太阳纸业通过生物质新材料业务的开展，充分挖掘原材料使用价值，提高原材料利用率。太阳纸业的新材料主要包含溶解浆（天然纤维素）、低克重高档牛皮箱板纸等。目前太阳的溶解浆年产规模80万吨，是中国最大、世界第三的溶解浆供应商。低克重高档牛皮箱板纸年产规模170万吨，产品除了克重低、强度高外，还具有耐水性好、湿强度高的特点。在生产过程中对纸张进行了抗水、防潮的特殊工艺设计，在产品的外包装设计，还可以用塑料拉伸膜进行包装，可满足不同层次客户的需求，广泛应用于物流包装、精密仪器、冷冻食品包装领域。

图10：生物质新材料应用说明



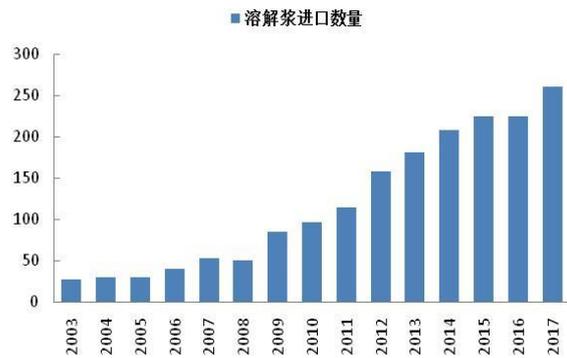
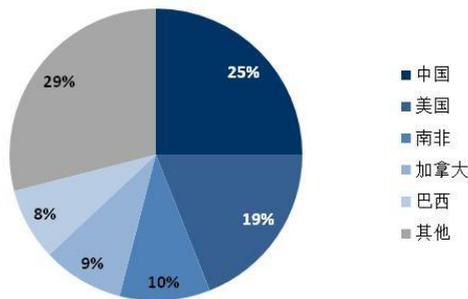
资料来源：公司官网、东兴证券研究所

◆ 溶解浆：

我国是全球溶解浆主要产地。溶解浆是经过滤后的、较纯净的绒毛浆，主要用于在轻工制造业尤其是化纤制造的原料。中国是全球最大的溶解浆产地，溶解浆产能为260万吨，2018年全球溶解浆产能约为1000万吨，国内产能约占全球的25%。产能前三的国家中，美国产能占比19%，南非产能占比10%。

图11：2018年全球溶解浆产能分布情况

图12：国内溶解浆进口情况



资料来源：中国造纸协会，东兴证券研究所

资料来源：WIND，东兴证券研究所

溶解浆应用广泛，需求持续上升。从溶解浆的应用来看，首先，溶解浆是生产粘胶纤维、醋酸纤维的主要材料。粘胶纤维是棉花的主要替代品，其质地与棉花相近，并且具有舒适性、透气性、环保等属性。中国同时

也是全球最大的粘胶纤维产地，2012年粘胶纤维产量约占全球总产量的62%。一方面，近年来随着我国棉花种植面积和产量的下降，主要厂商都在提高粘胶纤维的使用量，拉动粘胶纤维素的需求快速增长，溶解浆需求也随之增长；醋酸纤维是生产香烟过滤嘴的主要原材料，需求量随香烟消费量变化。其次，溶解浆可以用来生产纤维素醚，主要用作螯合剂、洗涤剂、墙体腻子粉、食品添加剂等的原料，与房地产市场景气度挂钩。同时，溶解浆还可以生产硝酸纤维，运用在军工产品的生产中，是炸药的主要原材料之一。

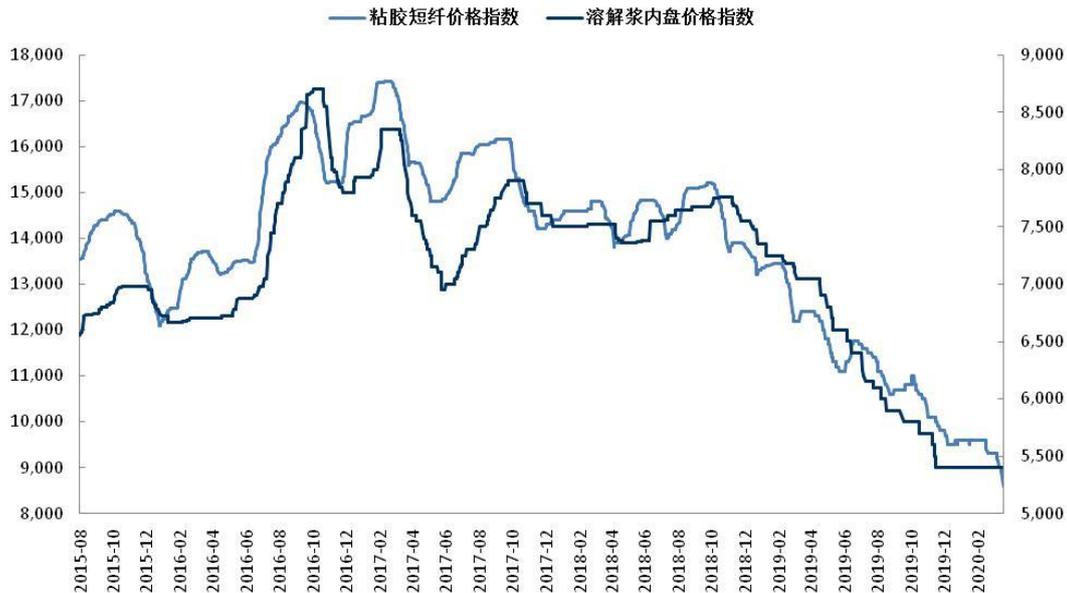
国内产能弹性较大，溶解浆进口量持续增加。当前国内溶解浆产能较多的企业分别为亚太森博、太阳纸业、晨鸣纸业、骏泰纸业。虽然总产能为260万吨，但由于国内大部分溶解浆生产线既可以生产溶解浆、也可以生产造纸浆，企业会根据需求及利润情况进行合理的生产安排，产能弹性较大。由于近年来造纸浆市场景气度较高，亚太森博和晨鸣纸业产能仍以造纸浆生产为主，2018年溶解浆实际产能为110万吨。同时由于溶解浆应用广泛，下游需求稳定增长，2017年溶解浆进口量高达260万吨，呈现逐年上升趋势。

表2：国内溶解浆产能情况

企业	所在地	产能（万吨/年）
亚太森博	山东日照	120（造纸浆为主）
太阳纸业	山东+老挝	50+30
晨鸣纸业	湖北黄冈	30（造纸浆为主）
骏泰纸业	湖南怀化	30
青山纸业	福建青州	10
华泰股份	安徽安庆	10
石岘纸业	吉林延边	10
合计		290（其中30在海外工厂）

资料来源：中国造纸协会，东兴证券研究所

需求回暖价格或将反弹，企业盈利能力有望恢复。价格方面，与19年年初相比，溶解浆价格下滑了2100元/吨。由于下游粘胶短纤市场行情的低迷，溶解浆价格自18年底持续回落。当前粘胶短纤和溶解浆价格均处于低位，随着需求逐渐回暖，价格有望进入上行通道，提升企业盈利水平。

图13：粘胶短纤和溶解浆价格指数情况


资料来源：Wind、东兴证券研究所

◆ 低克重高档牛皮箱板纸：

低克重高档牛皮箱板纸技术领先，主打高端市场顺应消费升级趋势。太阳纸业于2015年在宏河纸业基地建设投资50万吨低克重高档牛皮箱板纸项目，并于2016年7月开机投产；2017年在邹城工业园区投资建设80万吨高档板纸项目，其中包含40万吨高档牛皮箱纸项目。2018年宏河纸业基地二期80万吨高档包装纸项目投产。当前，太阳纸业低克重高档牛皮箱板纸产能约为170万吨。在生产环节上，无论是设备选型，还是工艺流程，或是生产参数等其他环节，低克重高档牛皮箱板纸生产线均达到了国际先进水平。从产品特点来看，低克重高档牛皮箱板纸具有低克重、环压强度高、耐水性好、湿强度高、耐折性能好等特点，广泛用于物流包装、精密仪器、冷冻食品包装等领域，主打高端市场，符合消费升级趋势。

表3：高档牛皮箱板纸投产情况

时间	具体情况
2015年	宏河纸业基地建设投资50万吨低克重高档牛皮纸项目
2017年	邹城工业园区投资建设80万吨高档板纸项目，其中包含40万吨高档牛皮箱板纸
2018年	宏河纸业基地二期年产80万吨高档包装纸项目投产投产（40万吨高档箱板纸及年产40万吨低克重高强瓦楞纸）

资料来源：网络整理，东兴证券研究所

◆ 新型纤维素原料：

保障国内包装纸机稳定运行，丰富产品矩阵。太阳纸业在邹城已经运行的项目包括10万吨木屑浆生产线、40万吨半化学浆生产线，分别在2018年4月和8月竣工投产，将有效的保证公司160万吨包装纸的原料供给。同时，邹城20万吨本色高得率生物质纤维项目也于去年四季度投产。公司新型纤维原料各项目的顺利达产，有效的保障了公司国内四条包装纸机的稳定运行，大幅度降低废纸的采购量。新型纤维原料项目的投产，也有利于丰富包装纸产品矩阵、提升产品品质。

2.2 快消品：平抑周期波动风险的重要抓手

快消品或将是太阳纸业平滑周期波动风险的重要抓手。快消品业务在太阳纸业营业收入中占比较低，生活用纸营收占比仅为 4%，产品主要包括生活用纸和儿童纸尿裤，其中生活用纸产能为 12 万吨。虽然业务占比较低，但太阳仍将快消品业务作为平滑周期波动风险的重要抓手之一。公司同时也在加强对该快消品的研发投入，2015 年研发出行业首款不添加荧光增白剂、干强剂、湿强剂、柔软剂等任何化学添加剂的无添加生活用纸，旗下生活用纸品牌幸福阳光主打无添加概念。曾经于 2017 年太阳纸业与日本制纸合作，在中国市场推出舒芽奇空气纸尿裤。虽然当前快消品收入占比较低，但是快消品业务的开展让太阳纸业可以根据市场需求的变化，适时的调整发展规划，通过在产品、原材料等方面的结构调整，使公司拥有更合理的产品配置以及成本控制能力。

图14：太阳纸业生活用纸收入及营收占比情况



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图15：旗下生活用纸品牌幸福阳光产品展示



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

表4：太阳纸业生活用纸经营情况

时间	项目
2013 年	成立山东太阳生活用纸有限公司
2014 年	12 万吨生活用纸项目正式启动, 包括 2 台 6 万吨安德里兹新月型原纸生产机和 14 万吨全自动化的加工配套生产线
2016 年	携手日本制纸 Crecia 股份公司, 推出婴儿护理创新品牌舒芽奇
2016 年	引进战略股东复星集团, 协助太阳纸业在快速消费品领域进行战略梳理, 并在全球范围内寻求生活用纸项目的共同投资及并购整合
2017 年	合伙北京同仁堂设立养老产业基金

资料来源：网络整理，东兴证券研究所

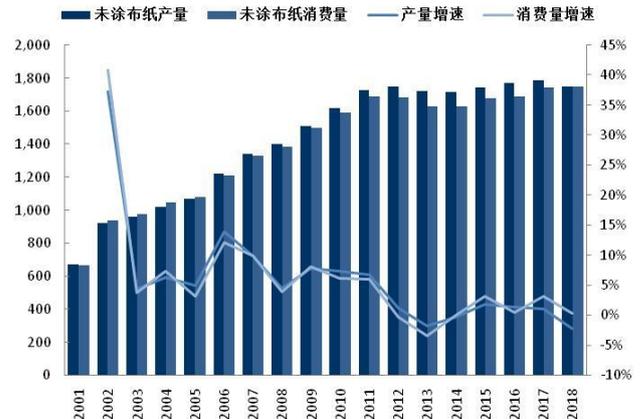
3. 文化用纸供需改善龙头占优，包装用纸产能持续释放盈利有待提升

3.1 文化用纸：供需关系改善，文化用纸需求有韧性

产销量基本稳定，文化用纸供需关系改善。从近年来铜版纸和非涂布印刷纸的生产量和销售量情况来看，基本维持稳定，增速趋近于零。由于环保政策的持续趋严，大量中小产能退出，文化纸的供需状况改善。铜版纸供过于求的情况有所缓解，非涂布印刷纸基本实现供需平衡。

图16：铜版纸产销及增速情况


资料来源：WIND，东兴证券研究所

图17：未涂布纸产销及增速情况


资料来源：WIND，东兴证券研究所

文化用纸需求韧性较强。随着国内疫情的缓解，复工情况日益改善，中小学也陆续开学。被递延的教辅类需求及党建书籍需求有望释放，文化用纸需求有望迎来快速反弹。近年来，由于教辅材料以及党建书籍等产品的相关需求，文化用纸需求体现出了一定的韧性。整体来看，据统计，2018年全国人均购书5.52册，同比增长5.34%，创2001年以来新高，连续三年保持正增长；人均图书消费70.42元，同比增长7.64%，同样也是历史新高，首次突破70元。

图18：人均购书量与人均购书金额情况


资料来源：Wind，东兴证券研究所

教辅材料方面，在校生数量增速保持稳定，高等教育申请人数高速增长，是教辅类需求的稳定保障。

◆ 以小学、初中、高中为代表，教辅资料使用量较高的阶段，在校生人数保持了较高的增速。同时，自2011年11月实施全面二孩政策以来，12、13年的新生小朋友当前正值入学年纪，二孩带来的婴儿潮，同样将是入学人数的稳定保障。

◆ 高等教育方面, 从最新公布的考研报考数据来看, 2020 年报考人数 341 万人, 同比增长 17.6%, 虽然增速较去年有小幅下行, 但仍然连续三年保持了高于 15% 的增速; 2019 年高考人数时隔十年再次突破万亿, 同比增速创 2010 年以来新高。高等教育申请的高增也将带动相关教辅材料的需求。

表5: 中国在校人数情况

指标\日期	2018-12	2017-12	2016-12	2015-12	2014-12	2013-12	2012-12	2011-12
研究生在校生数	273	264	198	191	185	179	172	165
同比增长 (%)	3.47%	33.24%	3.65%	3.45%	2.99%	4.31%	4.50%	6.98%
高等学校在校生数	2,831	2,754	2,696	2,625	2,548	2,468	2,391	2,309
同比增长 (%)	2.81%	2.14%	2.69%	3.05%	3.23%	3.21%	3.59%	3.44%
普通高中在校生数	2,375	2,375	2,367	2,374	2,400	2,436	2,467	2,455
同比增长 (%)	0.03%	0.33%	-0.33%	-1.09%	-1.45%	-1.27%	0.50%	1.13%
普通初中在校生数	4,668	4,455	4,357	4,346	4,431	4,488	4,826	5,121
同比增长 (%)	4.79%	2.23%	0.27%	-1.92%	-1.28%	-7.00%	-5.76%	-4.14%
普通小学在校生数	10,339	10,094	9,913	9,692	9,451	9,361	9,696	9,926
同比增长 (%)	2.43%	1.82%	2.28%	2.55%	0.97%	-3.46%	-2.32%	-0.14%
幼儿园在园人数	4,656	4,600	4,414	4,265	4,051	3,895	3,686	3,424
同比增长 (%)	1.22%	4.22%	3.49%	5.29%	4.01%	5.67%	7.63%	15.04%

资料来源: WIND、东兴证券研究所

表6: 中国考研报名人数情况

年份	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
考研报名人数 (万人)	341	290	238	201	177	165	172	176	166	151	141
同比增长 (%)	17.60%	21.80%	18.40%	13.60%	7.30%	-4.10%	-2.30%	6.30%	9.60%	7.50%	12.80%
高考人数 (万人)		1031	975	940	940	942	939	912	915	933	946
同比增长 (%)		5.74%	3.72%	0.00%	-0.21%	0.32%	2.96%	-0.33%	-1.93%	-1.37%	-7.25%

资料来源: 中国教育在线、东兴证券研究所

党建书籍方面, 党建工作的蓬勃开展也将是相关文化用纸需求的稳定保障。2021 年即将迎来建党一百周年, 党建工作将推升文化用纸需求。截止 2018 年, 我国共产党员人数共 9059.4 万名, 相比 2017 年净增加 103.0 万名; 当年发展党员数量 205.5 万名, 相比 2017 年净增加 7.3 万人。

表7: 中国共产党员数量情况 (单位: 万)

年份	党员数量	净增长	发展党员数量	净增长
2016	8944.7	68.9	191.1	-5.4
2017	8956.4	11.7	198.2	7.1
2018	9059.4	103.0	205.5	7.3

资料来源: 网络公开资料整理、东兴证券研究所

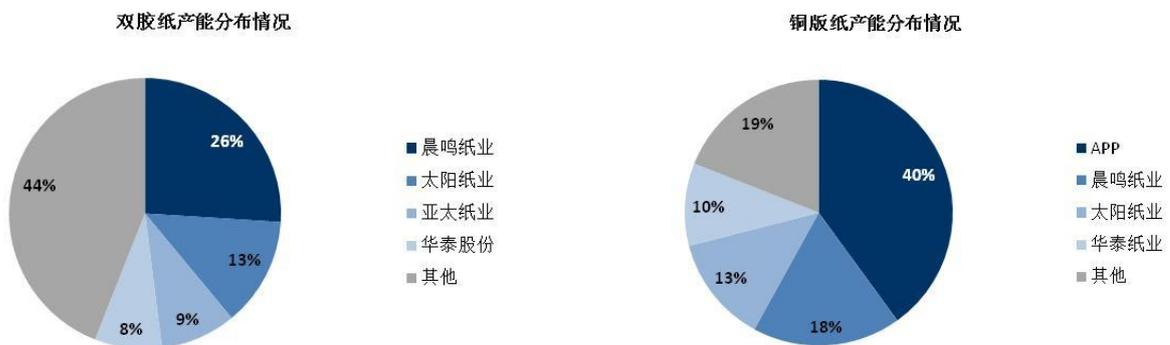
长期来看, 供需格局调整下, 头部企业逆市产能投放或将受益。受环保等政策的影响, 行业落后产能大量退出。行业供需格局的调整中, 文化用纸的集中度进一步提升。龙头企业由于逆市的产能投放策略, 将在行业供需格局调整中, 分得更大的市场份额。

◆ 双胶纸产业集中度仍有提升空间, 当前 CR4 为 56%。从各企业产能分布来看, 晨鸣纸业占比 26%, 太阳

纸业占比 13%，亚太纸业占比 9%，华泰股份占比 8%，其他占比 44%。

◆ 铜版纸格局较优，CR4 高达 81%。从各企业产能分布来看，APP 占比 40%，晨鸣纸业占比 18%，太阳纸业占比 13%，华泰股份占比 10%，其他占比 19%。

行业集中度提高，马太效应强者恒强。龙头企业在逆市中仍然有产能投放计划，太阳纸业拟投资的 45 万吨文化纸项目即将开工，博汇纸业拟投产 45 万吨静电复印纸。随着环保政策的持续收紧，文化用纸行业结构有望进一步分化，大厂商将进一步吞噬小厂商份额。

图19：双胶纸厂商产能分布情况
图20：铜版纸厂商产能分布情况


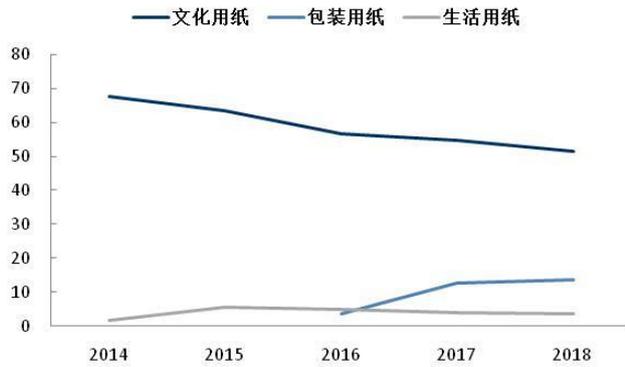
资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

文化用纸业务仍然是太阳纸业的主要业务。近年来公司实施四三三战略计划，太阳积极拓展新领域业务，导致文化用纸业务占比有所下降但仍然超过 50%。作为公司传统优势业务，公司旗下拥有金太阳、华夏太阳、乐考等全国知名品牌。其中，金太阳为太阳纸业系列品牌中的旗舰品牌，2011 年首批获得“中国驰名商标”。太阳纸业的铜版纸、双胶纸市占率均高达 13%，处于行业领先地位。

当前文化用纸市场接近存量市场，太阳产能稳定释放市场集中度仍有提升空间。一方面，随着环保政策的趋严，中小产能大量退出；另一方面龙头企业稳步实施扩产计划，不断抢占市场。太阳纸业在文化用纸市场龙头地位稳固，产能扩张有序且即将迎来产能释放期，市场份额有望进一步提升。当前，广西林浆纸一体化项目一期 55 万吨文化用纸正在建设中；同时，太阳在山东本部拟投资 45 万吨特色文化纸项目，建设周期 18 个月，投产后预计可实现年销售收入人民币 27.45 亿元。

图21: 太阳纸业分产品营收占比情况



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

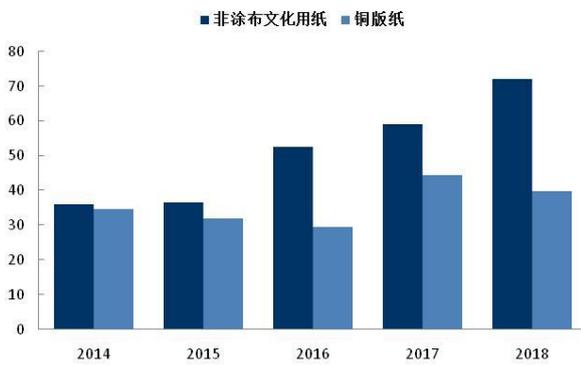
图22: 太阳纸业部分文化用纸品牌展示



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究

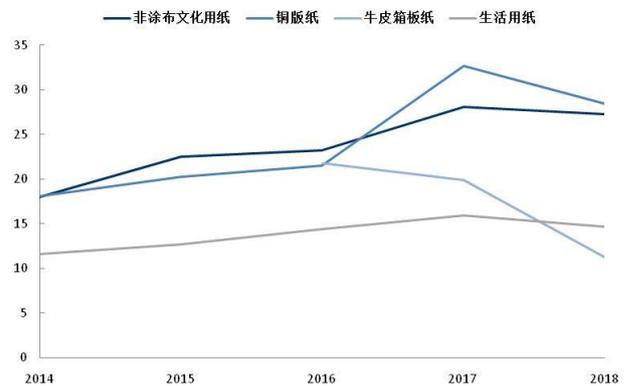
太阳文化用纸毛利率优势明显。从财务数据来看, 2018年太阳纸业非涂布文化用纸实现营收72亿元, 营收占比33%; 铜版纸实现营收40亿元, 营收占比18%; 文化用纸占比总营收高达51%。同时, 文化用纸在太阳纸业的所有业务中, 保持了较高的毛利率, 2018年年报数据显示, 非涂布文化用纸毛利率为27%, 铜版纸毛利率为28%, 高出包装用纸及生活用纸毛利率十多个百分点。与同行业企业相比, 太阳纸业近年来受益于林浆一体化项目, 文化用纸毛利率持续提升, 铜版纸和非涂布文化用纸的毛利率均处于行业领先地位。

图23: 太阳纸业文化用纸营业收入情况



资料来源: 公司官网, 观研网, 东兴证券研究所

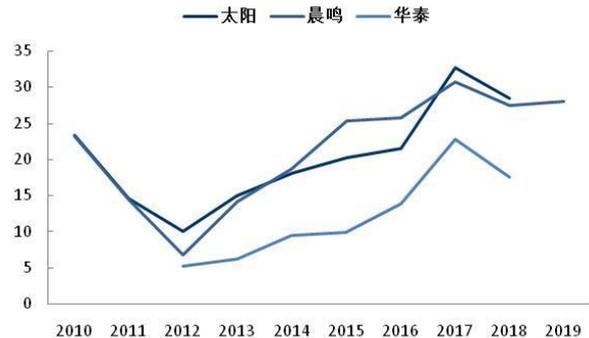
图24: 太阳纸业分产品毛利率情况



资料来源: 淘数据, 东兴证券研究

图25: 同行业非涂布文化用纸毛利率对比情况


资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图26: 同行业铜版纸毛利率对比情况


资料来源: WIND, 东兴证券研究所

3.2 包装用纸: 废纸缺口或现龙头优势凸显, 限塑令提升白卡纸市场空间

3.2.1 外废政策收紧, 龙头企业海外布局占先机

当前对于包装用纸市场的压制, 一方面来自于下游需求疲软, 一方面来自于政策持续收紧供给端承压。

- ◆ **供给端:** 随着外废政策的收紧以及环保政策的高压, 中小产能迅速出清; 同时, 瓦楞纸及箱纸板等废纸系纸类产品进口量快速增长, 都对包装用纸总产量带来下行压力。
- ◆ **需求端:** 包装用纸与经济周期的联动性较强, 受疫情冲击影响, 全球经济或将延续下行趋势, 外需走弱; 同时我国本身也在经历经济下台阶与经济转型带来的阵痛, 内生需求疲软。

外废配额持续压缩, 头部集中龙头企业优势凸显。截至4月初, 2020年已公布四批限制类进口名单, 累计核定量为322万吨, 对比2019年前四批核定总量554万吨, 进一步缩窄; 2019年全年共发布了十五批限制类进口名单, 总核定量为1079万吨。同时, 外废配额继续向大企业集中, 2019年外废配额CR4为64%。排名前四的企业依旧分别为玖龙、理文、山鹰、华泰。在外废政策的影响下, 外废价格呈现下降趋势, 而国废的价格由于需求缺口不断攀升, 价差不断的加大。龙头企业由于拥有一定量的外废配额进而获得成本优势; 同时, 龙头企业通过一体化布局, 原材料自给率不断提升, 成本端竞争优势明显。

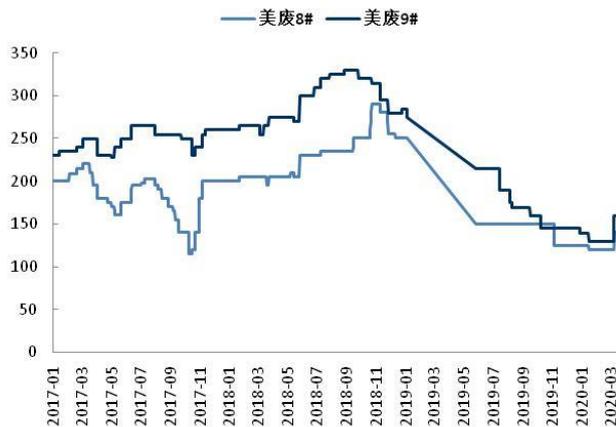
表8: 近年来外废政策情况

日期	出台机构	文件名称	政策要点
2013/9/29	环保部	《进口废纸环境保护管理规定》(征求意见稿)	进口废纸企业产能大于1万吨/年
2017/7/27	国务院	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	2017年底前禁止进口未经分拣的废纸
2017/8/10	环保部、海关、质检总局等	限制进口类可用作原料的固体废物目录	经过分拣瓦楞废纸、木浆废纸需申请进口许可
2017/10/23	环保部	《进口废纸环境保护管理规定(征求意见稿)》	生产能力应不小于30万吨/年, 含杂率0.3%
2017/12/15	环保部	限制进口类可用作原料的固体废物环境保护管理规定	取消委托代理商进口废纸资格

2017/12/15	环保部	关于发布《进口废纸环境保护管理规定》的公告	生产能力应不小于5万吨/年
2017/12/29	环保部	进口可作原料的固体废物环境保护控制标准—废纸或纸板	2018年3月1日执行进口废纸含杂率不超过0.5%（修订前为1.5%）
2018/6/24	国务院	《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》	力争2020年年底前基本实现固体废物零进口

资料来源：环保部官网等，东兴证券研究所

图27：外废价格波动情况



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图28：国废价格波动情况

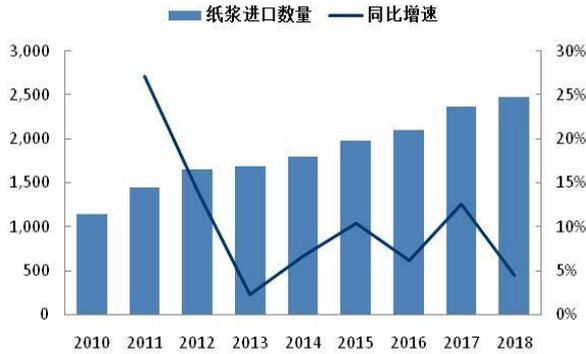


资料来源：WIND，东兴证券研究所

替代效应导致纸及纸浆的进口量大幅增加。近年来随着政策的持续收紧，替代效应明显，纸浆进口数量以及废纸系纸类产品进口量明显提升。2019年纸浆进口2720万吨，创历史新高的同时，保持了较为稳定的增速。与此同时，箱纸板和瓦楞原纸的进口数量均在2017年后出现了显著提升。2018年箱纸板进口总量207万吨，较2017年、2016年提升70万吨、11万吨；2018年瓦楞原纸进口总量111万吨，较2017年、2016年提升46万吨、103万吨。预计随着2020年年底固体废物零进口目标的稳步落实，纸浆及废纸系成品纸类的替代效应将更加明显。

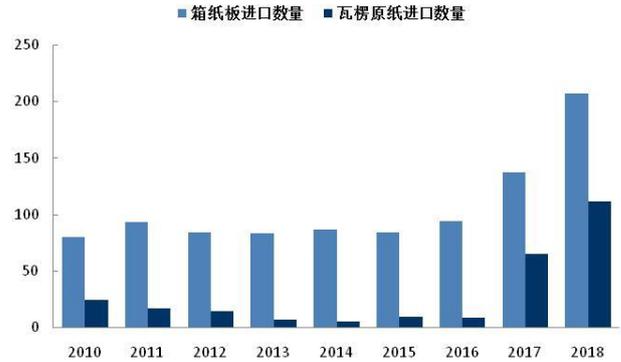
龙头企业海外布局占先机，海外扩产降低成本。为了应对废纸进口限制对原材料方面的影响，各大企业加速海外产能布局投资以及原材料基地建设，以缓解国内原料短缺的压力。大量企业选在成本较低、资源丰富的东南亚等地区投资建厂，降低生产成本。近年来，太阳纸业投资老挝阔叶木浆项目30万吨，玖龙美国NDPaper投资再生浆22+52+34万吨，理文造纸马来西亚投资纸浆55万吨+包装纸70万吨，景兴纸业拟投资马来西亚废纸浆板项目80万吨，预计未来造纸企业的海外布局仍将持续，龙头企业抢先布局占得成本优势先机，产业集中度有望进一步提升。

图29：纸浆进口数量变化情况



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图30：废纸系产成品进口数量变化情况



资料来源：WIND，东兴证券研究所

3.2.2 行业整合提升市场集中度，限塑令推升白卡纸长期需求

白卡纸市场集中度大幅提升，行业竞争格局持续改善。APP 集团收购博汇纸业后，二者白卡纸产能市占率高达 59%，为白卡纸行业绝对龙头。晨鸣纸业、太阳纸业，产能占比分别为 19%和 14%，行业 CR4 占比超过 90%。近两年随着环保政策的持续高压，中小产能不断退出，白板纸行业集中度将再次提升，行业竞争格局持续改善，龙头话语权有望加强。

限塑令的推行提升了白卡纸的长期需求。2020 年 1 月 19 日发改委发布了新版限塑令，指出“到 2020 年底，我国将率先在部分地区、部分领域禁止、限制部分塑料制品的生产、销售和使用”。白卡纸将通过纸餐盒、纸袋等产品形式，对塑料餐盒及塑料袋进行替代，外卖市场存在巨大的替换空间。当前无论是外卖平台、还是超市卖场，行业集中度都在提升过程之中，有利于限塑令的落地实施。

供需相对平衡，白卡纸提价凸显韧性。短期来看，股权转让对白卡纸产业供给并无太大影响。当前市场白卡纸新增产能较少，计划新增产能仅为太阳纸业广西林浆纸一体化项目二期的 90 万吨白卡纸；需求方面，受消费升级影响，白卡纸同样对白板纸形成替代。尤其是富阳地区的 100 万吨白板纸产能关停，白卡纸的替代需求凸显。供需弱平衡下，提价平稳落地。19 年初至今，白卡纸价格涨幅在 700-800 元之间。长期来看，下游需求有望持续改善。从成本端来看，浆价今年仍然有望维持低位。当前国际、国内木浆库存仍处于相对高位；海外疫情的爆发削弱了海外需求，预期今年上半年浆价仍将维持低位。国内白卡纸行业集中度有望持续提升，龙头企业话语权加强。需求的复苏或将带来新一轮提价，企业盈利水平有望持续改善。

图31：白卡纸市占率情况

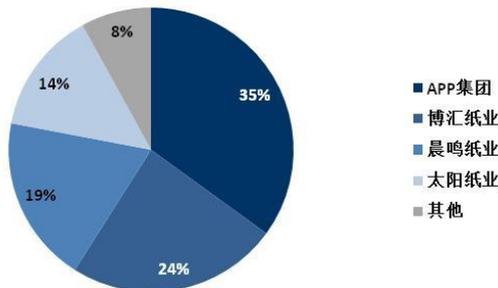
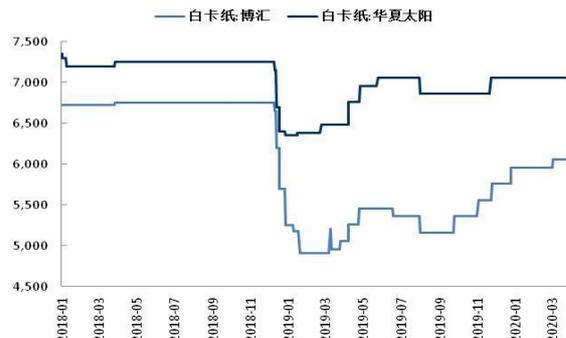


图32：白卡纸价格变化情况



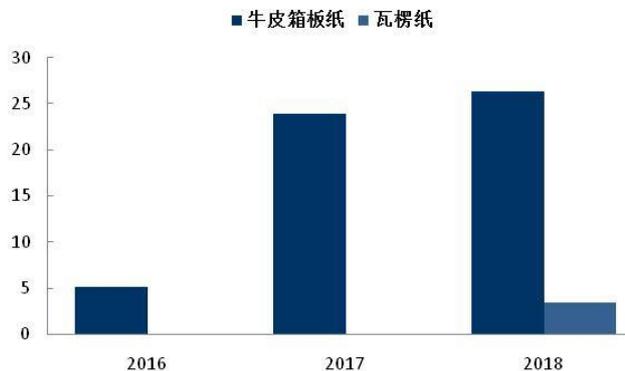
资料来源：中国造纸年鉴，东兴证券研究所

资料来源：WIND，东兴证券研究

原材料端布局，包装纸产能持续扩张。太阳纸业包装纸业务开展较晚，目前拥有约160万吨包装纸产能。近年来公司持续发力，在老挝的林浆纸一体化项目中，2条年产40万吨高档包装纸生产线项目预计将于2021年上半年进入试生产阶段。太阳纸业布局长远，从包装纸原材料端着手，在邹城已经运行的项目包括10万吨木屑浆生产线、40万吨半化学浆生产线，分别在2018年4月和8月竣工投产，有效的保证公司当前的160万吨包装纸的原料供给。老挝的120万吨造纸项目中，太阳纸业同样在原材料端布局，40万吨再生纤维素浆板生产线已于19年5月进入试生产阶段。包装纸原材料端布局将大幅提升太阳的原材料自给率，在国内废纸缺口逐步拉大的背景下，占据成本端优势，提升包装纸业务市场竞争力。

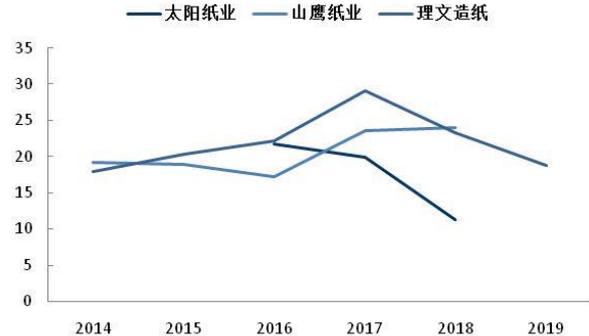
太阳包装用纸业务盈利水平有望提升。从财务数据来看，目前公司包装用纸主要产品为牛皮箱板纸。2016年投产后，生产规模持续扩张，在2018年实现营业收入26.40亿元，营收占比12.13%；瓦楞纸实现营收3.38亿元，营收占比仅为1.55%。与其他包装用纸企业相比，当前包装用纸产品毛利率还处于较低水平。未来随着公司包装用纸产能的持续释放以及原材料端的提前布局，包装用纸业务毛利率仍有提升空间。

图33：牛皮箱板纸和瓦楞纸营业收入情况



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图34：同行业包装用纸毛利率对比情况



资料来源：淘数据，东兴证券研究

4. 投资建议与投资评级

4.1 投资建议

林浆纸一体化为行业趋势，太阳纸业布局正当时。公司在老挝的林浆纸一体化项目已初具生产规模，在广西的350万吨林浆纸一体化项目也在有序进行，20-21年将迎来产能释放期。林浆纸一体化有助于公司打造完备的原料供应体系并实现企业转型升级，提高公司市场竞争力和可持续发展能力。

四三三战略拓展新领域，业务多元化平抑周期波动风险。从公司收入结构来看，造纸业务优势突出，文化用纸和包装用纸收入占比高达51%和18%；生物质新材料业务拓展迅速，溶解浆和牛皮箱板纸分别占比14.55%和12.13%。其中，太阳纸业溶解浆产能优势明显，随着下游粘胶短纤价格触底，溶解浆盈利有望修复；低克重高档牛皮箱板纸生产技术全球领先，主打高端产品市场顺应消费升级趋势。四三三战略规划将助力公司从文化用纸龙头跻身造纸行业龙头，是公司平抑周期波动风险的重要抓手。

文化纸供需格局改善，市场集中度有望持续提升。近年来，由于教辅材料及党建书籍等产品的需求，文化用

纸的需求体现出一定韧性。随着国内疫情缓解，复工情况日益改善，中小学陆续开学，下游需求有望迎来改善。当前文化用纸行业供需格局改善，由于环保政策的持续收紧，中小产能迅速出清，市场集中度有望进一步提升。太阳纸业是文化用纸龙头，产品产能市占率及毛利率行业领先，双胶纸、铜版纸产能市占率分别为13%和13%，毛利率分别为27.29%和28.46%。

外废缺口龙头优势凸显，限塑令提升白卡纸市场空间。截至4月初，2020年已公布四批限制类进口名单，累计核定量为322万吨，对比2019年前四批核定总量554万吨，进一步缩窄。随着下游需求的复苏，外废缺口有望显现，龙头企业通过一体化布局，原材料自给率不断提升，成本端竞争优势明显。同时限塑令提升了白卡纸的长期需求。当前白卡纸行业CR4超过90%，竞争格局持续改善，龙头话语权加强。目前市场白卡纸新增产能较少，计划新增产能仅为太阳纸业350万吨浆纸一体化项目二期的90万吨白卡纸广西生产车间；需求方面，受消费升级的影响，白卡纸同样对白板纸形成替代。供需弱平衡下，提价平稳落地。19年初至今，白卡纸价格涨幅在700-800元之间。长期来看，下游需求有望持续提升，企业盈利水平有望持续改善。

4.2 投资评级

随着国内疫情的缓解，复工率稳步提升，中小学陆续开课，文化用纸下游需求有望反弹。太阳纸业林浆纸一体化战略布局正当时，平抑成本端周期波动风险；坚持可持续发展道路，实施四三三发展战略，业务多元化市场空间广阔。预计公司2019-2021年实现营收226.61/240.58/260.24亿元，同比+4.1%/6.16%/8.18%，实现归母净利润21.86/24.77/30.36亿元，同比-2.33%/13.33%/22.56%，EPS为0.84/0.96/1.17元，对应的PE分别为10.38x/9.15x/7.47x。首次覆盖给予公司“推荐”评级。

5. 风险提示

纸浆价格波动，纸价下跌，海外产能建设进度不及预期等。

附表：公司盈利预测表

资产负债表			单位：百万元			利润表			单位：百万元		
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	10429	10783	11684	12697	14003	营业收入	18894	21768	22661	24058	26024
货币资金	2437	1971	2493	2887	3383	营业成本	13976	16663	17457	18374	19531
应收账款	1645	1464	1552	1648	1782	营业税金及附加	141	138	159	168	182
其他应收款	132	111	115	122	133	营业费用	663	750	793	842	911
预付款项	487	731	839	927	1033	管理费用	580	556	680	722	781
存货	1525	2168	2391	2517	2675	财务费用	571	720	788	736	715
其他流动资产	286	521	543	617	693	研发费用	0	267	295	313	338
非流动资产合计	15628	18740	20256	21951	23597	资产减值损失	24.97	10.39	10.00	10.00	10.00
长期股权投资	116	137	120	120	120	公允价值变动收益	-12.86	12.26	0.00	0.00	0.00
固定资产	10882	16618	15288	13959	12629	投资净收益	2.13	6.34	5.00	5.00	5.00
无形资产	664	860	828	799	771	加：其他收益	10.27	14.35	14.35	14.35	14.35
其他非流动资产	203	109	51	100	100	营业利润	2950	2692	2500	2912	3575
资产总计	26056	29523	31940	34648	37601	营业外收入	23.12	36.94	97.54	30.00	30.00
流动负债合计	11646	13963	13815	13693	13279	营业外支出	41.58	9.08	10.00	10.00	10.00
短期借款	5388	5216	4797	4396	3557	利润总额	2931	2720	2588	2932	3595
应付账款	2043	2307	2391	2517	2675	所得税	681	477	388	440	539
预收款项	962	826	925	902	947	净利润	2250	2242	2200	2492	3056
一年内到期的非流动负债	1173	1717	1717	1717	1717	少数股东损益	226	5	14	15	20
非流动负债合计	3587	2931	3243	3543	3843	归属母公司净利润	2024	2238	2186	2477	3036
长期借款	1474	1794	2094	2394	2694	主要财务比率					
应付债券	1929	985	1000	1000	1000		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	15232	16895	17059	17236	17122	成长能力					
少数股东权益	499	56	70	85	105	营业收入增长	30.71%	15.21%	4.10%	6.16%	8.18%
实收资本（或股本）	2593	2592	2592	2592	2592	营业利润增长	103.02%	-8.75%	-7.11%	16.46%	22.78%
资本公积	1446	1540	1540	1540	1540	归属于母公司净利润增长	91.55%	10.54%	-2.33%	13.33%	22.56%
未分配利润	5386	7241	9208	11437	14170	获利能力					
归属母公司股东权益合计	10325	12573	14547	17062	20109	毛利率(%)	26.03%	23.45%	22.97%	23.62%	24.95%
负债和所有者权益	26056	29523	31940	34648	37601	净利率(%)	11.91%	10.30%	9.71%	10.36%	11.74%
现金流量表						单位：百万元					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	总资产净利润(%)	7.77%	7.58%	6.84%	7.15%	8.07%
经营活动现金流	3767	4478	4310	4274	4772	ROE(%)	19.61%	17.80%	15.02%	14.52%	15.10%
净利润	2250	2242	2200	2492	3056	偿债能力					
折旧摊销	992.84	1151.20	1382.50	1381.43	1380.35	资产负债率(%)	58%	57%	53%	50%	46%
财务费用	571	720	788	736	715	流动比率	0.90	0.77	0.85	0.93	1.05
应收帐款减少	-282	181	-88	-96	-135	速动比率	0.76	0.62	0.67	0.74	0.85
预收帐款增加	282	-136	99	-23	44	营运能力					
投资活动现金流	-3969	-3038	-2741	-2919	-2869	总资产周转率	0.82	0.78	0.74	0.72	0.72
公允价值变动收益	-13	12	0	0	0	应收账款周转率	13	14	15	15	15
长期投资减少	0	0	61	0	0	应付账款周转率	10.76	10.01	9.65	9.80	10.02
投资收益	2	6	5	5	5	每股指标（元）					
筹资活动现金流	1248	-2531	-1047	-961	-1406	每股收益(最新摊薄)	0.80	0.86	0.84	0.96	1.17
应付债券增加	435	-944	15	0	0	每股净现金流(最新摊薄)	0.40	-0.42	0.20	0.15	0.19
长期借款增加	51	320	300	300	300	每股净资产(最新摊薄)	3.98	4.85	5.61	6.58	7.76
普通股增加	57	-1	0	0	0	估值比率					
资本公积增加	238	94	0	0	0	P/E	10.94	10.17	10.38	9.15	7.47
现金净增加额	1046	-1091	522	394	496	P/B	2.20	1.80	1.56	1.33	1.13
						EV/EBITDA	6.70	6.67	6.38	5.83	4.99

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	竞争格局改善，企业盈利水平有望提升——造纸行业深度报告	2019-12-24

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士，2016年1月加盟东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，重点专注于旅餐饮旅游、免税及教育领域研究。

研究助理简介

研究助理：王长龙

美国南加州大学经济学硕士，本科毕业于西安交通大学，2018年加入东兴证券研究所，从事策略&轻工制造研究。

研究助理：常子杰

中央财经大学金融学硕士，2019年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526