

太阳纸业 (002078)

新业务，大空间，高增长

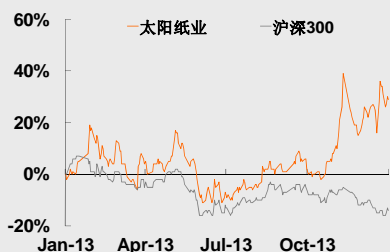
强烈推荐 (首次)

现价：7.12 元

主要数据

行业	平安轻工
公司网址	www.sunpapergroup.com
大股东/持股	山东太阳控股集团有限公司/71.62%
实际控制人/持股	李洪信/71.62%
总股本(百万股)	1,150
流通 A 股(百万股)	1,005
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	81.88
流通 A 股市值(亿元)	71.54
每股净资产(元)	4.36
资产负债率(%)	65.4

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

赵小燕 投资咨询资格编号
S1060111080160
021-38638650
ZHAOXIAOYAN488@pingan.com.cn

王韧 投资咨询资格编号
S1060210090010
0755-22623376
wangren740@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 管理出众的造纸行业领先者

公司为传统造纸行业中国最大的民营企业，目前已具备年浆纸总产能 400 万吨。凭借出众的经营管理，公司始终保持行业领先的盈利能力。

目前公司正积极实施企业的战略调整与转型，拉长产业链，上游环节培育特种纤维业务，下游环节进入生活用纸领域。公司计划未来新老业务将形成“四三三”格局，即传统造纸利润占 40%、生活用纸 30%、特种纤维 30%。

■ 传统造纸：低谷已过，健康现金流提供发展基石

受 2012 年行业景气低迷影响，公司当年净利润下滑 65%，盈利能力大幅下降。13 年行业弱复苏带动下，公司作为行业领先者，经营出现环比改善。考虑当前公司库存水平较低，判断经营低谷已过。

判断行业未来一段时间内仍将处弱复苏状态，通过持续技改增效公司有望进一步提升盈利能力。同时，这一业务健康的现金流为公司新业务开展提供了良好基础。即使 12 年行业低谷，公司传统纸浆业务仍贡献约 14 亿现金流。

■ 生活用纸：潜在黑马，成长空间开阔

中国生活用纸行业呈现成长主导、结构分化、低集中度的行业特征，且行业品牌识别不强，新进入者存在机会。

公司计划打造全新生活用纸品牌幸福阳光，产品定位中高端档次，对标心相印等品牌。预计公司今明两年将新增生活用纸产能 12 万吨，中长期规划是进入行业前三至五名。公司目前已初步具备相对完善的人员团队、技术设备、战略规划。考虑公司团队人员激励充分，且在产品的品质成本、供应链的增效控费上均具备一定优势，我们认为公司有望成为生活用纸行业的黑马。

■ 特种纤维：技术领先，潜在收益可观

特种纤维主要指溶解浆和功能糖。溶解浆行业面临反倾销契机，价格存上涨预期，功能糖迎合健康饮食和消费升级需求，随着人们对营养健康的重视，潜在市场空间较大。

	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	10,409	11,584	12,136	13,634
YoY(%)	18.8	11.3	4.8	12.3
净利润(百万元)	176	281	517	833
YoY(%)	-64.7	59.4	83.8	61.3
毛利率(%)	13.5	15.2	17.6	20.1
净利率(%)	1.7	2.4	4.3	6.1
ROE(%)	4.5	6.6	11.0	15.5
EPS(摊薄/元)	0.15	0.24	0.45	0.73
P/E(倍)	46.4	29.1	15.8	9.8
P/B(倍)	2.1	1.9	1.7	1.5

2011年11月，公司成功研发出高端溶解浆，是国内首家规模生产溶解浆的企业，在全球最先掌握最先进预水解连蒸溶解浆生产技术。依托这一全球领先的技术工艺，公司可低成本提取溶解浆废液中的多种高附加值副产品，主要包括木糖、低聚木糖、阿拉伯糖等功能糖产品，且综合成本显著低于上述糖类产品的传统生产工艺，量产后将为公司带来较大的业绩弹性。

■ **新老业务有序推进，业绩高增长有保障，首次给予“强烈推荐”评级**

传统业务方面，预计公司通过持续的技术改进、降本增效，使得盈利能力将有所好转。新业务方面，目前已在积极开展阶段，考虑一定市场培育期，保守预计生活用纸、特种纤维将分别于2015、2016年开始贡献业绩。预计未来三年公司净利润复合增速可达约72%，2013~2015年公司EPS（增发摊薄前）分别为0.24、0.45、0.73元，对应2014年2月24日7.12元的收盘价，PE分别为29.1、15.8、9.8倍，考虑公司新业务成长潜力较大，且业绩高增长有保障，首次给予“强烈推荐”评级。

■ **风险提示：**传统业务周期大幅下行，新业务进展低于预期等。

正文目录

一、 管理出众的造纸行业领先者	6
1.1 管理出众的造纸行业领先者	6
1.2 公司持股结构	7
二、 传统造纸，低谷已过，健康现金流提供发展基石	8
2.1 行业弱复苏，供需关系短期难改善	8
2.2 低谷已过，健康现金流提供发展基石	10
三、 生活用纸：潜在黑马，成长空间开阔	12
3.1 成长主导，结构分化	12
3.2 生活用纸行业的潜在黑马	15
四、 特种纤维：技术独特，潜在收益可观	17
4.1 溶解浆：面临反倾销契机，价格存上涨预期	17
4.2 国内溶解浆行业龙头，技术路径独特	18
4.3 副产品潜在收益可观	19
五、 新老业务有序推进，业绩高增长有保障，首次给予“强烈推荐”评级	23

图表目录

图表 1	公司主营业务为传统造纸（万元）	6
图表 2	公司 ROE 始终保持行业领先（%）	6
图表 3	公司正积极实施企业的战略调整与转型，拉长产业链	7
图表 4	2013 年公司持股结构	8
图表 5	造纸及纸制品业固定资产投资完成额	9
图表 6	纸价持续下降	9
图表 7	自 2012 年下半年规模以上纸厂库存持续下降	9
图表 8	近年来纸浆价格	10
图表 9	全球纸浆产销量	10
图表 10	2013 年全球新增木浆产能统计（部分，万吨）	10
图表 11	公司收入、利润增速自 13 年开始好转	11
图表 12	公司净利率、ROE 自 13 年开始好转	11
图表 13	公司当前库存水平较低	11
图表 14	公司经营性现金流较为健康	11
图表 15	公司产能结构（截止 3Q13，万吨）	12
图表 16	未来新增产能投向两端	12
图表 17	生活用纸人均消费量（KG）	13
图表 18	中国生活用纸消费量持续增长	13
图表 19	2011 年生活用纸产品结构	13
图表 20	2010 年生活用纸原材料构成	13
图表 21	2011 年行业 CR15 约 44%	14
图表 22	2011 年行业 CR4 约 29%	14
图表 23	生活用纸行业消费特征	14
图表 24	中国主要生活用纸品牌	15
图表 25	近年来中国生活用纸行业产能扩张较为迅速	15
图表 26	已上市生活用纸公司（行业前五）的财务摘要及市值规模	15
图表 27	公司计划打造全新生活用纸品牌幸福阳光	16
图表 28	溶解浆进口量	18
图表 29	溶解浆价格有所下滑	18
图表 30	粘胶短纤价格走势（元/吨）	18
图表 31	棉花价格走势（元/吨）	18
图表 32	公司溶解浆收入（万元）	19
图表 33	公司溶解浆产品毛利率（%）	19
图表 34	木材的主要组分	20
图表 35	公司功能糖产品毛利率有望显著高于行业平均水平（2013H）	20
图表 36	功能糖利润贡献弹性测算	21
图表 37	2013 年木糖醇出口量显著回升	22

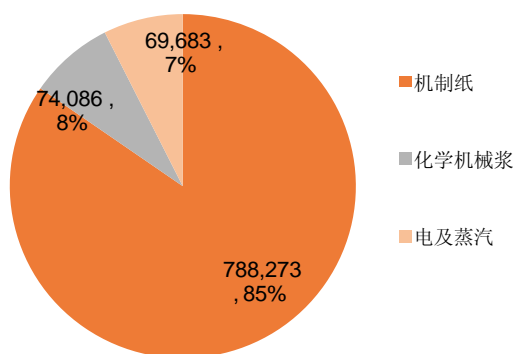
图表 38	木糖醇出口价格企稳（美元/吨）	22
图表 39	国内主要木糖醇公司.....	22
图表 40	新老业务有序推进，业绩高增长有保障（万元）	23

一、 管理出众的造纸行业领先者

1.1 管理出众的造纸行业领先者

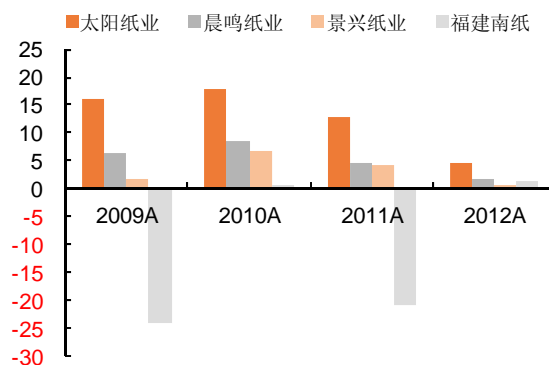
管理出众的造纸行业领先者。公司为传统造纸行业领域中国最大的民营企业，目前已具备年浆纸总产能 400 万吨。凭借出众的经营管理，公司始终保持行业领先的盈利能力。

图表1 公司主营业务为传统造纸（万元）



资料来源: wind、平安证券研究所

图表2 公司ROE始终保持行业领先 (%)

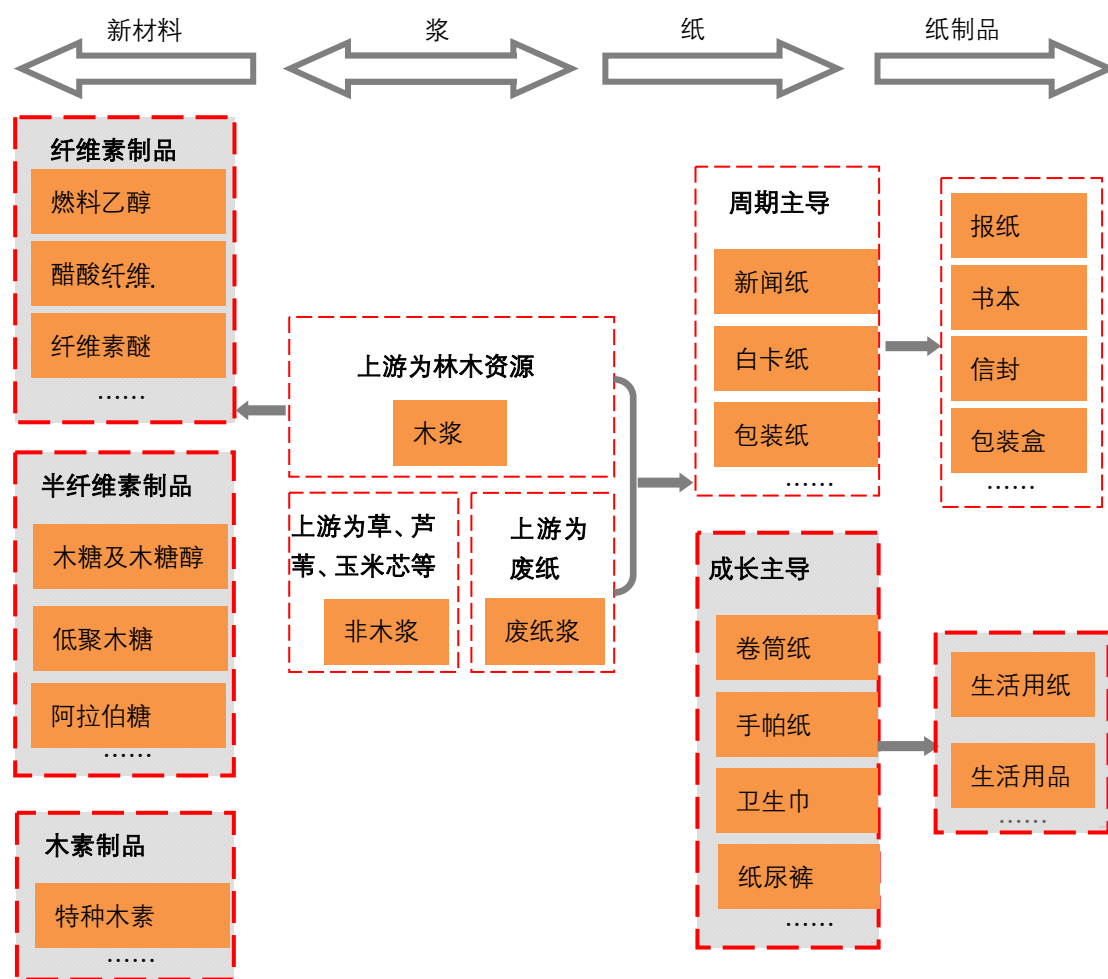


资料来源: wind、平安证券研究所

林浆纸一体化战略的行业先锋。由于中国林木资源相对匮乏，造纸行业存在原材料外采为主的行业现状。为避免进口木浆价格波动制约盈利，林浆纸一体化战略成为行业趋势。公司作为造纸行业的领先企业，在林浆纸一体化战略执行方面已属行业先锋，产业链布局相对完善。

生活用纸、特种纤维将是两大新兴增长极。传统造纸行业外，公司正积极实施企业的战略调整与转型，拉长产业链，上游环节培育功能糖业务，下游环节进入生活用纸领域。公司计划未来新老业务将形成“四三三”，即传统造纸利润占 40%、生活用纸 30%、特种纤维 30%。

图表3 公司正积极实施企业的战略调整与转型，拉长产业链

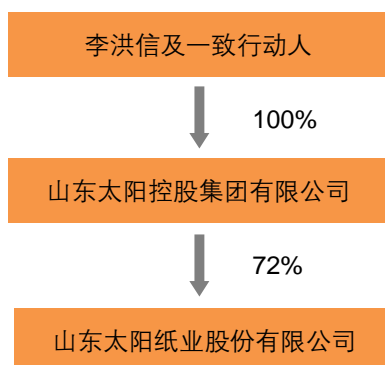


1.2 公司持股结构

当前持股结构较为集中。公司控股股东山东太阳控股集团有限公司持股比例为 71.62%。当前持股结构较为集中的原因有二：一方面系公司自 2006 年上市以来从未减持；另一方面 2013 年 4 月公司控股股东以 6.9 元/股价格（较当时价格溢价逾 45%）全额认购 10 亿元非公开发行股票份额，这均体现了公司对未来长期发展的信心。

未来存在再次股权激励的可能性。2007 年 12 月公司发布首次股权激励计划草案，后因传统造纸行业步入景气下行阶段，导致本次股权激励未能实际落实。考虑公司持股结构较为集中，且新业务布局阶段已招揽了大量专业团队，我们认为公司存在未来再次推出股权激励方案的可能性。

图表4 2013年公司持股结构



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

二、 传统造纸，低谷已过，健康现金流提供发展基石

2.1 行业弱复苏，供需关系短期难改善

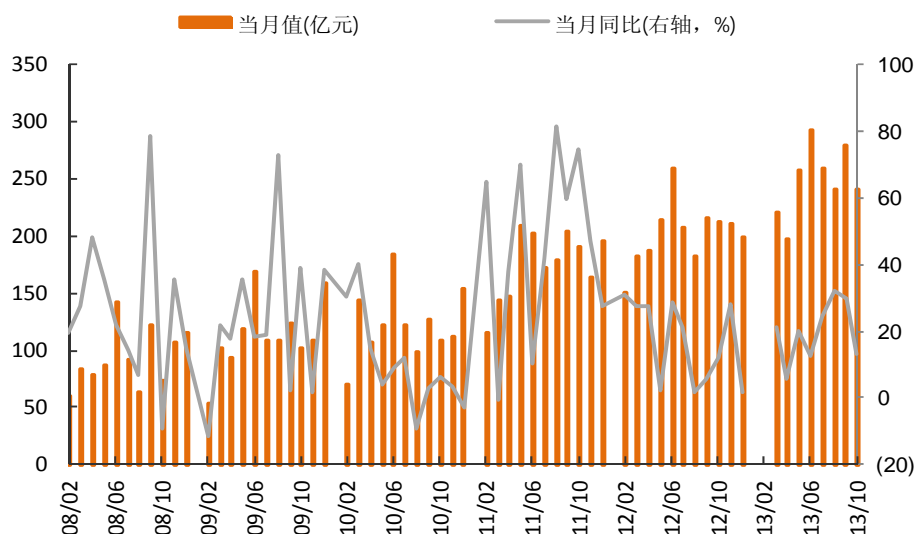
2013年以来，纸制品、纸浆均呈现止跌企稳并且小幅上扬的价格走势，但是考虑短期内行业供需关系难言改善，未来一段时间内行业仍将处弱复苏阶段。

■ 造纸供需关系短期难改善

纸价下行空间不大。传统造纸行业属周期行业，受中国经济增速放缓影响，行业需求较难得到明显提振。供给端方面，由于前期行业固定资产投资规模增加，2012年产能集中释放导致行业供需恶化，纸价持续下跌。近期各类纸价已接近2009年时低点，我们认为纸价向下继续下行的空间已经不大：
1、自2012年起行业固定资产投资增速已开始放缓，这为2013年行业供需压力环节贡献积极作用；
2、自2012年下半年规模以上纸厂库存持续下降，企业的主动去库存已经开始。

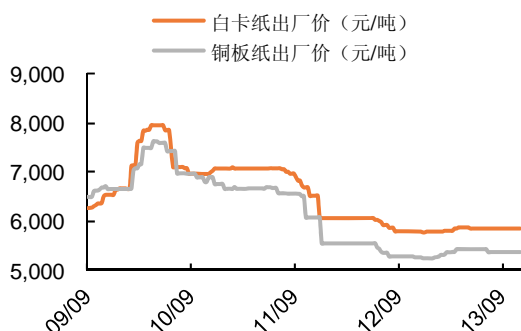
行业供需关系短期内仍难改善。整体而言，传统造纸行业处于产能过剩阶段。尽管行业低迷阶段大量中小纸厂关停纸机，但部分关停产能在纸价回暖时期仍然存在复工的可能性，且淘汰落后产能见效仍需时日，故短期内行业的供需关系难言改善。

图表5 造纸及纸制品业固定资产投资完成额



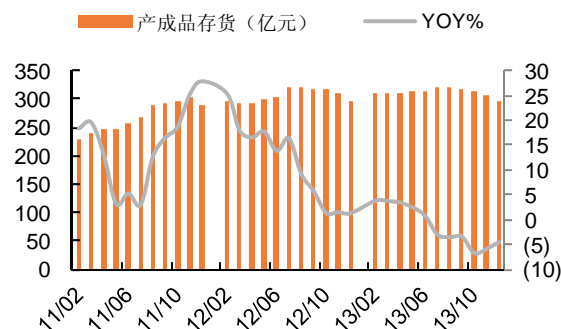
资料来源：国家统计局、平安证券研究所

图表6 纸价持续下降



资料来源：wind、平安证券研究所

图表7 自2012年下半年规模以上纸厂库存持续下降



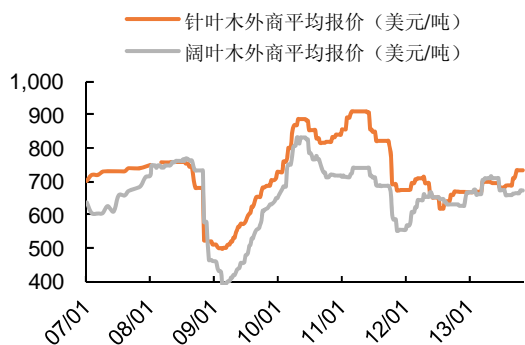
资料来源：wind、平安证券研究所

■ 木浆价格回暖存在压力

由于林木资源相对匮乏，中国木浆以外购为主，造纸行业木浆消费量中逾半数来自进口，故国际浆价对造纸行业影响较大。

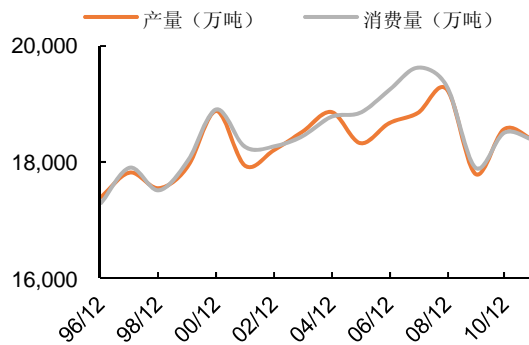
据 RISI 统计，受经济疲软影响，2012 年全球木浆消费量仅增长 0.1%。由于供过于求，2012 年全球木浆产能利用率由 90% 下降至 85%。预计 2013 年全球木浆仍将新增产能约 200 万吨，供给端压力仍在，木浆价格回暖存在压力。

图表8 近年来纸浆价格



资料来源: wind、平安证券研究所

图表9 全球纸浆产销量



资料来源: wind、平安证券研究所

图表10 2013年全球新增木浆产能统计 (部分, 万吨)

	国家	浆种	产能	时间	变动原因
拉丁美洲					
Jari Celulose	巴西	BHK	-41.0	一季度	关闭
Montes del Plata	乌拉圭	BHK	130.0	三季度	
Klabin	巴西	UKP	-3.5		生产线整合
Suzano	巴西	BHK	150.0	四季度	
北美					
Rayonier	美国	BSK	-26.0		转产溶解浆
Sappi	美国	BHK	-25.0		转产溶解浆
Domtar	加拿大	BSK	-12.0	一季度	永久关闭
Fortress Paper	加拿大	BSK	10.0		
西欧					
Rottneros	瑞典	BSK	2.0		
Billerud	瑞典	BSK	1.0		
ATA Holdings	瑞典	MEC	2.5		
Mercer	德国	BSK	3.0	三季度	
Metsä Fibre Oy	芬兰	BSK	6.0	三季度	
东欧					
Ilim Pulp	俄罗斯	BSK	50.0	一季度	
Heinzl Holding	爱沙尼亚	MEC	1.5	三季度	
亚洲/非洲/大洋洲					
An Hoa Pulp & Paper	越南	BHK	-1.5		生产线整合
Sappi	南非	BSK/BHK/UKP	-14.0		转产溶解浆
Phoenix Pulp and Paper	泰国	BHK	-11.5	四季度	转产溶解浆
合计			221.5		

资料来源: 平安证券研究所

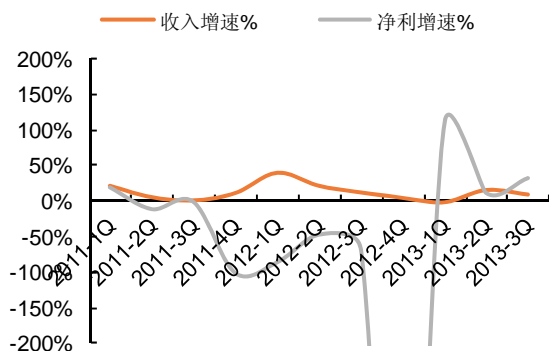
2.2 低谷已过, 健康现金流提供发展基石

■ 经营低谷已过, 健康现金流提供发展基石

经营低谷已过。受 2012 年行业景气低迷影响，公司当年净利润下滑 65%，盈利能力大幅下降。2013 年行业弱复苏带动下，公司作为行业领先者，经营出现环比改善。考虑当前公司库存水平较低，判断经营低谷已过。

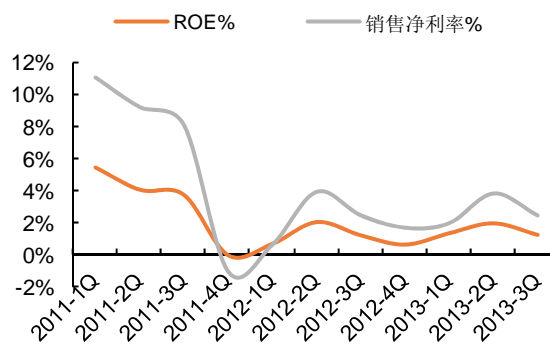
健康现金流提供发展基础。判断行业未来一段时间内仍将处弱复苏状态，通过持续技改增效公司有望进一步提升盈利能力。同时，这一业务健康的现金流为公司新业务开展提供了良好基础。即使 2012 年行业低谷，公司传统纸浆业务仍贡献约 14 亿现金流。

图表11 公司收入、利润增速自13年开始好转



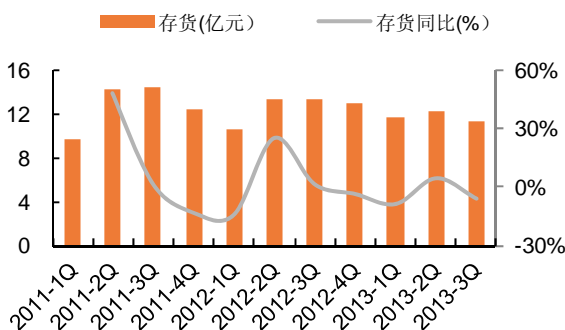
资料来源: wind、平安证券研究所

图表12 公司净利率、ROE自13年开始好转



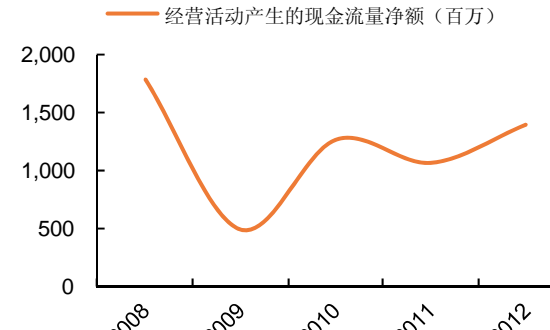
资料来源: wind、平安证券研究所

图表13 公司当前库存水平较低



资料来源: wind、平安证券研究所

图表14 公司经营性现金流较为健康



资料来源: wind、平安证券研究所

■ 未来新增产能投向两端

目前公司已具备纸浆产能共 400 万吨。按照公司规划，在现有产能充分挖潜提效的基础上，未来主要新增产能投向产业链两端，即高端产品线及林浆纸一体化。

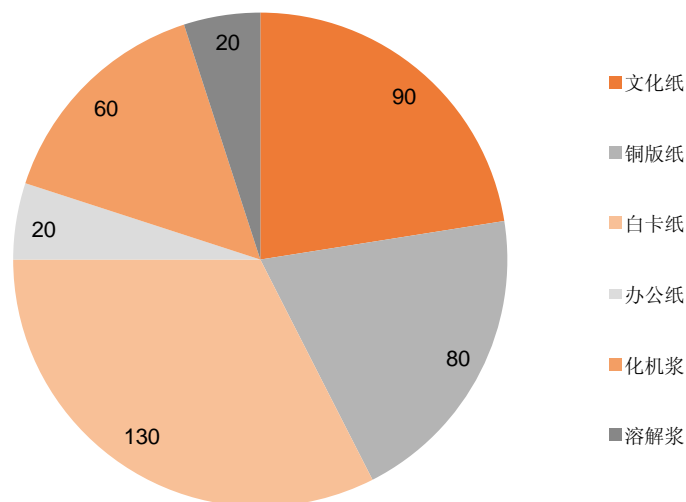
➢ 高端产品线

转方式、调结构是造纸行业的发展趋势之一。公司计划投资建设低克重高档牛皮箱板纸项目、高档纺筒纸板项目。两项目产品分别应用于精密仪器及冷冻食品、纺织化工领域，目前国内相关高档产品均依赖进口。按照公司的财务测算，两项目完全达产后合计可贡献逾 10 亿元的利润总额，相对于公司 2012 年 1.8 亿元的净利润规模，业绩贡献潜力巨大。

➤ 林浆纸一体化

林浆纸一体化是造纸行业的另一发展趋势。公司已在老挝建立 30 万吨林浆纸一体化项目，目前进展顺利，已完成前期准备工作，实现了通水、通路和通电。公司将在今后两年内进一步加快速生林的建设进程，预计 2016 年可实现项目投产。老挝地广人稀，木材价格较为便宜，且林浆纸一体化将为公司显著节省运输成本，该项目对公司进一步降本潜力贡献较大。不排除公司未来存在进一步向上游扩张的可能性。

图表15公司产能结构（截止3Q13，万吨）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表16未来新增产能投向两端

项目	预计投产时间	规划产能 (万吨)	预计投资额 (亿元)	预期盈利
老挝林浆纸一体化项目	2016	30	13	
投资建设高档纺筒纸板项目	2015	50	24	预计可实现年销售收入 26 亿元，利润总额 4.7 亿元。
低克重高档牛皮箱板纸项目	2015	50	24	预计可实现年销售收入 30 亿元，利润总额 6 亿元。

资料来源：公司公告、平安证券研究所

三、生活用纸：潜在黑马，成长空间开阔

3.1 成长主导，结构分化

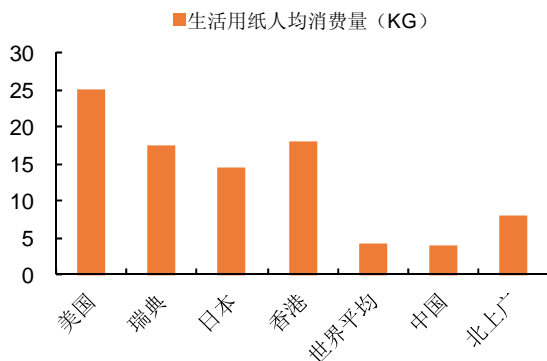
■ 成长主导，结构分化，集中度低

生活用纸指为照顾个人居家，外出等所使用的各类卫生擦拭用纸，包括卷筒卫生纸、抽取式卫生纸、盒装面纸、袖珍面纸、纸手帕、餐巾纸、擦手纸、厨房纸巾。当前生活用纸行业存在如下特征：

➤ 成长主导

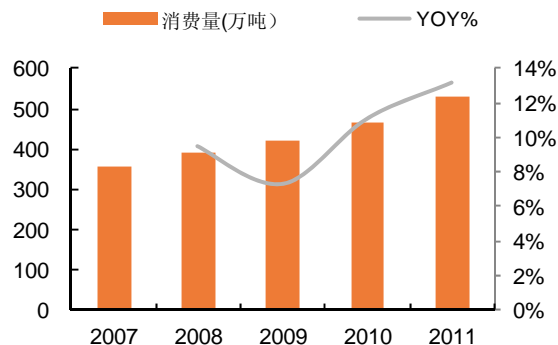
生活用纸为典型的快消品及必须消费品，受经济周期影响相对较小。2011年中国人均生活用纸消费量由2010年的3.5千克提升至3.9千克，尚未达到世界约4.2的人均消费水平，相对发达国家约20千克/人的消费水平提升空间仍大。消费升级驱动下，过去五年间，中国生活用纸消费量年均增速约10%，2011年已达到约530万吨的市场规模。

图表17生活用纸人均消费量 (KG)



资料来源: wind、平安证券研究所

图表18中国生活用纸消费量持续增长

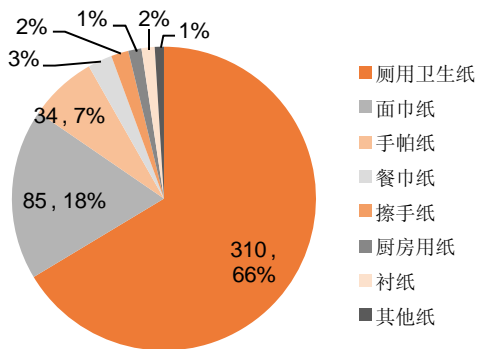


资料来源: wind、平安证券研究所

➤ 结构分化

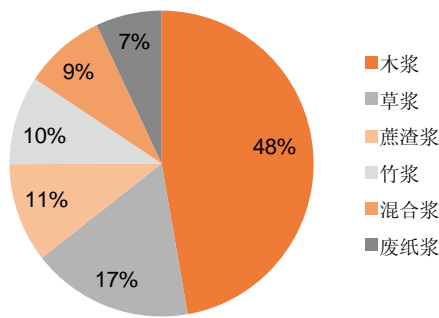
消费升级同样驱动了生活用纸产品结构中高端产品的占比提升。这主要体现在两方面：原材料方面，木浆占比由2005年的30%，提升至2011年48%。产品结构方面，相对低端的厕用卫生纸在产品结构占比由2008年的约79%，降低至2010年的66%。

图表192011年生活用纸产品结构



资料来源: wind、平安证券研究所

图表202010年生活用纸原材料构成

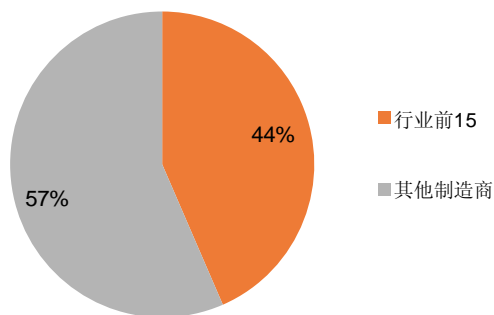


资料来源: wind、平安证券研究所

➤ 集中度待提升

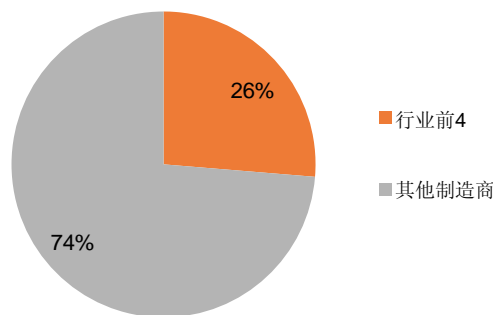
2011年行业CR15的集中度为44%，其中目前国内领先的4家生活用纸企业，恒安、金红叶、维达、中顺已占到约29%的市场份额，行业整体仍然呈现中小企业为主的竞争格局。相对于美国生活用纸行业CR5接近80%的竞争格局，中国市场集中度仍有待提升。

图表21 2011年行业CR15约44%



资料来源：中国造纸协会、平安证券研究所

图表22 2011年行业CR4约29%

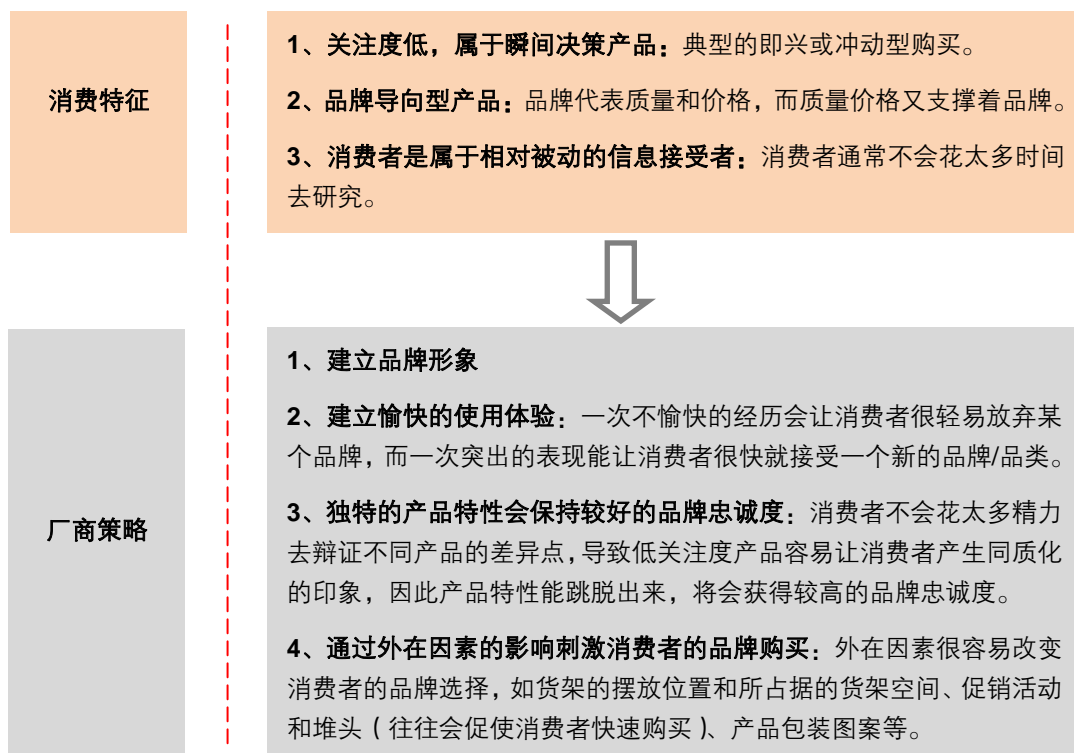


资料来源：中国造纸协会、平安证券研究所

■ 新进入者存在机会

行业品牌识别不强，新进入者存在机会。生活用纸属于低关注度产品，根据 AC Nielson 的调查，影响内地消费者购买生活用纸的因素主要是使用经验与价格，两者均逾 40%。正因如此，近年来具备较大成长潜力的生活用纸行业中，涌现出较多的新进入者，如晨鸣、南纸、银鸽、抚顺矿业、亚太森博等。目前中国仅心相印、清风两个全国性品牌。

图表23 生活用纸行业消费特征



资料来源：APP、平安证券研究所

图表24 中国主要生活用纸品牌

特征	品牌	公司
全国性	心相印	恒安国际
	清风	金红叶
	洁柔	中顺洁柔
	维达	维达国际
地区性	五月花	永丰余
	洁云	东冠华洁
	尼飘	王子制纸

资料来源：中国造纸协会、平安证券研究所

行业乱战阶段，考验供应链管理能力。行业现有大企业及新进入者的迅速扩产导致行业产能迅速增加。根据中国造纸协会统计，规划在 2013 年及以后投产的已宣布项目约新增产能 135 万吨。相对于稳定的行业需求增长，迅速扩张的行业产能使得行业竞争压力增加。生活用纸行业成本控制的核心在供应链管理，在行业降价促销竞争方式趋激烈的现状下，企业的供应链管理对业务发展的影响尤为重要。

图表25 近年来中国生活用纸行业产能扩张较为迅速

年份	新增产能（万吨）
2009	33.3
2010	41.5
2011	57.4
2012E	148.3
2013 及以后 E	135.0

资料来源：中国造纸协会、平安证券研究所

3.2 生活用纸行业的潜在黑马

未来支柱产业之一，已初具雏形。公司计划打造全新生活用纸品牌幸福阳光，产品定位中高端档次，对标心相印、清风等品牌。预计公司今明两年将新增生活用纸产能 12 万吨，中长期规划是进入行业前三至五名。公司将生活用纸业务视为未来发展的支柱之一，对这一业务大力扶持，目前已初步具备相对完善的人员团队、技术设备、战略规划。

生活用纸行业的潜在黑马。尽管从传统造纸行业进入生活用纸领域具备一定的难度，考虑公司团队人员激励充分，且在产品的品质成本、供应链的增效控费上均具备一定优势，我们认为公司有望成为生活用纸行业的黑马。

图表26 已上市生活用纸公司（行业前五）的财务摘要及市值规模

公司名称	行业排名	收入 (2012 年, 亿元)	净利润 (2012 年, 亿元)	市值 (2014 年 2 月 21 日收盘, 亿元)
恒安国际	1	185	35	1013
维达国际	3	60	3	123
中顺洁柔	4	19	1	36.38

资料来源：wind、平安证券研究所

图表27公司计划打造全新生活用纸品牌幸福阳光



资料来源：公司网站、平安证券研究所

1、专业团队运营，团队激励充分。公司已初步建立起一支规模约 100 人的专业团队，团队人员全部来自快消品行业。其中，团队管理人员大多来自金红叶等行业领先企业，具备多年生活用纸行业战略、市场、渠道、研发等方面经验。据我们草根调研了解，太阳纸业已给予生活用纸管理团队一定子公司股权，团队激励较为充分。

2、扶持力度较大，运作更加灵活。传统造纸与生活用纸行业的运作模式差异较大。公司予以生活用纸子公司较大的扶植及授权力度，以独立子公司的形式运作生活用纸业务，且子公司的生产、销售环节完全独立于传统业务。这样的组织架构使得子公司的运作更加灵活，具备更快速的市场反应能力，这对生活用纸这一典型的快消品业务的发展十分有益。

预计公司第一台纸机于 2014 年 2Q 投产出纸，建设周期仅约 12 个月；同时，根据公司内测，从新品设计到落实生产仅需 1 个月。上述周期均大幅优于行业平均水平。

3、后发优势明显，品质成本双优。公司的后发优势主要体现在生产设备环节。近年来生活用纸制造设备技术更新较快，并呈现高产能、大幅宽、低能耗的发展趋势。传统生活用纸生产企业在多年经营中沉淀部分老旧设备，存在一定纸机与加工机台尺寸不匹配的生产状况，这易导致损耗增加、纸品受损、人工增加且存在二次污染风险。

公司纸机及加工机台均为设计定制，避免了上述风险存在，有助于保证纸品质量并控制生产成本。另一方面公司原材料为集团统一采购，纸浆及化学用品的采购价格均大幅低于生活用纸行业平均。初步测算，正常生产后，公司吨生活用纸成本较行业平均低 800 元左右，对应约占行业平均售价的 6%。

4、数据平台完备，增效控费有力。生活用纸行业成本控制的核心在供应链管理，在行业降价促销竞争方式趋激烈的现状下，实现有效的供应链增效控费对企业盈利能力影响较大。公司已建立了一套较为完备的数据平台，帮助供应链增效控费。一方面，数据平台将打通管理层到一线人员的双向沟通平台，加速供应链反映速度，实现增效；另一方面，数据平台将实现供应链各环节价格的有效管理，应对费用相对不透明的行业现状，实现控费。

四、特种纤维：技术独特，潜在收益可观

4.1 溶解浆：面临反倾销契机，价格存上涨预期

■ 溶解浆的主要需求源自替代棉花

溶解浆又称特种浆，或精制浆，是在制浆过程中除去了木素和半纤维素，只保留纤维素的高纯度精制化学浆。其甲种纤维素含量 90%~98%，半纤维素和木质素基本清除干净（≤2%）。

溶解浆的主要用途是用作生产纺织原料的粘胶纤维，也是玻璃纸、医药行业灭菌过滤纸、醋酸纤维（卷烟过滤棒原料）、硝化纤维、酸甲基纤维素、微晶纤维素、纤维素醚等产品的原料；其中绝大部分用于纺织工业，作为棉花的替代产品。

➤ 粘胶纤维

粘胶纤维是溶解浆最主要的需求来源，占全部溶解浆耗用量的 85%。粘胶纤维纯属再生纤维，它以天然纤维为原料，采用不同的原料和纺丝工艺，可以分别得到普通粘胶纤维、高湿模量粘胶纤维和高强力粘胶纤维等。

粘胶纤维为棉花的主要替代品之一。生产粘胶纤维的主要原材料是棉绒浆和溶解木浆，近年来由于棉花种植面积减少等因素，棉绒浆增量很少，因此溶解木浆成为增加粘胶纤维的唯一原料来源。

➤ 醋酸纤维

醋酸纤维主要用于卷烟过滤材料和服饰面料，目前在纤维素纤维中是仅次于粘胶纤维的第二大品种。由于醋酸纤维独特的材料特征，其在烟用、医疗、服装领域的市场前景都较为乐观。

到目前为止，仅有甲种纤维素含量超过 95% 的纯度很高的溶解木浆或棉浆可以用作醋酸纤维素生产的原料。

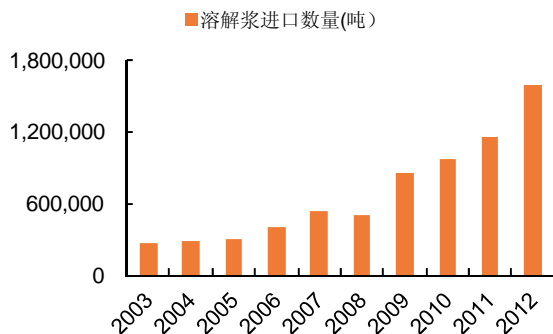
■ 棉价下行+产能冲击，国内溶解浆价格走弱

溶解浆产能主要分布在北美、南非、巴西等林木资源丰富的地区。全球溶解浆生产商主要有 Aditya Birla、Sappi、Sateri、Rayonier、Buckeye、Lenzing 等，2012 年这六家厂商溶解浆产能之和约占全球总产能的 60%

国内溶解浆进口主导。2011 年，中国粘胶纤维产量 194 万吨，耗用溶解浆和棉浆粕约 220 万吨，溶解浆需求的 90% 需要进口。2012 年，中国粘胶纤维产量达到 247 万吨，比 2011 年增长 27%；耗用溶解浆和棉浆粕约 280 万吨。其中棉浆粕供应量不超过 80 万吨，由此推算溶解浆需求增长至 200 万吨以上，进口占比逾 70%。

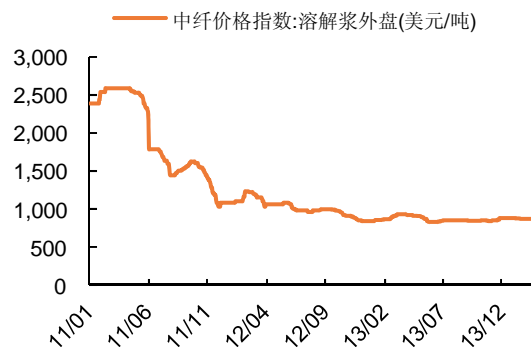
棉价下行+产能冲击，溶解浆价格走弱。如前文所述，黏胶短纤是溶解浆的主要需求来源，2011 年以来粘胶短纤的主要替代品棉花价格开始下行。同时，2011~2012 年中国溶解浆新建产能开始集中投放，且大量进口的产品压低了溶解浆价格。棉价下行及产能集中投放的冲击下，国内溶解浆价格走弱，当前价格甚至已低于大多数企业的盈亏平衡线。

图表28 溶解浆进口量



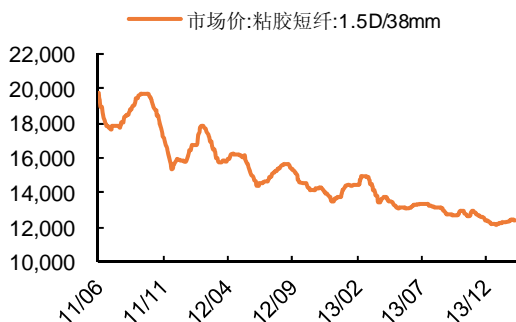
资料来源: wind、平安证券研究所

图表29 溶解浆价格有所下滑



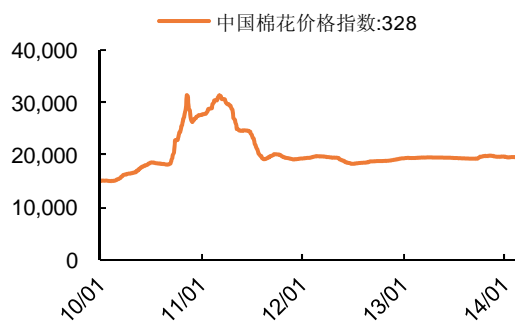
资料来源: wind、平安证券研究所

图表30 粘胶短纤价格走势 (元/吨)



资料来源: wind、平安证券研究所

图表31 棉花价格走势 (元/吨)



资料来源: wind、平安证券研究所

■ 面临反倾销契机，价格存上涨预期

面临反倾销契机，价格存上涨预期。2013年2月，商务部对原产于美国、加拿大和巴西的进口浆粕进行反倾销调查。此次反倾销从2013年2月6日开始，预计于2014年4月6日前出具终裁结果，特殊情况下可延长至2014年8月6日。2013年11月，进口浆粕反倾销获初裁，商务部对美国、加拿大、巴西三国的进口浆粕进行反倾销。进口经营者在进口上述三国的浆粕时，应依据初裁决定确定的保证金比率，向中国海关提供相应的保证金，保证金比率为0.7%-50.9%。

浆价上行贡献潜在业绩弹性。当前溶解浆进口价格约比国内便宜100元，如反倾销终裁成立，则将使国内外溶解浆价格倒挂，国内溶解浆售价在短期内存在上涨契机。按照我们测算，溶解浆价格每提升200元，将贡献0.03元EPS。

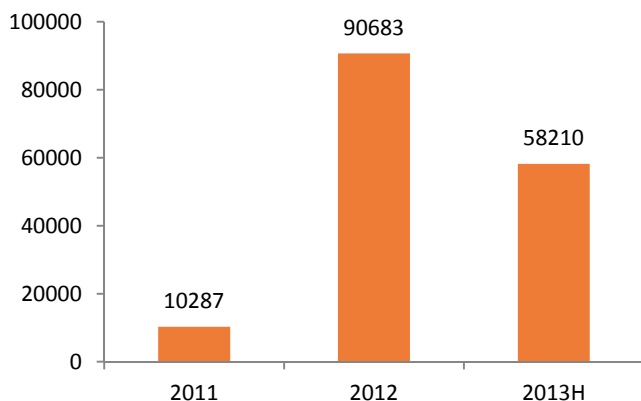
4.2 国内溶解浆行业龙头，技术路径独特

■ 国内溶解浆行业龙头，技术路径独特

国际上溶解浆生产技术供应厂家主要采用间歇蒸煮工艺。公司与芬兰公司合作，2011年2月开始对原有化机浆生产线进行改造。2011年11月，公司成功研发出高端溶解浆，是国内首家规模生产溶解浆的企业，在全球最先掌握最先进预水解连蒸溶解浆生产技术。

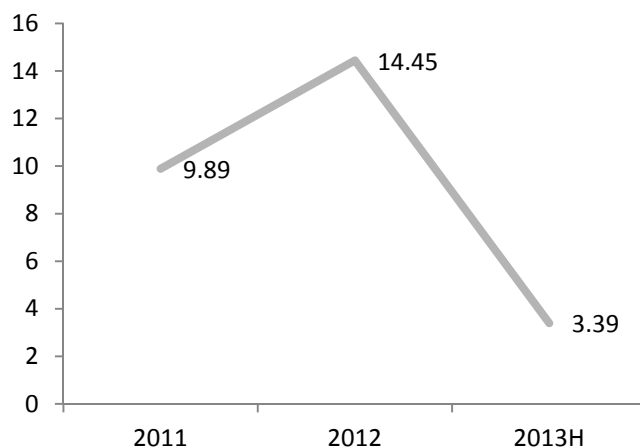
目前公司溶解浆产能为20万吨，2012和2013年产量分别为18万吨和19万吨，是国内产能和产量规模最大的溶解浆生产企业之一。

图表32公司溶解浆收入（万元）



资料来源: Wind

图表33公司溶解浆产品毛利率（%）



资料来源: Wind

■ 技术工艺愈发成熟，成本降低有望

公司溶解浆项目采用新技术、新工艺及先进的装备改造传统产业，广泛应用资源节约和环境保护新技术。公司对溶解浆生产线改造安装的全过程进行紧密跟踪，快速熟悉设备功能和特点，使生产线和设备从一开始处于比较好的状态，同时也利用公司对生产工艺进行优化。

受行业因素影响，2013年公司溶解浆产品毛利率不高。从2013年下半年开始，公司凭借深厚的技术储备，对溶解浆生产工艺进行新一轮优化。预计本轮技术优化可于2014年落实到实际生产，并实现每吨成本下降约1000元。

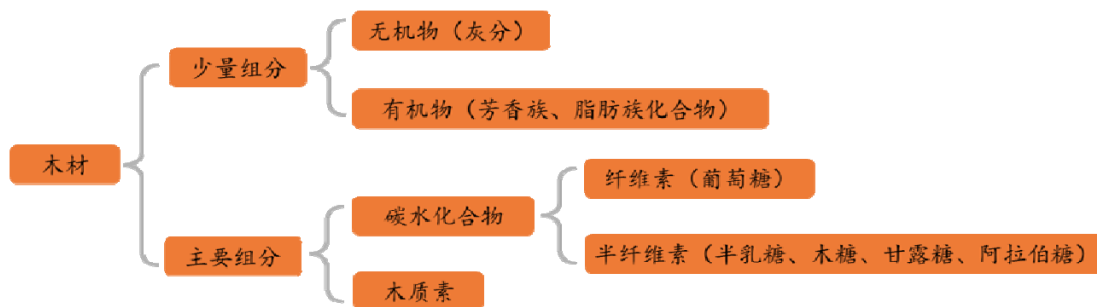
公司成本管控行业领先，预计随溶解浆生产经验的进一步积累、林浆纸一体化战略的进一步落实，公司在溶解浆成本控制方面仍大有可为。

4.3 副产品潜在收益可观

■ 独特技术路径下，综合成本有望大幅低于行业

溶解浆以木材为原料。木材的主要成分包括纤维素、半纤维素、木质素以及灰分，具体的成分比例根据使用原料的区别而略有不同。纤维素、半纤维素和木质素三种高分子化合物一般总量占木材体积的90%以上；其中，半纤维素可以用来生产木糖醇、低聚木糖、阿拉伯糖等功能糖产品。

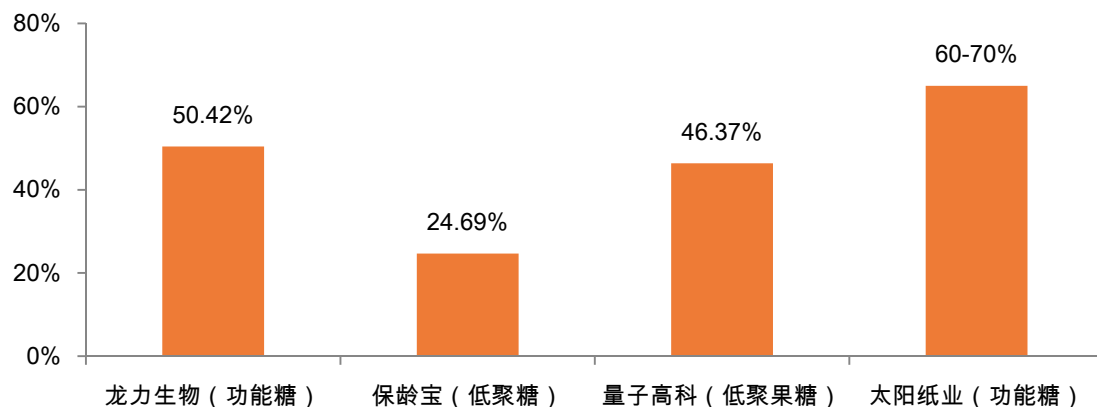
图表34木材的主要组分



资料来源：平安证券研究所

独特技术路径下，综合成本有望大幅低于行业。溶解浆生产过程的核心是提取木材中的纤维素组分，其他组分溶解在废液中。对于间歇蒸煮工艺，从废液中提取有价值组分的难度大、成本高，因此废液没有利用价值。公司依托全球领先的连续蒸煮工艺，只需增加少量设备投入，即可提取溶解浆废液中的多种高附加值副产品，主要包括木糖、低聚木糖、阿拉伯糖等功能糖产品，且综合成本显著低于上述糖类产品的传统生产工艺，一旦实现量产则有望实现极佳的经济效益。

图表35公司功能糖产品毛利率有望显著高于行业平均水平（2013H）



注：太阳纸业功能糖尚未投产，毛利率水平为平安证券预计。

资料来源：Wind，平安证券研究所

■ 副产品潜在收益可观

目前公司木糖（醇）项目已处于试产阶段，计划产能 1 万吨，其他部分副产品亦已通过模拟生产阶段，将逐步落实至生产线上。预计 2014 年底公司木糖有望实现量产，后续将增加投资生产木糖醇成品。此外，低聚木糖、阿拉伯糖等产品预计也有望在未来陆续内推出。

与公司传统纸类产品相比，功能糖贡献的收入有限，但将带来较大的利润弹性。假设公司每年实现木糖醇销售 10000 吨、低聚木糖销售 2000 吨，则对应的潜在净利润达 1 亿元，占 2012 年净利润比例预计近 50%。

图表36 功能糖利润贡献弹性测算

假设项目	木糖醇	低聚木糖
销量 (吨)	10,000	2,000
价格 (元/吨)	20,000	70,000
收入贡献 (亿元)		3.4
净利润贡献 (亿元)		0.9
净利率 (%)		25%
2012 年公司净利润 (亿元)		1.8

资料来源：平安证券研究所

➤ **功能糖：迎合健康饮食和消费升级需求**

迎合健康饮食和消费升级需求。功能糖指功能性低聚糖、功能性糖醇、功能性膳食纤维等几类具有特殊生理功效的糖类物质。功能糖有益人体健康、具备保健功能，可以显著抑制肥胖症、高血压、糖尿病等病症的发生，符合大众消费升级方向，未来有望成为居民日常必备的保健食品：

- 1、中国居民健康堪忧。国内肥胖症患者数量超过 7000 万；成年人超重比例超过三分之一，儿童超过 11%，并且最近十年每年增长 9%；糖尿病患者超过 9000 万，成全球第一；血脂异常以及高血压的发病率均已接近 20%。
- 2、中国正在逐渐步入老龄社会。随医疗支出将成为社会的沉重负担，以预防为主的低成本保健方式将受到重视。

目前功能糖在中国推广的时间较短，认知程度较发达国家低。目前消费者的营养健康需求需要通过食品生产企业发挥研发和营销优势推动，提高功能糖的认知程度，激活消费者潜在的营养健康需求，因此功能糖的推广应用需要一定的时间和成本。由于国内功能糖生产企业一般规模相对较小，做终端的实力不足，这就需要借助下游产品的推广。随着人们保健意识的提高，下游企业会更多开发基于功能糖的新产品，为功能糖打开增长空间。

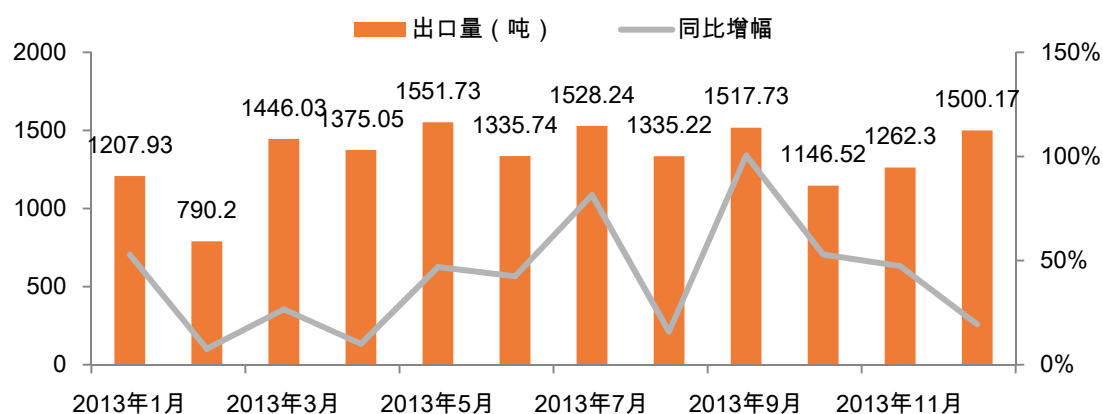
➤ **木糖醇：成本优势明显，或改变行业格局**

木糖醇市场潜力较佳。木糖醇是一种具有营养价值的甜味物质，广泛应用于食品、印染、纺织、国防、皮革、医疗、化工等行业，具有广阔的市场前景。作为食品，木糖醇优点突出：不引起血糖升高，可以预防龋齿，可改善肝功能、是肝炎并发症病人的理想辅助药物。

从全球范围看，木糖醇的需求总量约 12 万吨/年，主要集中在欧洲和东亚地区。随着国内消费升级和健康饮食需求潜力逐渐被挖掘，中国是未来木糖醇最具增长潜力的市场。

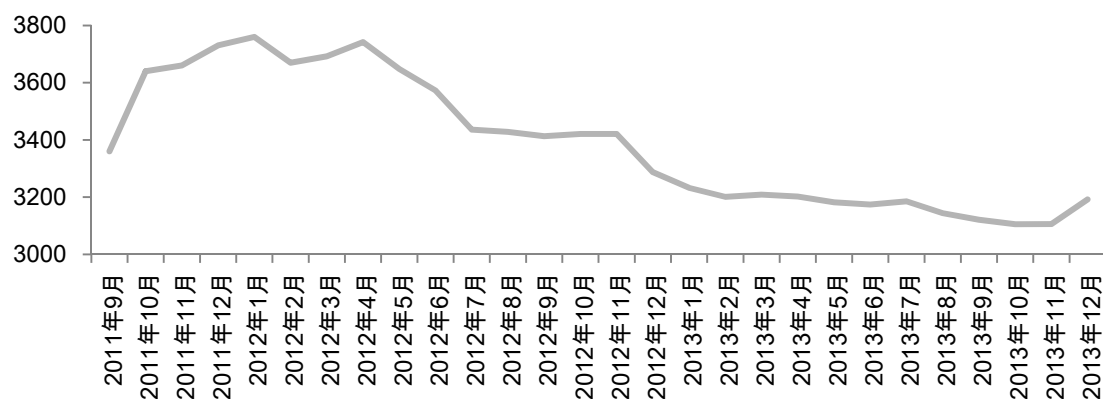
近期木糖醇价格出现触底反弹迹象。中国生产木糖醇始于上世纪 60 年代末。2000 年后，国际市场上木糖醇需求量剧增，中国木糖醇产品依靠成本优势大举进入国际市场，木糖醇的产量快速增长。2006-2007 年，全国各地新上木糖醇生产企业几十家，产能过剩导致木糖醇价格开始下滑。受 2008 年国际金融危机的影响，产品市场需求下降，部分木糖醇生产企业陆续停产。近期随着外围经济环境企稳，木糖醇的国际需求逐步恢复，2013 年需求情况在低基数情况下实现较大增幅。价格方面，2013 年木糖醇出口价格基本稳定在 3100-3200 美元/吨，触底反弹迹象已现。

图表37 2013年木糖醇出口量显著回升



资料来源：海关，平安证券研究所

图表38 木糖醇出口价格企稳 (美元/吨)



资料来源：海关，平安证券研究所

图表39 国内主要木糖醇公司

公司	基本情况	产能 (万吨)	产量 (万吨)
福田药业	国内最早生产木糖醇的厂家之一	4	2
浙江华康	国内最早的木糖醇厂家之一，83年开始生产木糖醇	3	2
丹尼斯克	世界最大食品配料公司之一，04年在河南设立子公司	1.5	1
禹城绿健	成立于2000年	1.6	0.4
龙力生物	成立于2001年，已在A股上市，截止2014年2月21日收盘，市值约45亿元	1	0.8

资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司木糖醇生产成本显著高于行业。公司与华南理工大学陈克复院士、山东大学微生物学赴建教授等院校和专家合作，利用溶解浆生产过程中产生的废液即水解液开发高值化木糖醇产品，打造高档食品级木糖醇生产基地。2013年3月，公司成功从溶解浆水解液中提取出木糖产品，为世界首创。

考虑到从木糖加工成为木糖醇的技术路径较为成熟，且所增加的投资和相应的成本有限，公司有望于2014年取得实质性进展突破。以公司20万吨溶解浆产能折算，公司如果顺利实现木糖产品量产，产能有望达到约1万吨。由于生产成本为溶解浆的废液，公司未来生产木糖醇的成本有望在1万元/吨附近，大幅低于行业平均1.5~1.8万元/吨的生产成本。

➤ **低聚木糖：附加值更高，潜力巨大**

低聚木糖是功能性低聚糖的一种，可直接代替蔗糖作为甜食配料，具有促进人体双歧杆菌增殖的生理特性，具有防止龋齿、润肠通便等功能。低聚木糖属于国际新型低聚糖类产品，具有用量少、性价比高、稳定性好、耐热、耐酸、难发酵、降低水活性等特点，已确立了在保健食品、动物食品领域应用的领先优势，并逐步向乳品、功能性食品饮料、糖果等市场领域渗透，应用范围不断扩展，表现出良好的发展态势和市场前景。

低聚木糖有较大的需求潜力。假设全国人口中有 1 亿人直接或间接服用低聚木糖，每天服用 1 克，则年需求量 3.6 万吨。从消费者支付成本看，每天服用 1 克对应成本不足 2 毛钱，大众消费者是完全可以承受的，高端消费者则可购买相关的衍生产品。

目前国内低聚木糖行业市场集中度较高，各企业的竞争格局稳定。低聚木糖的竞争程度因品种而有所不同，其中低纯度的低聚木糖因工艺简单，生产企业较多，存在一定的竞争关系，利润水平趋于下滑。未来几年，随着人们对营养健康的重视，下游行业对“益菌因子”、“双歧因子”概念的推广，低聚木糖应用领域更加广泛，产销量将呈快速增长的态势，预计今后几年市场增长率可达 30% 左右。同时，高端产品的技术标准和质量要求将更高，产品的价格仍将维持在高位。考虑到低聚木糖在功能饮料、功能食品等其他行业的应用，预计 2014 年现有的下游行业对低聚木糖的需求量将超过 2 万吨，国外市场对低聚木糖的需求也将在现有基础上稳步增长。

低聚木糖盈利能力最强。根据公司当前研发和小试的成果，20 万吨溶解浆产能对应的废液中，理论上可提取的低聚木糖潜力达到 2500 千吨，成本与提取木糖接近。目前市场上高纯度低聚木糖价格超过 7 万元/吨，这意味着公司未来低聚木糖产品毛利率有望超过 80%。作为功能糖领域的新进入者，公司需要一定的时间来获得相关认证和客户的认可，但凭借明显的成本优势，公司功能糖产品的销售规模极有可能实现快速增长。

五、新老业务有序推进，业绩高增长有保障，首次给予“强烈推荐”评级

新老业务有序推进，业绩高增长有保障。传统业务中，在行业弱复苏的背景下，公司作为行业内管理能力领先企业，通过持续的技术改进、降本控费，预计盈利能力将有所好转。新业务方面，目前已在开展阶段，考虑一定市场培育期，保守预计生活用纸、特种纤维将分别于 2015、2016 年开始贡献业绩。按照我们测算，预计未来三年公司净利润复合增速可达约 72%，业绩高增长有保障。

首次给予“强烈推荐”评级。预计未来三年公司净利润复合增速可达约 72%，2013~2015 年公司 EPS（增发摊薄前）分别为 0.24、0.45、0.73 元，对应 2014 年 2 月 24 日 7.12 元的收盘价，PE 分别为 29.1、15.8、9.8 倍，考虑公司新业务成长潜力较大，且业绩高增长有保障，首次给予“强烈推荐”评级。

图表40新老业务有序推进，业绩高增长有保障（万元）

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	2016E
合计						
营业收入	865,965	1,022,726	1,158,429	1,213,622	1,363,354	1,754,790
YOY%	9.5%	18.1%	13.3%	4.8%	12.3%	28.7%
营业成本	729,215	894,977	982,099	999,993	1,089,497	1,395,159
毛利	136,749	127,748	176,330	213,629	273,857	359,631
毛利率%	15.8%	12.5%	15.2%	17.6%	20.1%	20.5%
机制纸						
收入	718,976	788,273	849,271	849,271	919,652	1,126,105

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	2016E
YOY%	9.8%	9.6%	7.7%	0.0%	8.3%	22.4%
成本	611,302	704,133	721,880	717,355	771,904	939,189
毛利	107,674	84,141	127,391	131,916	147,748	186,916
毛利率%	15.0%	10.7%	15.0%	15.5%	16.1%	16.6%
化学机械浆						
收入	75,014	74,086	118,538	138,538	138,538	138,538
YOY%	-2.1%	-1.2%	60.0%	16.9%	0.0%	0.0%
成本	57,523	60,628	94,830	105,289	105,289	105,289
毛利	17,492	13,459	23,708	33,249	33,249	33,249
毛利率%	23.3%	18.2%	20.0%	24.0%	24.0%	24.0%
电及蒸汽						
收入	61,687	69,683	89,055	91,248	93,598	93,598
YOY%	4.5%	13.0%	27.8%	2.5%	2.6%	0.0%
成本	51,121	52,634	67,266	61,727	53,681	53,681
毛利	10,567	17,049	21,789	29,521	39,917	39,917
毛利率%	17.1%	24.5%	24.5%	32.4%	42.6%	42.6%
生活用纸						
收入				33,000	110,000	144,000
YOY%					233.3%	30.9%
成本				27,000	70,000	78,000
毛利				6,000	40,000	66,000
毛利率%				18.2%	36.4%	45.8%
溶解浆						
收入	10,287	90,683	101,565	101,565	101,565	240,550
YOY%		781.6%	12.0%	0.0%	0.0%	136.8%
成本	9,270	77,583	98,122	88,622	88,622	207,000
毛利	1,017	13,100	3,443	12,943	12,943	33,550
毛利率%	9.9%	14.4%	3.4%	12.7%	12.7%	13.9%
功能糖						
收入						12,000
YOY%						0%
成本						5,600
毛利						6,400
毛利率%						53.3%

资料来源: wind, 平安证券研究所

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	4708	6382	6598	7280
现金	865	1390	1456	1636
应收账款	480	823	862	969
其他应收款	40	46	49	55
预付账款	272	589	600	654
存货	1286	1246	1261	1372
其他流动资产	1765	2288	2370	2595
非流动资产	10464	10420	11485	12357
长期投资	799	799	799	799
固定资产	7720	7676	8639	9437
无形资产	401	401	401	401
其他非流动资产	1544	1544	1646	1719
资产总计	15173	16803	18083	19637
流动负债	8074	9087	9872	10645
短期借款	5012	5382	6125	6708
应付账款	1060	1375	1400	1525
其他流动负债	2002	2330	2347	2412
非流动负债	2642	2878	2878	2878
长期借款	1447	1447	1447	1447
其他非流动负债	1196	1432	1432	1432
负债合计	10717	11965	12750	13523
少数股东权益	509	552	616	721
股本	1005	1149	1149	1149
资本公积	782	782	782	782
留存收益	2181	2362	2794	3472
归属母公司股东权益	3947	4286	4717	5393
负债和股东权益	15173	16803	18083	19637

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	1387	540	1918	2301
净利润	219	324	581	937
折旧摊销	701	812	946	1138
财务费用	698	527	558	598
投资损失	-56	-0	-50	-50
营运资金变动	-48	-1236	-131	-345
其他经营现金流	-128	113	14	23
投资活动现金流	-1087	-802	-1952	-1952
资本支出	1236	800	2000	2000
长期投资	-7	0	0	0
其他投资现金流	142	-2	48	48
筹资活动现金流	-563	787	100	-169
短期借款	50	370	742	583
长期借款	-134	0	0	0
普通股增加	0	144	0	0
资本公积增加	3	0	0	0
其他筹资现金流	-482	273	-642	-753
现金净增加额	-262	525	66	180

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	10409	11584	12136	13634
营业成本	8999	9821	10000	10895
营业税金及附加	25	28	29	33
营业费用	324	394	522	586
管理费用	282	353	461	560
财务费用	698	527	558	598
资产减值损失	22	60	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	56	0	50	50
营业利润	114	402	616	1012
营业外收入	130	40	40	40
营业外支出	3	10	10	10
利润总额	242	432	646	1042
所得税	22	108	65	104
净利润	219	324	581	937
少数股东损益	43	43	65	104
归属母公司净利润	176	281	517	833
EBITDA	1514	1741	2120	2747
EPS (元)	0.18	0.24	0.45	0.73

主要财务比率

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入(%)	18.8	11.3	4.8	12.3
营业利润(%)	-67.6	251.7	53.1	64.3
归属于母公司净利润(%)	-64.7	59.3	83.9	61.3
获利能力				
毛利率(%)	13.5	15.2	17.6	20.1
净利率(%)	1.7	1.7	2.4	4.3
ROE(%)	4.5	6.6	11.0	15.5
ROIC(%)	7.4	6.2	8.5	10.7
偿债能力				
资产负债率(%)	70.6	71.2	70.5	68.9
净负债比率(%)	68.67	69.61	71.15	71.39
流动比率	0.58	0.70	0.67	0.68
速动比率	0.42	0.56	0.54	0.55
营运能力				
总资产周转率	0.69	0.72	0.70	0.72
应收账款周转率	16	16	13	13
应付账款周转率	8.55	8.07	7.21	7.45
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.15	0.24	0.45	0.73
每股经营现金流(最新摊薄)	1.21	0.47	1.67	2.00
每股净资产(最新摊薄)	3.43	3.73	4.10	4.69
估值比率				
P/E	46.40	29.13	15.84	9.82
P/B	2.07	1.91	1.73	1.52
EV/EBITDA	9	8	6	5

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257