

新产能投放+国际项目进展顺利，多因素利好公司长远业绩增长

投资要点:

- **产能投放+纸浆成本下降奠定全年业绩高增长:** 16 年全年业绩主要来源于一下三个方面 1) 35 万吨溶解浆投产: 棉花价格上涨间接带动溶解浆价格上调, 年初以来已上涨 210 元/吨, 价格短期具备支撑, 处于供不应求的状态, 35 万吨新投产溶解浆加上原先 20 万吨共计 55 万吨, 近年将达到满产, 以现有价格平均每吨净利在 500 元以上。2) **纸浆价格下降:** 受到国际市场新产能投放的以及国内用纸需求低迷的影响, 纸浆价格自 15 年下半年以来开始下跌, 平均每吨下跌 500 元, 而公司因为纸浆库存较多, 纸浆价格下跌的影响并没有体现在一季度业绩当中, 预计会在二季度开始释放, 预计全年节约成本 1 亿元; 3) **30 万吨轻型纸:** 公司于 15 年 9 月投产, 今年满产运营, 平均一吨净赚 300 元, 全年贡献 9000 万净利润, 三者合计为 16 年带来利润增量。另外煤炭价格略微回升导致动力能源成本 16 年会有所增加, 综合来看全年有望实现 3.4 亿增量。
- **50 万吨牛皮卡纸投产, 国际项目按计划进展顺利, 为 18-20 年业绩增长奠定基础:** 公司 50 万吨牛皮卡纸于近期正式投产, 初步测算每吨至少可净赚 200 元以上, 为 17 年业绩提供支撑。另外公司两个国际化项目正逐步开展。其中, **老挝项目**将于 16 年下半年启动建设, 预计 18 年一期投产 20 万吨浆纸。老挝项目优势在于成本低、税收政策好、运用范围广, 预计每年可为公司贡献 3-4 亿利润贡献。**美国阿肯色州绒毛浆项目**现已开始环评阶段, 预计 17 年下半年开始建设, 到 19 年正式开始投产, 2020 年达到满产 70 万吨, 预计毛利率在 40%-50%。
- **进军生活用纸行业, 多远业务齐头并进:** 在传统造纸业务稳步发展的前提下, 于去年正式进军生活用纸行业, 公司现有生活用纸产能 12 万吨, 收入在 15 年达到 6 亿规模, 但尚未盈利, 毛利率仅为 12.7%, 与行业内专注生活用纸企业相比, 还有很大的提升空间。另外, 公司与日本最大的造纸企业 Crecia 公司合作的纸尿裤将于近期上线, 通过原有生活用纸渠道和电商逐步扩展, 纸尿裤行业渗透率极低, 国内市场几乎被国际品牌垄断, 公司有望借助日本高质量生产打开国内市场, 是公司未来的一大看点。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司 2016/2017 年净利润为 10/12 亿元, 当前 136 亿市值对应 13.6、11 倍。公司未来三年成长点清晰可见, 业绩稳中有升基本可以确立, 在中报即将披露之际强调对公司的推荐评级。

太阳纸业 (002078.SZ)

推荐 维持评级

分析师

马莉 轻工制造首席分析师

☎: (8610) 6656 8489

✉: mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020012

特此鸣谢:

郝帅

☎: (8610) 83571374

✉: haoshuai@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

市场数据	时间	2016.7.7
A 股收盘价 (元)		5.33
A 股一年内最高价 (元)		6.49
A 股一年内最低价 (元)		3.80
上证指数		3016
市净率		1.90
总股本 (亿股)		25.37
实际流通 A 股 (亿股)		25.14
流通 A 股市值 (亿元)		134

相对上证综指表现图



资料来源: Wind 资讯, 中国银河证券研究部

目 录

一、基本面良好、激励到位的白马公司	1
二、2013 年业绩触底，燃料动力价格下跌带来 2014、2015 业绩弹性	4
三、16 年高增长确立，国际项目进展顺利奠定未来三年成长基础	7
四、盈利预测与投资建议	10

一、基本面良好、激励到位的白马公司

山东太阳纸业股份有限公司成立于1982年，2006年11月16日在深圳证券交易所上市。根据中国造纸协会发布的2015年中国造纸业年度报告，太阳纸业年产量在业内排行第四。

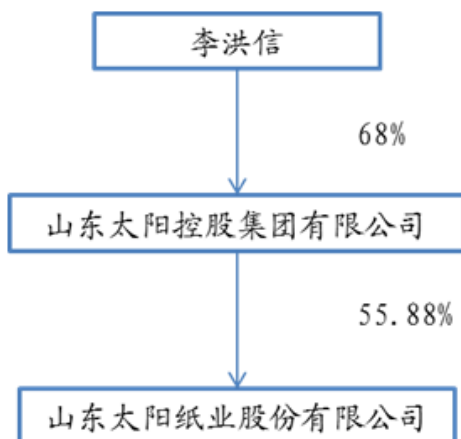
表 1: 太阳纸业主要产品

类别	主要产品	主要用途
非涂布文化用纸	双胶纸、高松厚度纯质纸、静电复印纸、淋膜原纸、书写纸、离型原纸、铸涂原纸、美术纯质纸、食品包装纸等	主要用于杂志、期刊、儿童画册、教科书、彩色画报、图片、插图、广告宣传画、封面、商标等印刷
铜版纸	单面铜版纸、双面铜版纸、高光铜版纸、亚光铜版纸、低克重铜版纸、高克重铜版纸等	主要用于印刷高级书刊的封面和彩页、彩色画片、各种精美的商业广告、样本、商品包装、商标等
涂布包装纸板	白底白纸板、灰底白纸板	主要用于吸塑包装、彩印包装，适用于香烟、酒类、饮料、食品、化妆品、高档服装、医药等行业的制盒、制箱
生活用纸	面巾纸、卫生纸、擦拭纸	主要供家庭及公共场所使用
溶解浆	溶解浆	主要用于生产高纯度生态纤维，该类纤维主要用于生产粘胶人造丝、纤维素酯和纤维素醚，释放负工业高档服装的原料
化机浆	化机浆	主要用于生产高纯度

资料来源:wind, 中国银河证券研究部

公司股权结构稳定集中，控股股东承诺不通过二级市场减持股份。2015 年报显示，太阳控股持有太阳纸业股份有限公司 55.88% 股权，系公司控股股东，实际控制人为李洪信先生。山东太阳控股集团承诺自 2016 年 1 月 11 日至 2017 年 1 月 10 日不通过二级市场减持太阳纸业股份。

图 1: 太阳纸业股权结构



资料来源:wind, 中国银河证券研究部

表 2: 太阳纸业前 10 大控股股东 (2016 年 1 季度)

股东名称	持股数量(股)	占总股本比例 (%)	股本性质
山东太阳控股集团有限公司	1,417,355,684	55.8800	限售流通 A 股, A 股流通股
财通基金-兴业银行-华章天地传媒投资有限公司	46,904,762	1.8500	A 股流通股
华泰资产管理有限公司-策略投资产品	43,512,779	1.7200	A 股流通股
兵工财务有限责任公司	26,190,476	1.0300	A 股流通股
中国银行股份有限公司-国投瑞银瑞利灵活配置混合型证券投资基金	25,000,003	0.9900	A 股流通股
华安未来资产-浦发银行-华安资产-浦发银行-瑞力阳光资产管理计划	24,285,714	0.9600	A 股流通股
全国社保基金六零二组合	14,329,906	0.5600	A 股流通股
财通基金-光大银行-富春定增 186 号资产管理计划	11,428,571	0.4500	A 股流通股
全国社保基金四零六组合	9,800,500	0.3900	A 股流通股
上海浦东发展银行股份有限公司-嘉实优质企业股票型开放式证券投资基金	8,300,400	0.3300	A 股流通股
合计	1,627,108,795	64.16	

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

公司核心管理团队稳定, 技术人员占比高, 限制性股票激励计划业绩目标逐步达成。公司核心管理团队多为创始成员, 任职年限 20 年以上, 对公司有很高认可度和忠诚度, 在造纸制浆行业拥有丰富的市场、生产、管理和技术经验, 对行业发展趋势和市场需求有较强把握能力。公司 2015 年净利率 6.98%, 三费率 14.09%, 在传统造纸企业中处于领先地位。

图 2: 传统造纸行业主要公司 2015 年净利率

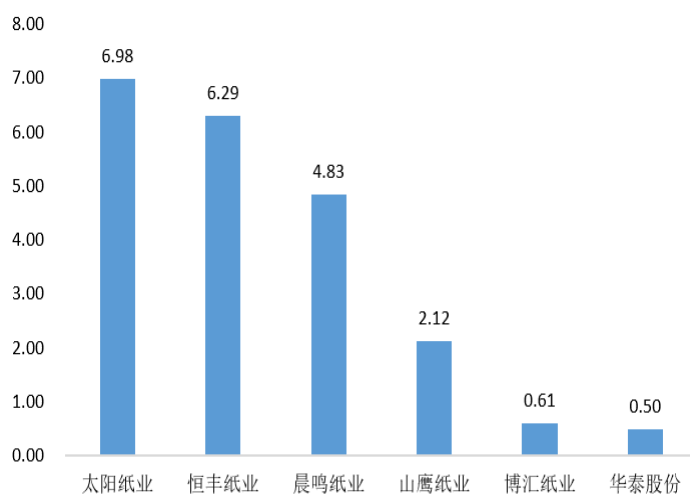
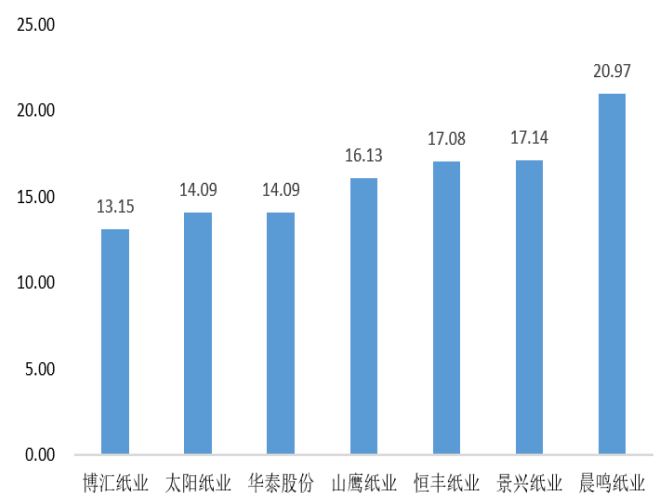


图 3: 传统造纸行业公司 2015 年三费率



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

2014 年公司公布实行三年期限制性股票激励计划，激励对象总人数为 179 人，向激励对象授予 1646 万限制性股票。限制性股票自予日起满 12 个月后，在满足计划解锁条件的情况下，分三次分别按照 40%、40%、20% 的比例解锁。解锁条件为：第一解锁期 2014 年净利润相比 2013 年增长不低于 60%（4.56 亿），且 2014 年 ROE 不低于 8%；第二解锁期 2015 年净利润相比 2013 年增长不低于 130%（6.56 亿），且 2015 年 ROE 不低于 11%；第三解锁期 2016 年净利润相比 2013 年增长不低于 240%（9.96 亿），且 2016 年净资产收益率不低于 15%。公司 2014、15 年实现净利润 5.47 亿、6.63 亿，ROE 分别为 8.94%、11.25%，实现业绩目标。

表 3: 太阳纸业主要管理层简历

姓名	职务	性别	出生年月	简历
李洪信	董事长、总经理	男	1953 年	大学学历，高级经济师。曾任兖州市造纸厂技术科长、厂长，山东太阳纸业集团总公司、山东太阳纸业集团有限公司董事长等职务。
李娜	副董事长	男	1983 年	法学博士。2011 年 5 月加入本公司，曾任公司副总经理。
刘泽华	董事、副总经理	男	1971 年	大学学历，高级工程师。1995 年加入公司，历任公司工艺员、技术科长、技术处长、兖州天颐纸业有限公司总经理，公司副总工程师，公司生产经理。
王宗良	董事、副总经理、财务总监	男	1965 年	大学学历，高级会计师。1985 年加入本公司，历任公司核算员，财务出纳会计、核算会计，财务处副处长、处长(会计机构负责人)、总经济师、内部审计部门负责人。

资料来源:Wind, 中国银河证券研究部

二、2013 年业绩触底，燃料动力价格下跌带来 2014、2015 业绩弹性

公司的中长期的发展战略是“四三三”发展规划，暨太阳纸业在巩固造纸主业的同时，以造纸产业的技术、资金、人才等为基础，发展生物质新材料，进军快速消费品行业，通过对资源的有效整合，使公司三大产业齐头并进，相互支撑，稳步构造**造纸产品利润占 40%、生物质新材料占 30%、快速消费品占 30%**的“四三三”利润格局。

表 4: 公司历年经营状况主要指标

	2016Q1	2015	2014	2013	2012	2011
营业收入 (亿)	28.93	108	104	109	104	87
销量 (万吨)	62	182	167	166	168	
销售增长率	14.80%	3.60%	-4.01%	4.67%	18.79%	9.02%
毛利率	19.83%	22.98%	20.05%	16.94%	13.55%	16.40%
归母净利润	1.45	6.67	4.69	2.85	1.76	4.99
销售净利润率	5.02%	6.98%	5.23%	2.92%	2.11%	6.42%
吨净利润	234	366	281	172	105	
ROE		11.25%	8.94%	6.06%	4.50%	13.39%

资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究

表 5: 公司主要产品盈利指标 (亿元)

纸种 (产能)	项目	2012	2013	2014	2015
文化纸 (100 万吨, 2015 年轻型纸 30 万吨)	营业收入	40.96	43.82	36.08	36.55
	增长率 (%)	19.01	6.98	-17.70%	0.01
	占比 (%)	40.05	40.63	34.88	34
	毛利 (%)	12.16	16.97	18	22.46
铜版纸 (90 万吨)	营业收入	34.69	35.1	34.7	32.12
	增长率 (%)	32.92	1.2	-1.15	-7.40%
	占比 (%)	33.92	32.55	33.55	29.7
	毛利 (%)	10.06	14.94	18.1	20.25
化学机械浆 (70 万吨)	营业收入	7.41	10.45	9.93	8.10
	增长率 (%)	-1.24	41.04	-5	-18.4
	占比 (%)	7.24	9.69	9.6	7.5
	毛利 (%)	18.17	17.02	25.25	29.83
电及蒸汽	营业收入	6.97	8.68	8.19	7.62
	增长率 (%)	12.96	24.62	-5.65	-7
	占比 (%)	6.81	8.05	7.92	7
	毛利 (%)	24.47	35.3	43.96	51.89
涂布纸板 (淋膜 30 万吨, 静电 10 万吨, 工业原纸 10 万吨)	营业收入	3.18	0.4	0	
	增长率 (%)	-72.06	-87.52	-99.37	
	占比 (%)	3.11	0.37	0	

吨)	毛利 (%)	6.43			
	营业收入		1.7	6.11	
生活用纸(12万吨)	增长率 (%)			260	
	占比 (%)		1.64	5.6	
	毛利 (%)		11.62	12.69	
溶解浆(50万吨, 其中30万吨2015 年)	营业收入	9.07	9.39	6.19	8.96
	增长率 (%)	781.56	3.55	-34.06	44.8
	占比 (%)	8.87	8.71	5.99	8.3
	毛利 (%)	14.45	2.45	1.15	10.36

资料来源: wind, 中国银河证券研究部

纸张价格提升有限, 动力能源成本下降是近年毛利率提升一大主因

公司业绩在12年触底, 当年净利润1.76亿元, 同比下降64.7%, 毛利率仅为13.55%, 同比下降2.85%。毛利率下降至低点主要原因是当期原材料成本大涨23.5%, 除此之外能源动力成本也同比增长18.66%。12年以后, 公司产品价格无较大的变化, 而受到国内煤炭价格下跌影响, 动力能源成本逐步下降。2011年全国煤炭价格指数达到顶峰的203, 之后逐年下跌, 截止2016年7月, 全国煤炭价格指数为126, 五年来跌幅达38%。煤炭价格下跌对公司业绩提升起到一定的支撑作用。另外公司原材料成本也在近年有所控制。受此影响, 13、14、15年业绩开始反转, 增速分别为61.4%、64.7%、42.2%。公司综合毛利率也从12年的13.55%回升至15年的22.98%。

表 6: 原材料和能源动力成本下跌是毛利回升主要原因 (亿元)

	2012	2013	2014	2015
原材料	67.85	68.28	62.25	64.25
yoy	23.43%	0.63%	-8.83%	3.21%
能源动力	9.41	8.73	8.57	7.09
yoy	18.66%	-7.23%	-1.83%	-17.27%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 4: 中国近年煤炭价格指数

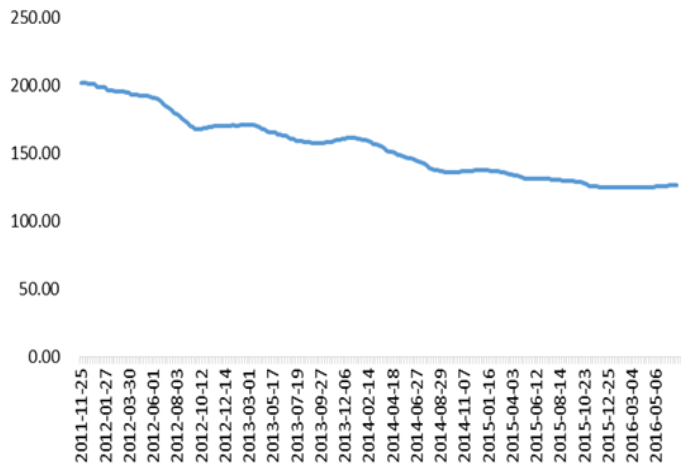
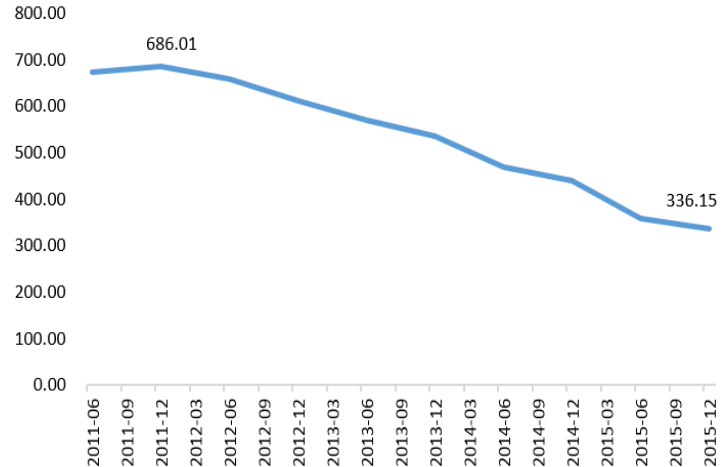


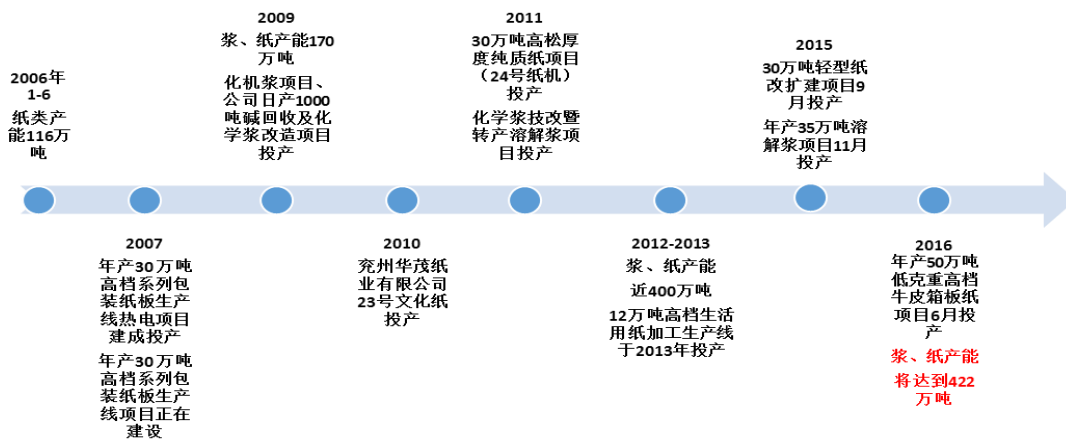
图 5: 兖州煤业销售价格 (元/吨)



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

公司上市之初拥有产能 116 万吨, 上市后产能扩张速度加快。其中 2007 年 30 万吨高档包装纸项目投产, 08 年 36 万吨化机浆投产, 截至 2009 年底, 公司自制木浆产能达到 60 万吨, 纸类产品产能达到 100 万吨, 总浆纸产能达 170 万吨。12 年公司进军生活用纸行业开始多元化发展, 新投产 12 万吨生活用纸加工生产线, 15 年公司 30 万吨轻型纸和 50 万吨牛皮卡纸项目投产, 预计 16 年公司总纸浆产能将达到 422 万吨。

图 6: 公司上市以来主要产能投放情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

三、16 年高增长确立，国际项目进展顺利奠定未来三年成长基础

(一) 成本节约与产能释放共同支撑 16 年利润增长

公司 16 年利润增长主要来自纸浆成本的降低、溶解浆和轻型纸的产能释放三大主要部分：1) 30 万吨溶解浆投产；2) 纸浆价格下跌 3) 30 万吨轻型纸投产。预计在 16 年，净利润实现增长 3.4 个亿，全年净利润 10 亿。

受棉花价格上涨的影响，溶解浆价格持续走高。2016 年全国棉花种植面积减少 10%，同时受自然灾害的影响预计全国棉花将出现大幅减产，另一方面受人民币贬值推动，纺织业出口回暖有望对上游棉花产业带来强力提振，棉价出现持续走高。溶解浆的下游产品粘胶纤维是棉花的替代品，作为最接近棉的一种纤维，其来源于天然纤维素，且具有更易染色、无杂质、可纺性好、亲肤等特点。一般的棉纺设备经过工艺微小调整均可纺制粘纤，也是棉纺工艺最为类同的纤维，具备功能替代的先进性。所以棉价的上涨会持续提振溶解浆市场，导致溶解浆价格持续走高。公司与去年 11 月份投产 30 万吨溶解浆，加上原先 20 万吨共计 50 万吨溶解浆产能。溶解浆价格比去年同期每吨增长了 500 元，比 15 年底增长了 300 元/吨，价格维持在 6500 元/吨左右。今年 1、2 月份是调试阶段，3 月份才开始正式生产，所以没有为一季度贡献业绩。目前的产量为 800 吨/天，预计两个月后达到满产的 900 吨/天(35 万吨)，加上原有 20 万吨产量，今年溶解浆总产量可以实现将近 50 万吨，每吨可净赚 500 元左右，预计为公司带来 2.5 亿元利润增长。

图 7: 国内溶解浆内盘价格走势

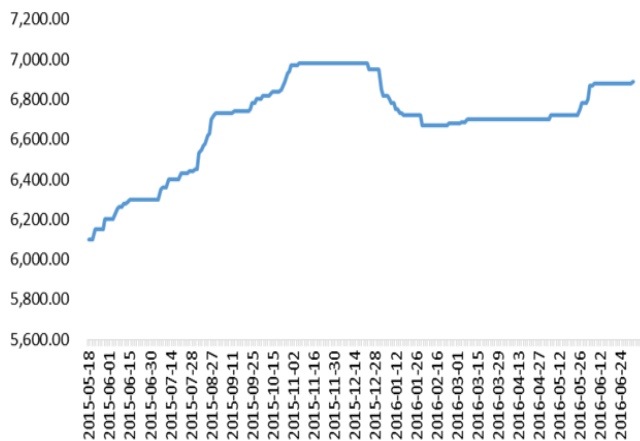
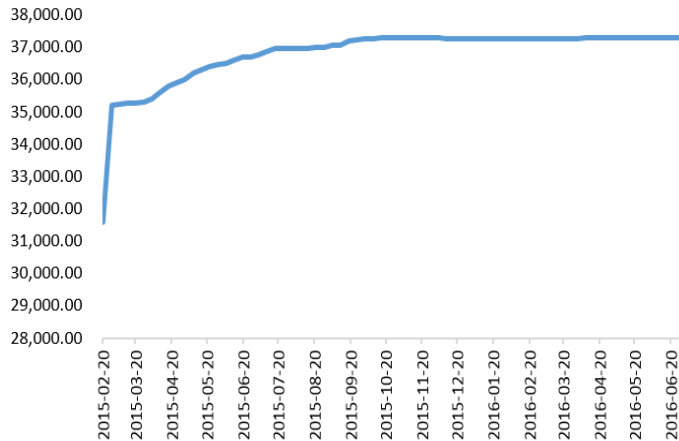


图 8: 国内 15 年以来黏胶长丝价格走势



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

进口阔叶浆价格下降，对利润贡献预计 1 亿元。巴西汇率下跌是导致针叶浆价格下降的主要原因，15 年底曾出现针叶浆比阔叶浆还便宜的情形。上游阔叶浆降价原因主要有一下几点：1) 新增产能：印尼 15 年新增产能 260 万吨，预计今年 6、7 月份投产。另外，巴西、白俄罗斯等地区新增产能 560 万吨。2) 中国纸浆消费量减少：中国是最大的纸浆消费国，由于供给侧改革导致小纸厂逐渐被淘汰，而小纸厂主要靠的是进口纸浆，直接导致阔叶浆价格下降。纸浆价格未来会进一步的下降，但是下降幅度不会太大，价格维持低位将会持续延续下

去，原料成本的减少将会促进公司盈利水平的增长。

目前进口阔叶浆价格由16年年初598美元每吨降至6月的545美元每吨，降幅达8.86%，与去年同期相比更是下降19%，降幅达127美元/吨。公司每年使用进口阔叶浆约50万吨。预计16年每吨成本价下降500元人民币左右，理论上可以为公司带来2.5亿元利润。但由于公司16年1-2季度生产使用的以库存纸浆为主，国际市场上的纸浆价格对公司的成本影响具有一定的滞后性，故成本节约的效果在一季度财报显示不明显，预计全年成本下降贡献利润1亿左右。

图 9: 针叶、阔叶浆外商平均价

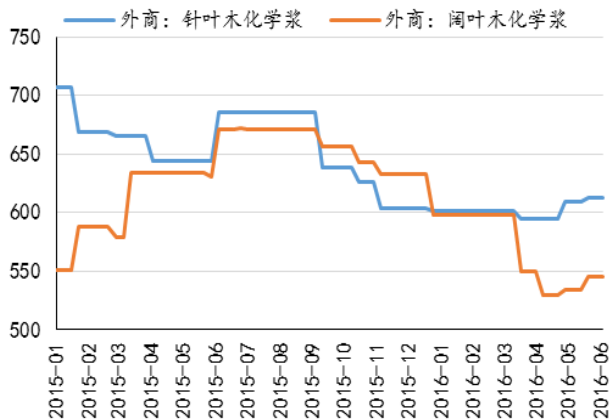
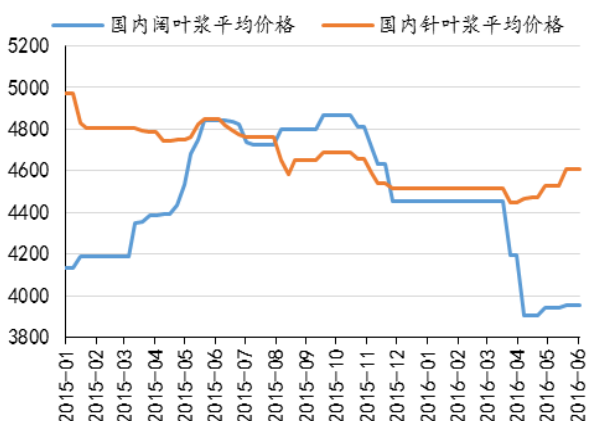


图 10: 国内阔叶、针叶浆平均价格



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

轻型纸产能释放，贡献利润 9000 万。轻型纸质优量轻、价格低廉，不含荧光增白剂，高机械浆含量，环保舒适，市场需求量大。公司主要生产本白双胶纸，15年9月份投产30万吨产能，11月份实现满产，将持续贡献16年利润增量，每吨净利润为300元左右，公司双胶纸产品价格6000元/吨左右，其他中小型企业价格在5200元/吨左右。16年将实现9000万净利。

图 11: 轻型纸历史价格



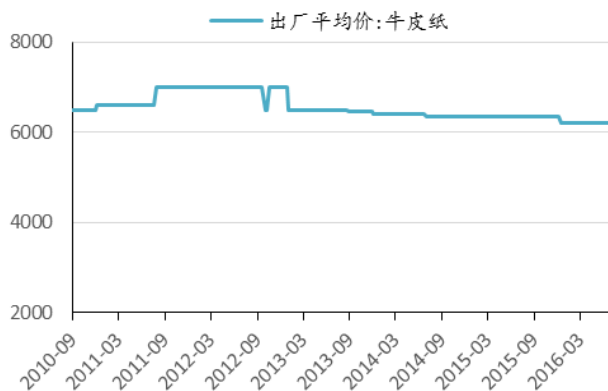
资料来源: wind, 中国银河证券研究部

（二）牛皮卡纸、生活用纸、老挝项目、绒毛浆项目奠定未来三年业绩增长

17 年牛皮卡纸产能释放与生活用纸销售增长将贡献利润增长。牛皮卡纸是纸箱用纸的主要纸种之一。牛皮纸的质地坚韧，耐破度、环压强度和撕裂度要高，此外还具有较高的抗水性。目前公司牛皮卡纸主要生产布局在山东，山东省在水果和海鲜等生鲜类产品包装需求量大，公司的牛皮卡纸符合下游产业的需求。在 2016 年牛皮卡纸 50 万吨产能将在 17 年达到满产，每吨净利润至少 200 元左右。

公司目前生活用纸方面产能与销量增长速度较快，生活用纸体积大质量轻，不宜长途运输，所以销售半径扩大就得考验一家企业的运输和成本管控能力未来生活用纸这块会持续保持高增长。目前公司生活用纸产能 12 万吨，基本达到产销平衡，预计 2017 年将扭亏为盈。公司目前主推的生活用纸品牌幸福阳光已经布局 3 万余家网店，销售渠道南到浙江、宁波；西至西安；北上至天津，今年将扩散到北京。另外有 3000 吨生活用纸出口到东南亚、欧洲、中东等地区。公司目标未来 3-5 年包括纸尿裤在内的生活用纸总产量达到 50 万吨。公司与日本最大的造纸企业 Crecia 合作，产品由公司负责制定生产标准和市场销售，日本公司负责产品加工。未来随着美国绒毛浆项目建成并投产，可以为纸尿布业务提供质量上等且性价比高的绒毛浆原料，提高产品毛利水平，预计这块毛利率在 50% 以上。

图 12: 牛皮纸出厂平均价



资料来源: WIND, 互联网, 中国银河证券研究部

图 13: 公司生活用纸品牌幸福阳光

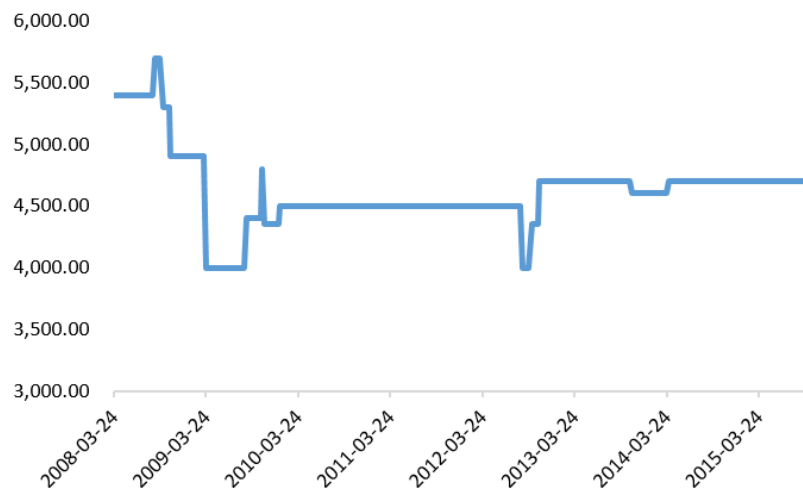


老挝“林浆纸一体化”项目 16 年下半年启动建设，为 2018 年提供新的业绩增长点：公司计划在老挝建设“林浆纸一体化”项目，主要在老挝建设 10 万公顷的纸浆林其中公司种植 3 万公顷示范林，百姓合作林 7 万公顷。配套建设 30 万吨的化学浆生产线，总投资 1.9717 亿美元。建设期短则 1 年半，建成之后将成为公司未来主要的利润增长来源。预计 2018 年第一期投产 20 万吨浆纸，另外第一期建设完成后，公司计划在老挝建设“林浆纸一体化”二期项目，二期项目计划完成 10 万公顷原料林的种植，建设年产 30 万吨化学浆生产线。二期项目总投资 29181.5 万美元，项目建成后，年销售收入实现 22619 万美元，年净利润 4673 万美元。老挝项目拥有以下几点优势：1) 纸浆成本降低：大概每吨能节省 1500 元左右；2) 税收政策利好：老挝项目在当地拥有 9 年的免税期；3) 运用范围广：生产出来的纸浆可以选择直

接运回国作为公司造纸原料，也可以在当地消化或者出口至东盟和中东国家，盈利方向选择较为广泛。预计 2018 年一期项目 20 万吨投产后，每年可为公司带来 3-4 亿元的利润贡献。

美国阿肯色州项目已开始环评，未来 70 万吨产能释放体现公司发展后劲十足：生物质精炼产品是公司实现“四三三”发展战略的重要一环，目前公司在生物质精炼领域已经形成了 50 万吨的溶解浆生产规模，是世界第三大溶解浆供应商。公司在美国阿肯色州投资建设年产能 70 万吨的生物精炼项目将进一步提升太阳纸业在生物质精炼领域的产品生产能力，项目生产的绒毛浆产品将使太阳纸业进入快消品产业上游，为公司在个人护理用品领域的可持续发展奠定基础。公司预计美国阿肯色州项目 4 月底就能落实到正式文件上，紧接开始 6-9 个月的环评过程，17 年初环评通过以后项目正式开始立项。项目总投资 13.6 亿美元，通过测算，刨去美国方面一系列的政策补贴，加上合资方式出资以及贷款，美国项目预计公司要投入 20 亿元人民币，建设期两年，2019 年阿肯色州绒毛浆项目可以正式开始投产，到 2020 年达到满产 70 万吨，预计毛利率在 40%-50%之间。

图 14: 美国绒毛浆出厂平均价 (元/吨)



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

四、盈利预测与投资建议

维持对公司推荐评级。公司为难得的景气向上的细分板块，基于阔叶浆价格大幅下跌、产能大幅增加、亏损的万国纸业剥离、生活用纸减亏。2016 年预计有 10 亿净利润；2017 年、2018 年在新产能持续释放（50 万吨牛皮卡纸、老挝项目达产等）预计仍将实现 20%左右复合增速，当前市值对应 2016 年 13.6 倍估值。虽然公司股价相较我们底部推荐时点已有一定涨幅、短期超额收益未必很明显，但公司无疑是长期值得重点跟踪及长期持有的标的。

插图目录

图 1: 太阳纸业股权结构.....	1
图 2: 传统造纸行业主要公司 2015 年净利率.....	2
图 3: 传统造纸行业公司 2015 年三费率.....	2
图 4: 中国近年煤炭价格指数.....	6
图 5: 兖州煤业销售价格 (元/吨).....	6
图 6: 公司上市以来主要产能投放情况.....	6
图 7: 国内溶解浆内盘价格走势.....	7
图 8: 国内 15 年以来黏胶长丝价格走势.....	7
图 9: 针叶、阔叶浆外商平均价.....	8
图 10: 国内阔叶、针叶浆平均价格.....	8
图 11: 轻型纸历史价格.....	8
图 12: 牛皮纸出厂平均价.....	9
图 13: 公司生活用纸品牌幸福阳光.....	9
图 14: 美国绒毛浆出厂平均价 (元/吨).....	10

表格目录

表 1: 太阳纸业主要产品.....	1
表 2: 太阳纸业前 10 大控股股东 (2016 年 1 季度).....	2
表 3: 太阳纸业主要管理层简历.....	3
表 4: 公司历年经营状况主要指标.....	4
表 5: 公司主要产品盈利指标.....	4
表 6: 原材料和能源动力成本下跌是毛利回升主要原因.....	5

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

马莉 轻工制造行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn