

# 太阳纸业 (002078.SZ) 造纸行业

评级：买入维持评级

公司深度研究

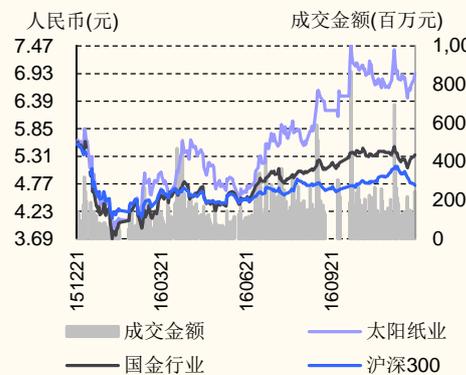
市场价格(人民币)：6.93元

## 传统业务回暖，新兴业务爆发

长期竞争力评级：

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	2,524.16
总市值(百万元)	17,573.48
年内股价最高最低(元)	7.49/3.89
沪深 300 指数	3309.06
深证成指	10245.33



公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.20	0.26	0.42	0.59	0.77
每股净资产(元)	2.36	2.75	3.09	3.56	4.18
每股经营性现金流(元)	1.13	0.27	1.25	0.73	0.87
市盈率(倍)	20	21	16	12	9
行业优化市盈率(倍)	54	71	78	78	78
净利润增长率(%)	64.71%	42.20%	61.24%	38.71%	30.92%
净资产收益率(%)	8.65%	9.54%	13.70%	16.50%	18.41%
总股本(百万股)	2,298.54	2,536.64	2,536.64	2,536.64	2,536.64

来源：公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **国内规模最大的民营造纸企业。**公司成立于 1982 年，历经三十多年的发展，公司已成为全球先进的跨国造纸和林浆纸一体化企业。公司自 2012 年开始实施“四三三”结构性转型发展战略，即构造造纸产品占 40%、生物质新材料（溶解浆、绒毛浆和木糖等）占 30%、快速消费品（生活用纸、纸尿裤和卫生巾等）占 30%的“四三三”利润格局。战略实施以来，公司收入与盈利能力持续快速提升，“四三三”战略的有效性已经得到初步验证。未来，随着公司战略持续深化，公司整体竞争实力有望继续大幅提升。
- **文化纸：落后产能淘汰持续，大型纸企有望受益行业结构优化。**近两年，在供给侧改革推动及行业自发性洗牌整合下，行业中环保性能及纸质要求不达标的落后产能加速退出。在经历近年整合期后，行业现有产能有望逐渐出清，龙头企业将在行业良性竞争中获得长足发展。从进出口情况来看，我国文化纸大致在 2005 年前后实现了对外净出口，未来随着我国文化纸品质竞争力持续增强，对于亚洲主要国家出口增长不断提速，以及反倾销案的获胜对于出口市场竞争力的进一步提升，在文化纸出口微利时代，同时具备技术资源优势及规模效益的大型纸企将持续受益。国内市场来看，废纸浆和木浆作为主要上游原材料，进口依存度仍较高，行业凸显的资源属性对于纸企成本端影响较大，而一二线大型纸企由于更具规模效益及资源优势，在近年上游原材料市场波幅加剧的背景下，市场竞争力将持续巩固。
- **溶解浆：国内大型纸企有望抢占制高点，中长期市场驱动力强劲。**溶解浆是粘胶纤维的主要生产原料，粘胶纤维产业经历了一轮市场梳理之后，行业供需结构已逐渐恢复合理化，我国历年纱线产量的持续增长保证了未来粘胶纤维产量的稳健增长，而这也为溶解浆的价格带来有力支撑。目前全球溶解浆需求体量较大，鉴于全球经济温和复苏以及我国目前粘胶纤维产业景气度，预计全球溶解浆产量未来仍将处于上升通道。从溶解浆进出口情况来看，我国溶解浆进口依存度较高，未来随着反倾销保护期间国内企业规模与技术水平不断提升，国内林浆纸一体化不断推进以及国外林业公司积极加强合作，我国溶解浆市场将得到加速发展，未来国产溶解浆取代进口容量空间巨大。我们认为，短期内溶解浆价格涨跌会导致企业业绩产生一定波动，但决定溶解浆企业中长期业绩兑现的根本因素是规模、成本、技术以及随之衍生而来的市场定价权，因而相对来说大型纸浆企业更易抢占行业制高点。

### 相关报告

1. 《太阳纸业 (002078.SZ) 研究简报-多项目齐头并进，竞争...》，2016.12.6

揭力

分析师 SAC 执业编号：S1130515080003  
(8621)60935563  
jie\_li@gjzq.com.cn

邱思佳

联系人  
qiushijia@gjzq.com.cn

- **生活用纸：品牌致胜，渠道为王。**虽然我国生活用纸产销量居世界首位，但人均生活用纸量与发达国家仍有较大差距。通过对我国历年生活用纸消费量相关因素进行回归分析，我们发现人均 GDP 及城镇人口情况与生活用纸消费量相关性较高。在不考虑二孩政策会进一步拉动行业消费的情况下，我们预测 2020 年，我国生活用纸年消费量将达约 1,080 万吨，人均消费量将达到 7.66 千克。由于生活用纸消费属性较强，因而品牌与渠道对于生活用纸企业尤为重要。品牌端，在我国城市化发展背景下，随着消费者可支配收入不断提高，同时乡镇农村的品牌消费持续发力，未来国内一线品牌渗透率仍将不断提升。渠道端作为企业打开利润空间的重要基础，三四线下沉以及电商渠道渗透成为各大品牌新发力点。从四大品牌的成功路径来看，差异化优势助力各大品牌树立了竞争壁垒，对于新进品牌来说，只有在拥有创新化技术及找准自身定位的情况下，未来才能市场中获得长足发展。
- **多箭齐发促进结构转型，“四三三”战略稳步推进。**
  - 1) **造纸产品：**公司非涂布文化纸与铜版纸产能均居行业前列，且相应生产线与技术水平也同时达到国际领先水平，老挝 30 万吨化学浆项目也将提高公司盈利水平。未来在行业落后产能持续淘汰、供需结构不断优化的情况下，成品纸价有望继续维持高位，而伴随反倾销案获胜将进一步提升行业出口竞争力，包括公司在内的文化纸龙头将优先受益，公司文化纸业务重拾中高速增长可期。
  - 2) **生物质新材料：**公司在产的两条溶解浆生产线连续蒸煮技术属全球首创，具有明显的成本优势，公司在溶解浆生产过程产生的水解液中成功提炼出木糖、木糖醇，填补了世界空白。在 35 万吨溶解浆、1 万吨木糖醇和 70 万吨绒毛浆达产后，公司在三大生物质材料领域产能均将跻身全球前五，规模化产能优势以及浆纸业务的高度协同将助力公司整体盈利水平和竞争实力显著提升。
  - 3) **快速消费品：**自 2013 年起，公司积极向快速消费品领域渗透，先后推出“幸福阳光”品牌生活用纸及 Suyappy(舒芽奇)品牌纸尿裤。产品端，“生态”、“环保”理念突出，积极推出多元化产品系列，有效树立差异化竞争壁垒；渠道端，公司采用全渠道布局，线上线下结合的 O2O 模式助力品牌迅速推广至全国。此外，公司纸尿裤业务在行业巨大市场空间、业内领先技术加持、原有和新渠道推广以及原材料产线布局等因素驱动下，有望即将进入业绩爆发窗口期。

### 估值和投资建议

- 我们上调公司 2016-2018 年 EPS（完全摊薄）预测至 0.42/0.59/0.77 元/股。考虑到公司多个新建项目产能即将释放，生活用纸和纸尿裤业务的发展或将带来估值提升，海外业务将打开国际化运营新局面，我们上调目标价至 11.5 元/股，对应公司 2017 年 PE 为 15 倍，维持“买入”评级。

### 风险因素

- 国家产业政策风险；国内外市场竞争风险；原材料价格波动风险；汇率风险；宏观经济波动风险。

## 内容目录

估值及投资评级 .....	7
公司概况：国内规模最大的民营造纸企业 .....	7
文化纸：落后产能淘汰持续，大型纸企有望受益行业结构优化 .....	11
基本面利好大型纸企，反倾销案获胜将进一步提升出口市场竞争力 .....	11
行业资源属性凸显，结构化需求推动龙头纸企抱团涨价 .....	14
溶解浆：国内大型纸企有望抢占制高点，中长期市场驱动力强劲 .....	18
溶解浆基本概况 .....	18
国内粘胶纤维市场有望带动溶解浆量价齐升 .....	20
产业化转移显著，国产替代进口空间大，大型企业中长期业绩兑现理由充分 .....	22
生活用纸：品牌致胜，渠道为王 .....	25
行业景气度较好，发展前景依然广阔 .....	25
产业结构持续优化，落后产能加速淘汰 .....	27
“多元化营销渠道+差异化竞争策略”或为成功之道 .....	29
多箭齐发促进结构转型，“四三三”战略稳步推进 .....	31
造纸产品：产能、技术均业内领先，老挝项目预计可大幅提升盈利能力 .....	31
生物质新材料：产能集中上马，多领域跻身全球前五，浆纸业务高度协同 .....	34
快速消费品：渠道基础夯实，产销两旺无忧 .....	36
风险因素 .....	40
国家产业政策风险 .....	40
国内外市场竞争风险 .....	40
原材料价格波动风险 .....	40
汇率风险 .....	40
宏观经济波动风险 .....	40
盈利预测 .....	40
盈利预测 .....	40

## 图表目录

图表 1：可比公司估值情况 .....	7
图表 2：太阳纸业 2015 年主营收入分解 .....	8
图表 3：太阳纸业历史营运表现 .....	8
图表 4：太阳纸业 2015 年营业利润分解 .....	8
图表 5：太阳纸业近年盈利表现 .....	8
图表 6：太阳纸业近年经营效率 .....	8
图表 7：太阳纸业近年现金流和盈利能力 .....	8
图表 8：太阳纸业发展历程与历年大事记 .....	9
图表 9：太阳纸业股权结构 .....	10

图表 10: 公司营收增速重回快车道.....	10
图表 11: “四三三”战略对盈利能力提振作用显著.....	10
图表 12: 造纸行业主要公司毛利率对比 (%).....	11
图表 13: 造纸行业主要公司 ROE 对比 (%).....	11
图表 14: 主要文化纸定量范围、用途及重要的质量特性.....	11
图表 15: 我国历年纸与纸板生产及消费量情况.....	12
图表 16: 2015 年各纸种产量占纸与纸板总产量比例.....	12
图表 17: 非涂布文化用纸生产及消费量情况.....	12
图表 18: 涂布文化用纸生产及消费量情况.....	12
图表 19: 造纸业草浆原料占比逐渐降低.....	13
图表 20: 2002-2015 年铜版纸产量与增速.....	13
图表 21: 2015 年我国铜版纸前十位出口国家统计.....	13
图表 22: 非涂布印刷书写纸消费及进出口情况.....	14
图表 23: 铜版纸消费及进出口情况.....	14
图表 24: 造纸行业产业链.....	14
图表 25: 2000-2015 年我国纸浆消耗情况.....	15
图表 26: 国内木浆平均价格走势 (元/吨).....	15
图表 27: 木浆平均进口单价走势 (美元/吨).....	15
图表 28: 国内废纸平均价格走势 (元/吨).....	16
图表 29: 废纸外商平均报价走势 (美元/吨).....	16
图表 30: 印刷复制行业营收增速下滑明显.....	17
图表 31: 书报杂志类零售额增速平稳.....	17
图表 32: 造纸行业固定资产投资月累计值 (2007-2016.10Ytd).....	17
图表 33: 2010 年至今造纸行业淘汰及新增产能 (万吨).....	18
图表 34: 2000-2015 年国内铜版纸产能情况 (万吨).....	18
图表 35: 国内铜版纸四大厂商产能梳理.....	18
图表 36: 溶解浆主要用途.....	19
图表 37: 全球溶解浆所用原料占比.....	19
图表 38: 全球溶解浆主要应用占比.....	19
图表 39: 溶解浆产业链.....	19
图表 40: 粘胶纤维作为服装面料的功能性较好.....	20
图表 41: 我国棉花产量 (万吨) 从 2012 年开始逐渐下滑.....	20
图表 42: 三大棉纺织原料中粘胶纤维历年产量增速最高.....	20
图表 43: 我国粘胶纤维产量近年持续大幅攀升.....	21
图表 44: 全球粘胶纤维产量分布.....	21
图表 45: 近年全球棉花收获面积 (百万公顷) 不断降低.....	21
图表 46: 历年棉花与粘胶纤维价格 (元/吨) 走势.....	21
图表 47: 我国纱线产量保持不断增长.....	22
图表 48: 我国近年粘胶纤维新增产能情况.....	22

图表 49: 50 多年来全球溶解浆产量 (万吨) 及发展情况.....	22
图表 50: 全球溶解浆产业转移特征明显 .....	23
图表 51: 历年全球溶解浆需求情况.....	23
图表 52: 2015 年全球前十大溶解浆需求国 .....	23
图表 53: 2014 年全球溶解浆产能分布 .....	24
图表 54: 2015 年我国溶解浆进口来源分布 .....	24
图表 55: 2015 年全球前十大溶解浆进口国 .....	24
图表 56: 我国溶解浆进口依存度较高 .....	24
图表 57: 未来两年国内外溶解浆新增产能情况 .....	24
图表 58: 溶解浆外盘价格走势 (美元/吨) .....	25
图表 59: 溶解浆内盘价格走势 (元/吨) .....	25
图表 60: 我国溶解浆与进口价差较高 (元/吨) .....	25
图表 61: 我国进口溶解浆价格情况 (美元/吨) .....	25
图表 62: 2000-2015 我国生活用纸年产量.....	26
图表 63: 全球 TOP10 生活用纸产量 (万吨) 国家 .....	26
图表 64: 我国生活用纸人均消费量不断提升 .....	26
图表 65: 我国人均生活用纸量仍与发达国家有较大差距.....	26
图表 66: 我国生活用纸消费量回归检验表.....	27
图表 67: 我国卫生用纸纸品消费结构.....	27
图表 68: 我国婴儿纸尿裤年销量及增速情况 .....	28
图表 69: 我国婴儿纸尿裤市场份额.....	28
图表 70: 生活用纸木浆原料占比逐渐提升.....	28
图表 71: 生活用纸 2009-2016 新增现代化产能情况 .....	28
图表 72: 我国近年生活用纸投资项目 .....	28
图表 73: 国内主要生活用纸公司及品牌系列 .....	29
图表 74: 2015 年我国生活用纸市场份额.....	30
图表 75: 我国人均可支配收入变化趋势 .....	30
图表 76: 生活用纸线下渠道下沉路径 .....	30
图表 77: 生活用纸不同城市级别与渠道地点占比情况 .....	30
图表 78: 我国生活用纸电商零售渠道占比逐步提升 .....	31
图表 79: 目前我国生活用纸各销售渠道占比 .....	31
图表 80: 非涂布文化纸营业收入及增速 .....	31
图表 81: 铜版纸营业收入及增速 .....	31
图表 82: 太阳纸业 30 万吨轻型纸改扩建项目产线.....	32
图表 83: 太阳纸业文化纸系列产品图 .....	32
图表 84: 国内三大文化纸与铜版纸龙头企业产能及收入对比 .....	32
图表 85: 老挝是“一带一路”重要相关方.....	33
图表 86: 太阳纸业营业成本构成 .....	33
图表 87: 原材料成本对于造纸业务毛利率影响明显 .....	33

图表 88: 溶解浆营收占公司总营收比例大幅提升.....	34
图表 89: 溶解浆盈利能力与公司综合盈利能力差收窄 .....	34
图表 90: 国内主要厂商溶解浆产能统计 (万吨) .....	34
图表 91: 预水解硫酸盐溶解浆生物质精炼流程 .....	35
图表 92: 我国木糖醇月度出口量呈攀升态势 .....	35
图表 93: 国内主要木糖醇供应商产能 (万吨) .....	35
图表 94: 2015 年全球绒毛浆终端产品消耗量占比 .....	36
图表 95: 全球绒毛浆销售额 (亿美元) .....	36
图表 96: 太阳纸业生活用纸“幸福阳光”品牌概念 .....	36
图表 97: 生活用纸业务总营收占比及毛利率情况.....	36
图表 98: 太阳纸业生活用纸各产品系列矩阵 .....	37
图表 99: Suyappy (舒芽奇) 纸尿裤品牌概念.....	38
图表 100: 复星集团产业版图.....	39
图表 101: 我国纸尿裤市场规模持续增长 (百万美元) .....	39
图表 102: 纸尿裤主要对应消费群体人口情况 .....	39
图表 103: 我国纸尿裤市场外资品牌占比较高 .....	40
图表 104: 花王等日本品牌近年渗透率显著提升 .....	40
图表 105: 太阳纸业盈利预测.....	41

## 估值及投资评级

- 公司是目前国内最大的民营造纸企业。我们认为其估值应该参考 A 股中主营业务从事造纸业务的公司。我们选取华泰股份、中顺洁柔、冠豪高新、岳阳林纸、山鹰纸业、博汇纸业和晨鸣纸业来作为估值参考。可比公司 2016-2018 年预测 PE 中值分别为 66/30/23 倍，平均值分别为 66/34/25。我们上调公司 2016-2018 年 EPS（完全摊薄）预测至 0.42/0.59/0.77 元/股。考虑到公司多个新建项目产能即将释放，生活用纸和纸尿裤业务的发展或将带来估值提升，海外业务将打开国际化运营新局面，我们上调目标价至 11.5 元/股，对应公司 2017 年 PE 为 15 倍，维持“买入”评级。

图表 1：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (倍)				PB (倍)	EPS	PEG (倍)
				2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E		CAGR (%)	
600308	华泰股份	5.46	63.75	0.06	0.12	0.16	0.19	99	45	33	28	0.0	51.7	1.9
002511	中顺洁柔	20.62	104.24	0.18	0.48	0.67	0.88	30	43	31	23	4.8	69.9	1.6
600433	冠豪高新	8.30	105.52	0.03	0.10	0.32	0.40	187	82	26	21	4.3	138.3	2.1
600963	岳阳林纸	7.91	82.51	-0.37	0.09	0.28	0.39	-15	87	28	20	1.6	(201.7)	0.1
600567	山鹰纸业	3.50	159.29	0.06	0.07	0.14	0.23	91	159	82	49	0.0	57.0	1.0
600966	博汇纸业	3.71	49.60	0.03	0.11	0.12	0.13	190	35	30	28	0.0	66.2	1.9
000488	晨鸣纸业	11.32	184.51	0.50	1.00	1.17	1.37	11	11	10	8	1.5	40.0	0.6
平均值								85	66	34	25	1.7	31.6	1.3
中值								85	66	30	23	1.6	57.0	1.3
002078	太阳纸业	6.91	175.73	0.26	0.42	0.59	0.77	26	16	12	9	2.2	43.1	0.6

来源：Wind，国金证券研究所注：股价为 2016 年 12 月 20 日收盘价

## 公司概况：国内规模最大的民营造纸企业

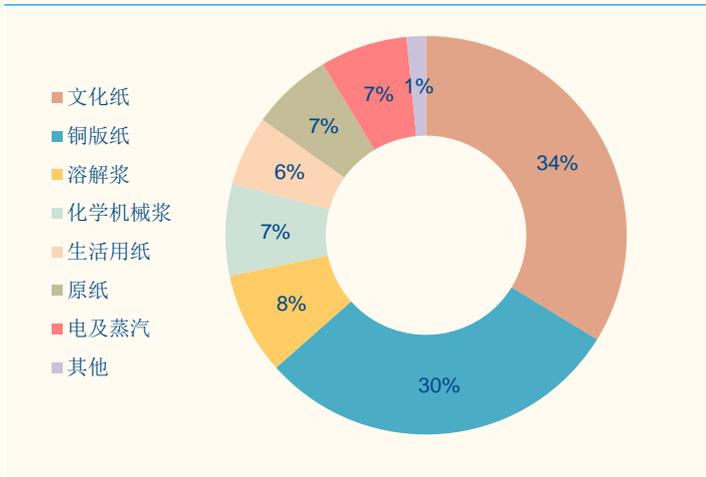
**沿革：**公司成立于 1982 年，前身为山东太阳纸业集团有限公司，2000 年改制为股份有限公司。公司目前是全球先进的跨国造纸集团和林浆纸一体化上市公司。公司旗下拥有金太阳、华夏太阳、天阳以及幸福太阳等产业用纸和生活用纸品牌。

**管理层简介：**公司董事长为李洪信，高级经济师，是公司创始人。李洪信先生曾先后获得全国乡镇企业家、全国劳动模范和山东省十大财经风云人物等荣誉称号，曾担任第九、十届全国人大代表、中华全国工商业联合会纸业商会会长以及山东省工商业联合会副主席等职务。

**股权结构：**公司控股股东为太阳纸业集团，共持有公司 48.39% 的股份。公司董事长李洪信先生直接和间接持有公司合计 32.91% 的股份，为公司的实际控制人。2016 年 10 月 11 日，公司公告太阳控股将转让 7.49% 的股份予复星瑞哲泰富，该交易已于今年 11 月 3 日完成。

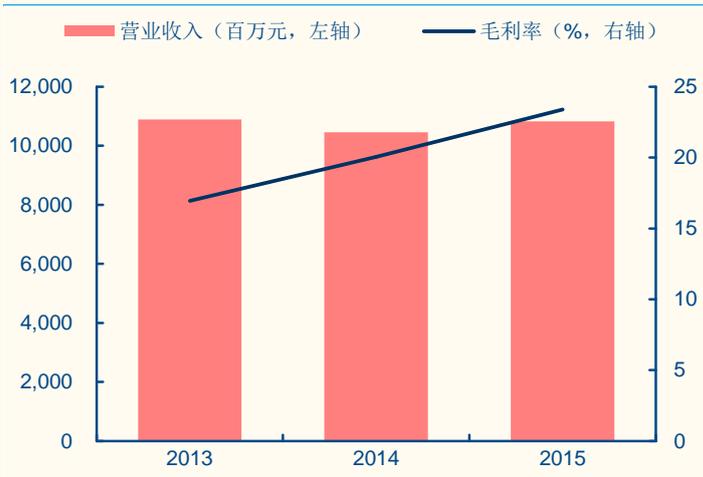
**融资历史与大小非情况：**公司于 2006 年 11 月 16 日上市，首次公开发行 7,500 万股，发行价为 16.7 元/股。2016 年 9 月 28 日，公司披露非公开发行 A 股预案，公司拟通过非公开发行 3.28 亿股，募集 18 亿元用于投资老挝化学浆项目和补充现金流，发行底价 5.48 元/股。

图表 2：太阳纸业 2015 年主营收入分解



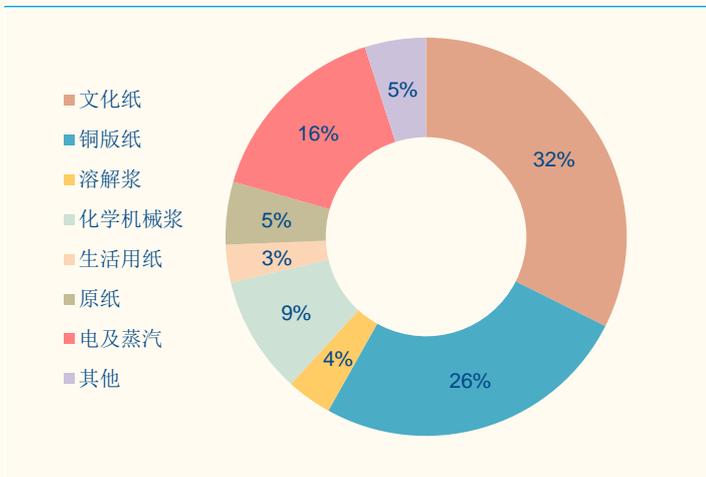
来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：太阳纸业历史营运表现



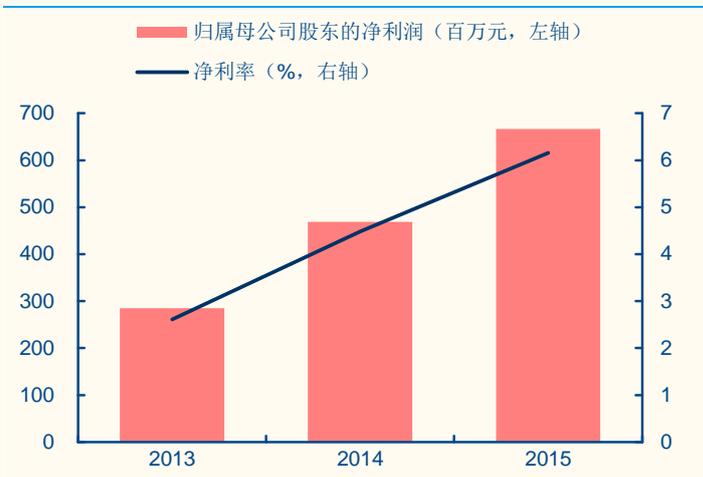
来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：太阳纸业 2015 年营业利润分解



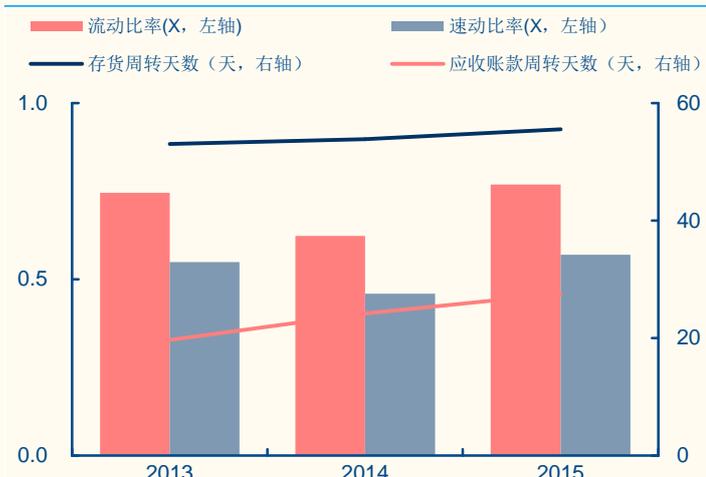
来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：太阳纸业近年盈利表现



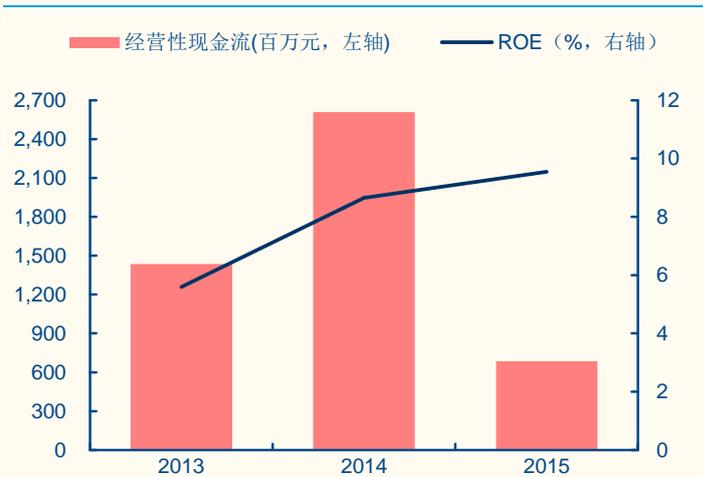
来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：太阳纸业近年经营效率



来源：Wind，国金证券研究所

图表 7：太阳纸业近年现金流和盈利能力



来源：Wind，国金证券研究所

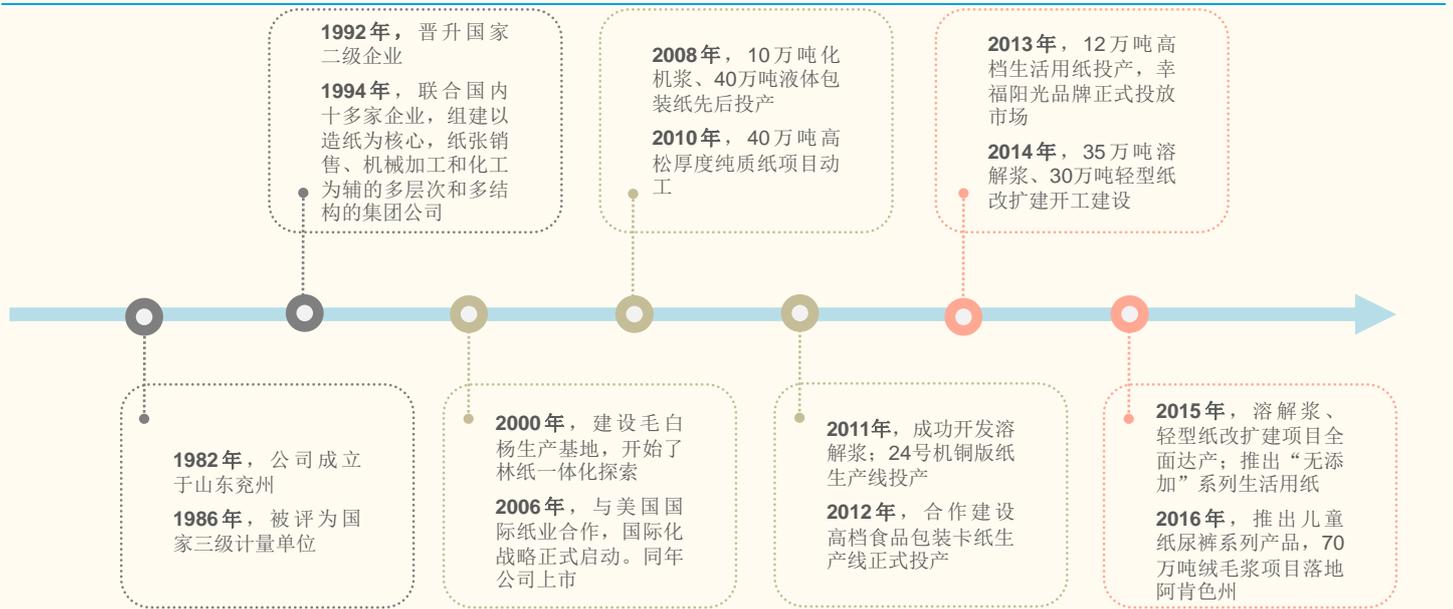
- 山东太阳纸业集团有限公司成立于 1982 年，于 2000 年改制为山东太阳纸业股份有限公司。历经三十多年的发展，公司已经发展成为全球先进的跨国造纸和林浆纸一体化企业。2012 年，公司开启了“调结构、转方式”的转

型调整，并提出了“四三三”发展战略，即在巩固造纸主业的同时，以造纸产业的技术、资金及人才等为基础，发展生物质新材料，进军快速消费品行业。目前公司已经形成了以文化用纸和铜版纸为核心，兼具溶解浆、化学浆和生活用纸制造能力的生产格局。公司拥有年产浆纸 422 万吨生产能力，主要包括铜版纸 90 万吨、非涂布文化用纸 100 万吨、溶解浆 50 万吨、化机浆 70 万吨、生活用纸 12 万吨、牛皮箱板纸 50 万吨、淋膜原纸 30 万吨、静电复印纸 10 万吨及工业原纸 10 万吨等。

■ 公司发展历程主要包括三大发展阶段：

- **1982-1996 年，初创和规范发展期。**公司与青岛造纸厂联营，引进国际先进管理模式，同时引入外资成立合资公司，利用外国资本加速公司发展。公司从初创企业开始走向规模化发展道路，期间公司申报通过国家二级企业，在行业中树立了有利的竞争地位。
- **1997-2012 年，迅猛扩张阶段。**公司确立了主导产业体系和业务板块，大力实施技术改造升级，提升运营管理水平，积极在生产端提质增效，全面加强公司竞争水平。此外，公司还与美国纸业龙头达成战略合作，布局进军东南亚市场，在“走出去”战略的推动下，公司成功跻身全国一线造纸企业。
- **2013 年至今，结构转型阶段。**在行业整体景气度下行的情况下，公司适时推出“四三三”发展战略，进行产品结构调整，同时积极向产业链上下游以及周边产品延伸，公司多元化运营水平及抗风险能力均得到全面提升。目前公司已稳居国内造纸龙头地位，根据《中国造纸工业 2015 年度报告》，2015 年公司产量为 313.88 万吨，按照产量排名位居行业第四，仅次于玖龙、理文及晨鸣三大企业，公司整体竞争实力凸显。

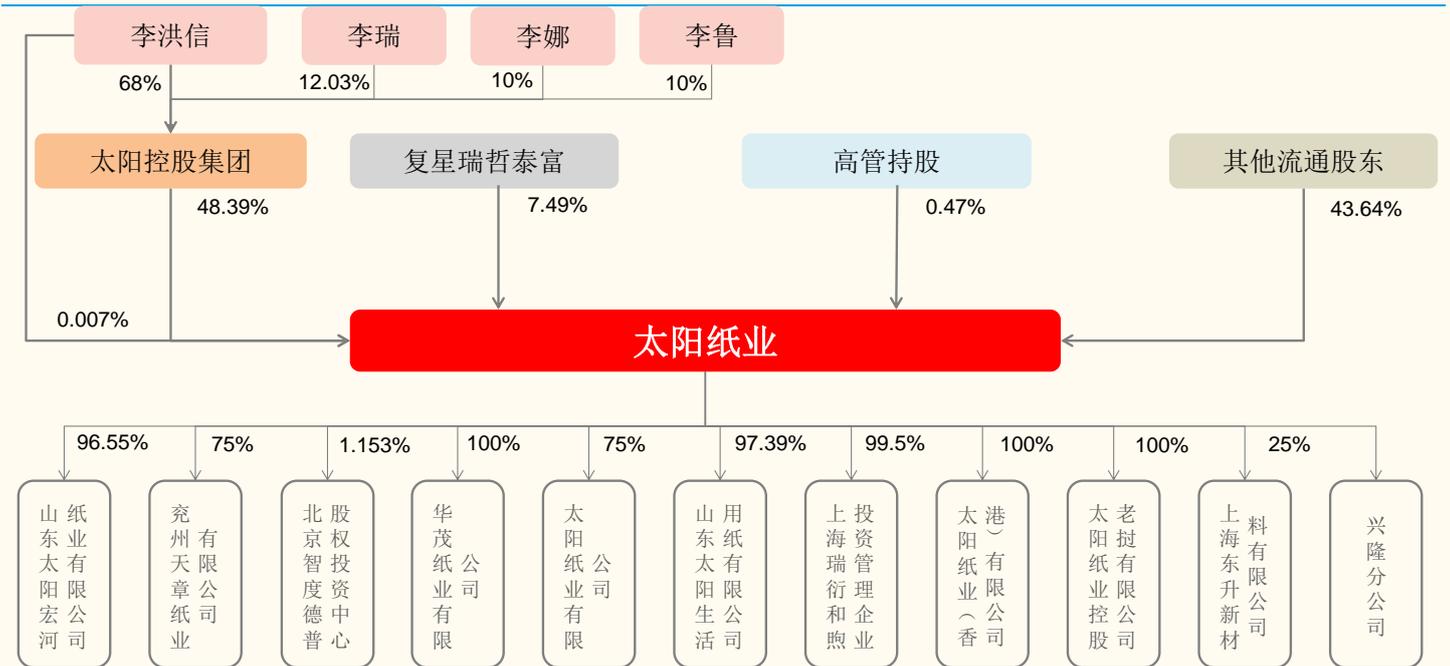
图表 8：太阳纸业发展历程与历年大事记



来源：公司公告，国金证券研究所整理

- **高度集中且较为清晰的股权结构充分利于公司治理。**公司董事长李洪信先生直接和间接共持有公司合计 32.91% 的股份，是公司的实际控制人。公司控股股东为太阳控股集团，持有公司股份 48.39%。此前在 2016 年 11 月 3 日，太阳控股将 7.49% 的股份转让予复星瑞哲泰富，后者成为公司第二大股东。公司股权结构清晰，在高度集中的股权结构下，克服了股权分散情况下的集体行动难题。同时，公司实际控制人任职于管理层，有效解决了管理层与大股东的可能存在的代理问题，公司治理高效。

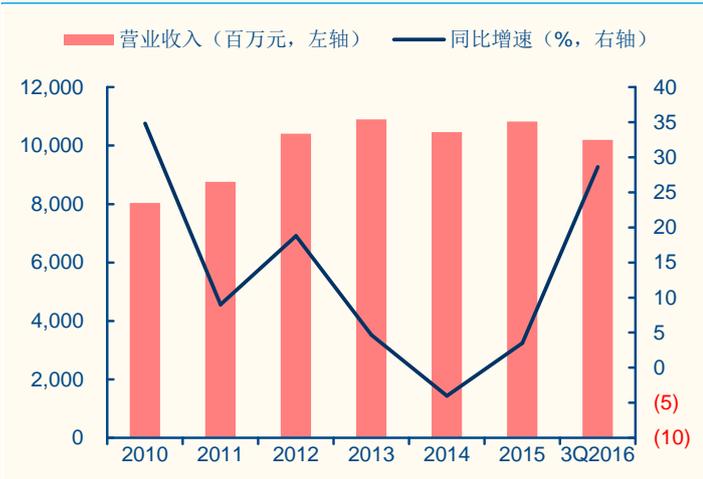
图表 9：太阳纸业股权结构



来源：Wind，国金证券研究所整理

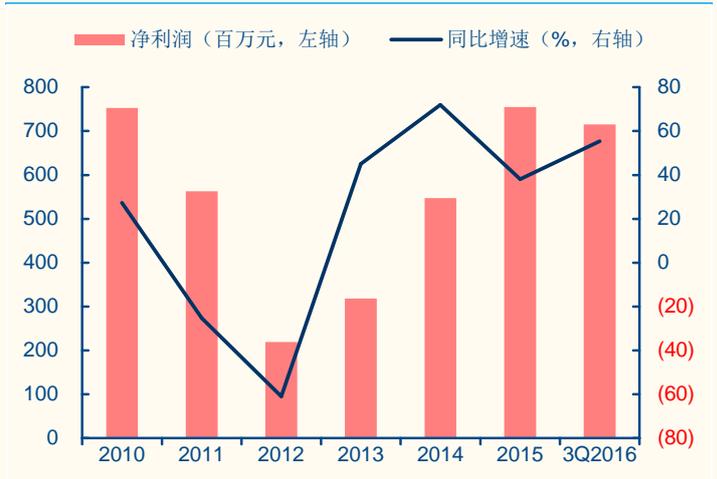
- **营收与利润增速重回快车道，结构性转型有效提升盈利能力。** 受益于造纸业供给侧改革、G20 峰会限产催生成品纸提价，黏胶短纤维需求扩大助推溶解浆价格上涨，以及原浆纸产能扩充等因素影响，今年前三季度，公司实现主营收入 102 亿元，同比增速为 28.63%，实现较高速增长。基于对市场需求情况与行业发展前景的精准预判，公司自 2012 年开始实施“四三三”结构性转型发展战略，即构造造纸产品占 40%、生物质新材料（溶解浆、绒毛浆和木糖等）占 30%、快速消费品（生活用纸、纸尿裤和卫生巾等）占 30%的“四三三”利润格局。战略实施以来，公司收入与盈利能力持续快速提升，“四三三”战略的有效性已经得到初步验证。未来，随着公司战略持续深化，公司整体竞争实力有望继续大幅提升。

图表 10：公司营收增速重回快车道



来源：Wind，国金证券研究所

图表 11：“四三三”战略对盈利能力提振作用显著

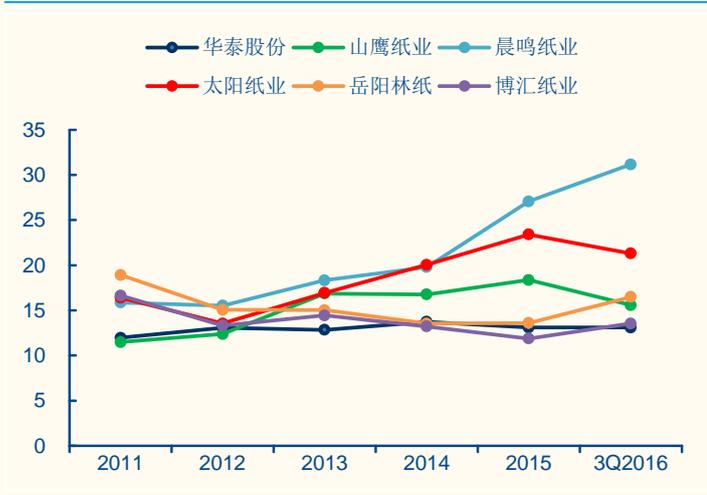


来源：Wind，国金证券研究所

- **毛利率与 ROE 均优于可比公司，盈利能力领跑行业。** 公司的毛利率和净资产收益率始终处于行业前列。尤其在 2012 年实施结构性战略转型之后，在同业公司出现较大波动的情况下，公司依旧保持良好盈利态势。在毛利率方面，除了晨鸣纸业由于金融业务盈利性较好，毛利率处于较高水平，公司毛利率显著高于同业其他公司。未来随着公司纸浆产能逐步投放，同

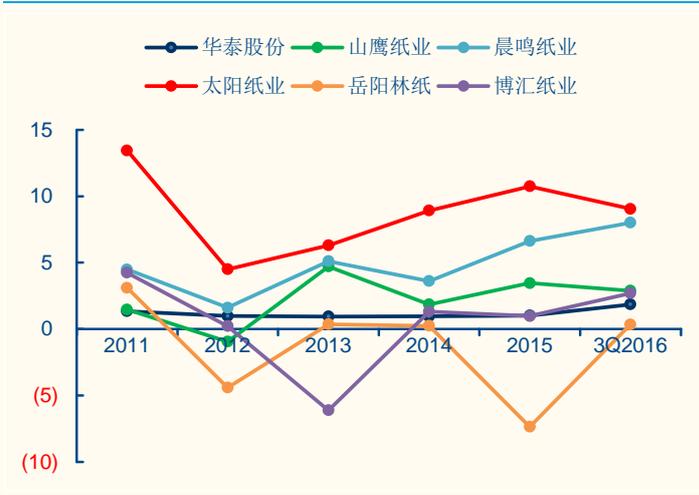
时林浆纸一体化战略持续深化，预计公司综合纸浆成本将进一步缓解，毛利率仍有较大上行空间。

图表 12：造纸行业主要公司毛利率对比 (%)



来源：Wind，国金证券研究所注：选取年营收高于 50 亿元的造纸企业

图表 13：造纸行业主要公司 ROE 对比 (%)



来源：Wind，国金证券研究所注：选取年营收高于 50 亿元的造纸企业

### 文化纸：落后产能淘汰持续，大型纸企有望受益行业结构优化

#### 基本面利好大型纸企，反倾销案获胜将进一步提升出口市场竞争力

- 在我国，通常将所有印刷书写纸统称为文化纸，主要包括新闻纸、非涂布文化用纸及涂布文化用纸三大类。由于新闻纸占比较小且与后两者的供需结构有较大差别，本文主要讨论非涂布文化纸和涂布文化纸。典型的非涂布文化用纸包括双胶纸、书写纸、轻型纸、SC 纸、静电复印纸和打印纸等。涂布文化用纸则主要包括轻量涂布纸和铜版纸等品种，其中铜版纸占涂布文化纸大部分，消费比例在 90% 以上。

图表 14：主要文化纸定量范围、用途及重要的质量特性

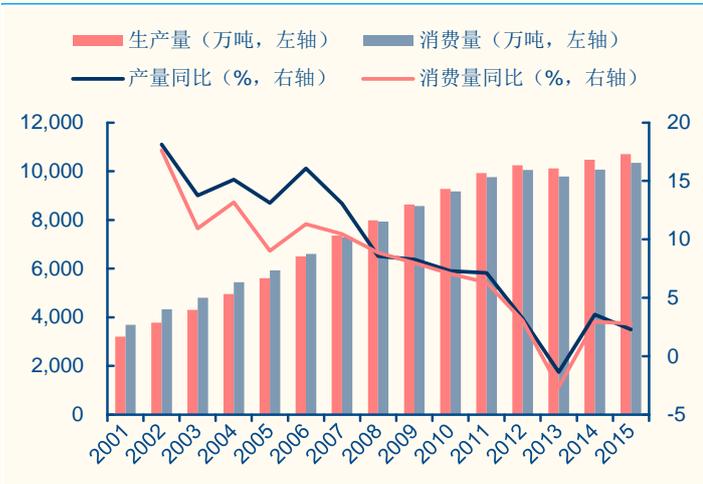
纸种	定量/g·m <sup>-2</sup>	用途	用户比较关注的性能指标
双胶纸	60~180	彩色画报、图片、插图、商标、宣传画和封面等	表面强度、尺寸稳定性、吸墨性、耐折度、裂断长、匀度、尘埃以及色差等
书写纸	55~80	练习本、日记本、表格和账簿等	平滑度、耐折度、白度、色差、两面性、尘埃及施胶度等
轻型纸	50~120	图书、期刊、典籍、画册、传记和课本等	松厚度、不透明度、表面强度等
静电复印纸	70~80	复印件复印、计算机打印、传真等	挺度、带静电情况、平整性、表面强度、尘埃等
低定量涂布纸	45~80	期刊、广告、商品目录等	印刷光泽度、油墨吸收性、表面强度、粗糙度、厚度均一性等
铜版纸	80~250	挂历、张贴画、书籍的封面、插图、美术图书、画册等	纸面平整性、光泽度、表面强度、油墨吸收性、白度等
SC 纸	39~80	杂志、广告、商品目录、报纸彩色插页等	表面强度、光泽度、尺寸稳定性、干燥热阻性一级油墨吸收性等

来源：《我国文化纸发展趋势与技术特点》，湖南泰格林纸集团，国金证券研究所整理

- 文化用纸占据造纸行业重要地位。根据《中国造纸工业 2015 年度报告》，2015 年全国纸及纸板生产企业约 2,900 家，全国纸及纸板生产量 10,710 万吨，较上年增长 2.29%。消费量 10,352 万吨，较上年增长 2.79%。其中，文化纸生产量占总产量占比 23.48%，消费量占比 22.43%。2015 年，非涂布文化用纸生产量 1,745 万吨，较上年增长 1.75%，消费量 1,680 万吨，较上年增长 3.13%；涂布文化纸生产量 770 万吨，较上年降低 0.65%，消费量 642 万吨，较上年增长 2.72%。从产销对比情况来看，文化纸生

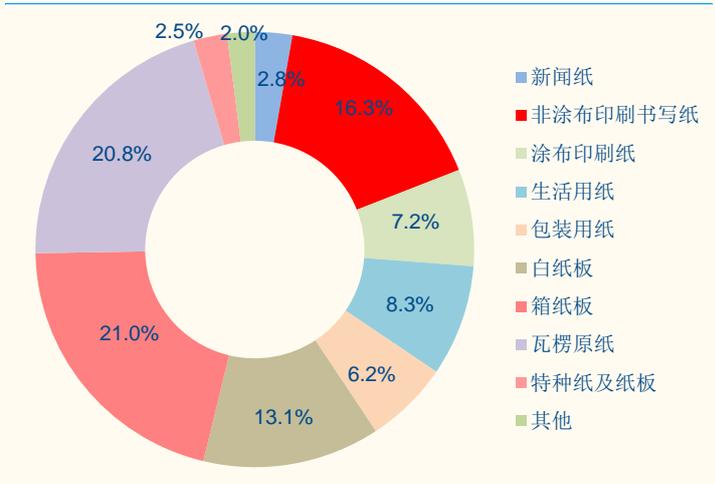
产量增速基本与消费量增速基本保持同步走势，说明市场需求是推动行业发展的主要因素。

图表 15：我国历年纸与纸板生产及消费量情况



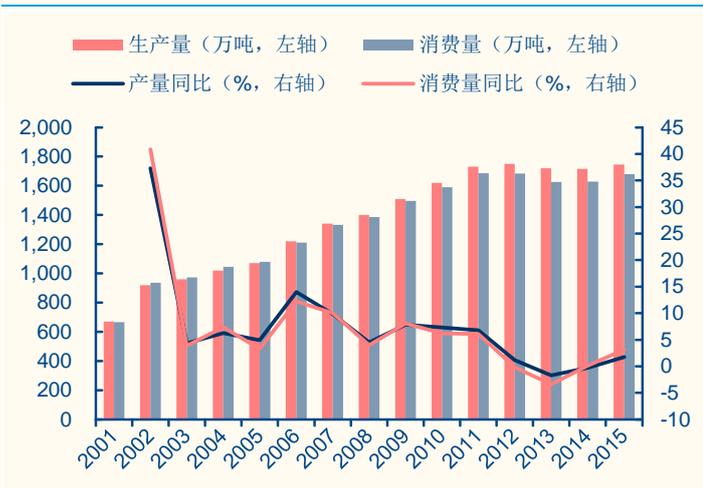
来源：中国造纸年鉴，国金证券研究所

图表 16：2015 年各纸种产量占纸与纸板总产量比例



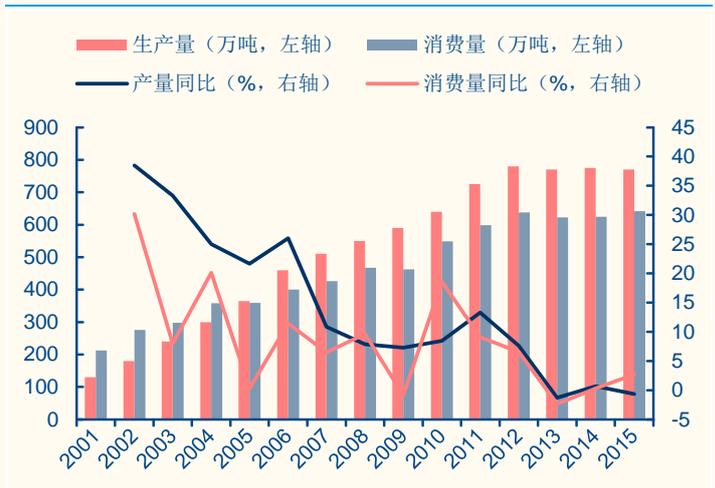
来源：中国造纸年鉴，国金证券研究所

图表 17：非涂布文化用纸生产及消费量情况



来源：中国造纸年鉴，国金证券研究所

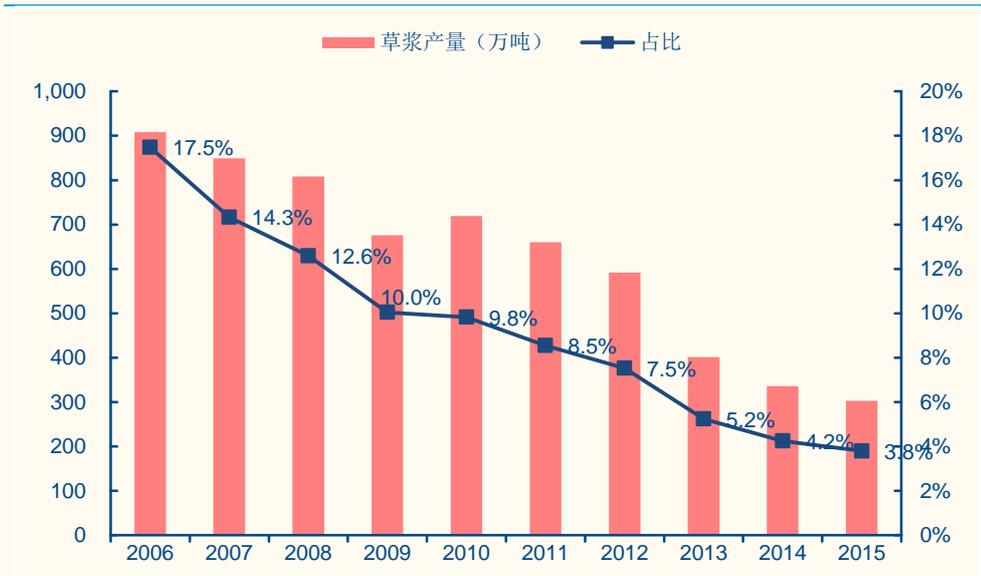
图表 18：涂布文化用纸生产及消费量情况



来源：中国造纸年鉴，国金证券研究所

- **非涂布文化纸行业竞争格局将持续优化。**过去，一方面，由于非涂布文化纸受众群体主要为学生，需求刚性较强，对于纸品要求也不那么高，因此行业秩序较为混乱，大型企业竞争优势无法充分凸显；另一方面，由于我国木材资源匮乏，国产木浆资源有限，因而长期以来行业中使用草浆的中低档企业遍布。直至近几年，随着国家环保政策趋紧，供给侧改革背景下中小企业落后产能淘汰力度加大，**结构调整与转型发展**逐步成为行业当下发展主基调。成本优化端，通过降低定量、增加成纸灰分降低生产成本；市场结构端，进一步细分市场，产品结构高档多元化；产能规模端，行业新增产能投放规模多在 10 万吨以上，大型纸企加速发展。可以预计，以草浆为原料的制浆造纸小企业、小机台和污染治理不达标的造纸企业，将继续面临淘汰整治，行业产能将持续向大型纸企集中。

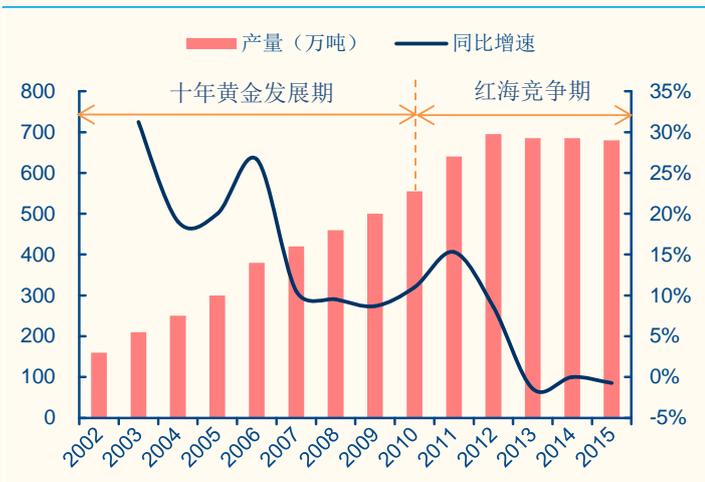
图表 19: 造纸业草浆原料占比逐渐降低



来源: 中国造纸年鉴, 国金证券研究所

- 在涂布文化纸中, 铜版纸产量占比约为 90%, 我们主要通过铜版纸来说明涂布文化纸在我国大致发展情况。20 世纪 90 年代, 由于国内铜版纸品质低、产量小, 因此多依赖进口且价格高企, 抑制行业需求的释放; 20 世纪 90 年代中后期至进入新世纪以来, 国内铜版纸行业经历了高速发展的“黄金十年”, 期间国内铜版纸厂家迅速崛起, 大批先进产能的投放平抑了此前的高昂价格, 同时国内的高端杂志、宣传画册等相关市场也步入黄金成长期; 2009 年之后, 多个具有世界顶级水平的重磅大项目相继投产, 产能倍数增长, 行业进入白热化竞争阶段。在铜版纸行业的红海搏杀中, 较具代表性的事件即是美国商务部反倾销违规事件。美国商务部在铜版纸反倾销过程中, 存在错误适用目标倾销方法、拒绝给予出口企业单独税率及错误适用不利事实推定等一系列不符合世贸规则的做法, 把本来没有倾销的认定为有倾销, 把本来仅有小幅倾销的认定为大幅倾销。今年 10 月 19 日, 世贸组织(WTO) 已裁定美国针对中国出口产品实施的多项反倾销措施违反世贸规则, 反倾销案的获胜将进一步提升国内铜版纸在欧美市场的竞争力, 国内铜版纸过剩产能也将得到有效转移。

图表 20: 2002-2015 年铜版纸产量与增速



来源: 中国造纸工业年度报告, 国金证券研究所

图表 21: 2015 年我国铜版纸前十位出口国家统计

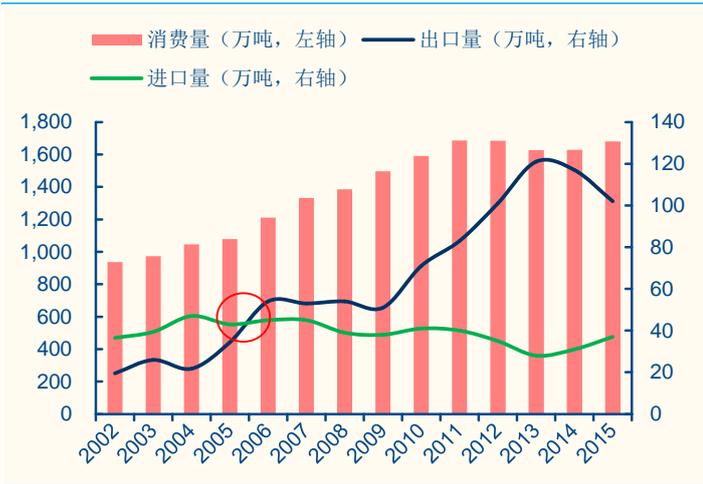
出口国	出口量 (万吨)	出口量同比 (%)	出口均价 (美元/吨)	出口均价同比 (%)
日本	15.21	-13.36	906.66	2.47
印度	7.39	-16.5	877.36	-0.92
香港	5.74	-11.02	867.17	-0.87
泰国	5.36	-5.01	909.02	0.63
土耳其	5.15	-15.29	883.62	-1.24
台澎金马 关税区	4.98	-8.46	864.84	-0.81
马来西亚	4.44	0.85	901.18	-3.36
墨西哥	4.1	25.21	917.5	-1.1
韩国	3.58	18.95	861.75	-14.17
加拿大	3.1	11.13	974.62	-0.96

来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

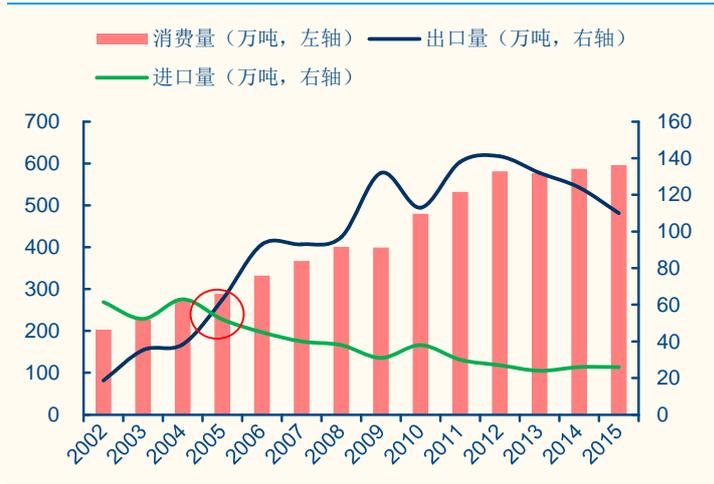
- 国产文化纸不断替代进口, 微利时代大型纸企持续受益。根据文化纸历年出口及进口情况, 我国文化纸大致在 2005 年前后实现了对外净出口。2005-2012 年间, 文化纸净出口量显著增加, 而 2010 年开始, 由于我国

文化纸出口屡遭欧美国家双反调查，同时被征收高额反倾销税，从而限制了我国文化纸出口，净出口剪刀差逐步收窄。尽管如此，我们仍认为无需对文化纸出口形势抱悲观态度。首先，随着我国造纸行业不断发展，各种先进产能不断上马，对应文化纸的品质竞争力也在持续增强；其次，我国文化纸前五大出口国均在亚洲，文化纸对于亚洲主要国家出口增长也在不断提速；此外，反倾销案的获胜对于我国铜版纸出口市场也是一项重大利好。随着劳动力及原材料成本不断攀升，同时行业竞争加剧进一步压低价格，在文化纸出口微利时代，同时具备技术资源优势及规模效益的大型纸企将持续受益。

图表 22：非涂布印刷书写纸消费及进出口情况



图表 23：铜版纸消费及进出口情况



来源：中国造纸工业年度报告，国金证券研究所

来源：中国造纸工业年度报告，国金证券研究所

行业资源属性凸显，结构化需求推动龙头纸企抱团涨价

- 造纸行业上游主要为造纸原材料，下游为印刷企业或消费品市场，造纸行业是典型的资源约束型行业，原材料供应很大程度上影响着企业盈利和发展。具体到文化用纸，上游原材料包括木浆、草浆及废纸浆等，下游用户主要为学生、办公用户及出版社等。

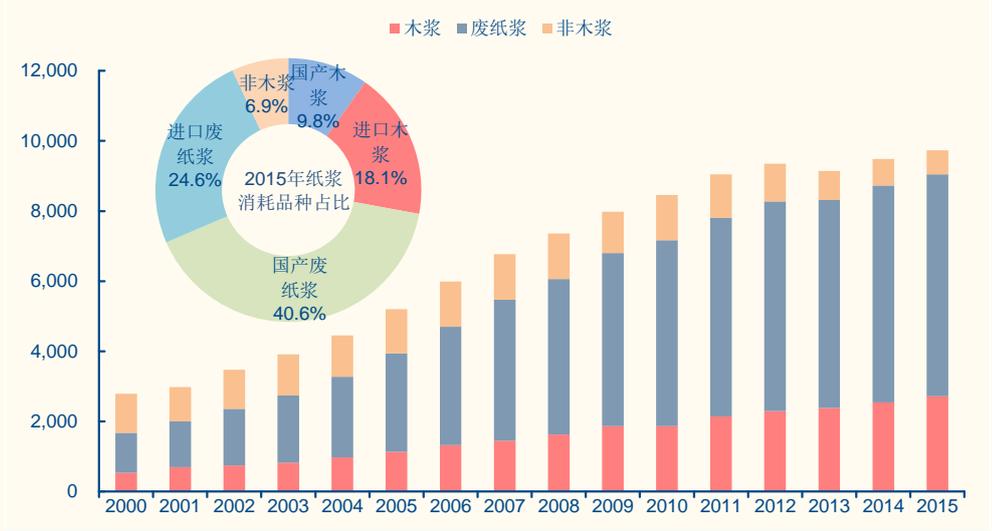
图表 24：造纸行业产业链



来源：国金证券研究所整理

- **上游：废纸浆和木浆为主要原材料，进口依存度仍较高，上游资源属性较强，对于纸企成本端影响较大。**我国是全球纸浆量消耗最高的国家，在我国纸和纸板生产消费仍在稳定增长的情况下，主要造纸原材料—纸浆需求十分旺盛。而由于我国造纸原料结构长期以非木材纤维为主，木浆及高档纸浆严重短缺，因此进口依赖度较高。从上游消耗纸浆比例来看，目前我国是以废纸浆作为主要造纸原材料，2015 年度废纸浆占比约 65%左右，自 2000 年起废纸浆已替代非木浆成为行业主要原料来源。

图表 25：2000-2015 年我国纸浆消耗情况

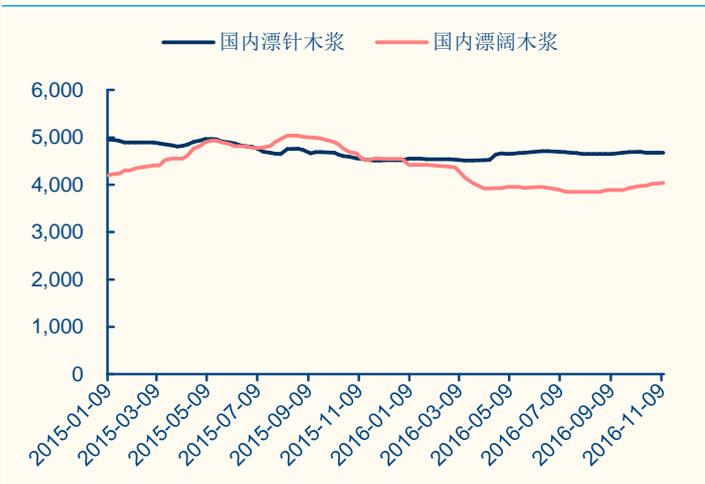


来源：中国造纸工业年度报告，国金证券研究所

➤ **木浆：进口占比较高，浆价整体维稳**

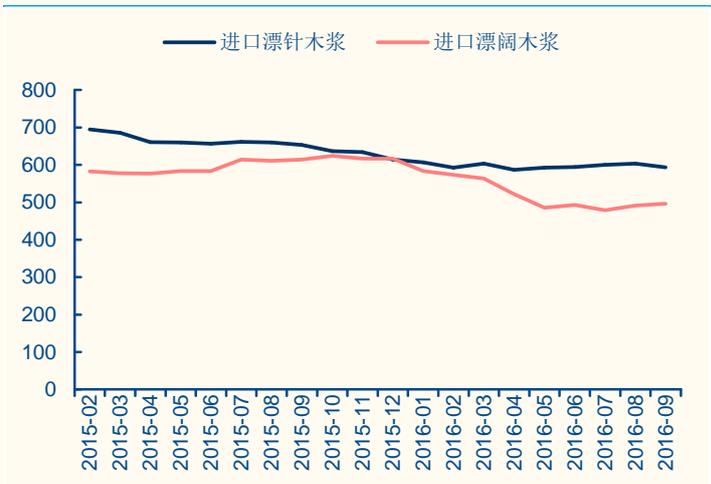
造纸工业属于原材料工业，对纤维来源的依赖性极高，世界上主要的制浆造纸国家原料资源都比较丰富，如美国、加拿大和芬兰等国 90% 以上采用木浆造纸，其森林覆盖率都位居世界前列。相较之下，我国木浆消耗量只有 28%，且其中约 65% 的木浆来源于进口。15 年初以来，国产与进口木浆价格走势基本一致，漂针木浆价格启稳，漂阔木浆盘整下行。随着印尼 OKI 浆厂两条 140 万吨漂阔木浆产能浆线于 10 月末与 12 月末先后投产，预计阔叶浆价格仍将继续承压，纸企成本端压力也将进一步释放。

图表 26：国内木浆平均价格走势（元/吨）



来源：中国浆纸，国金证券研究所

图表 27：木浆平均进口单价走势（美元/吨）

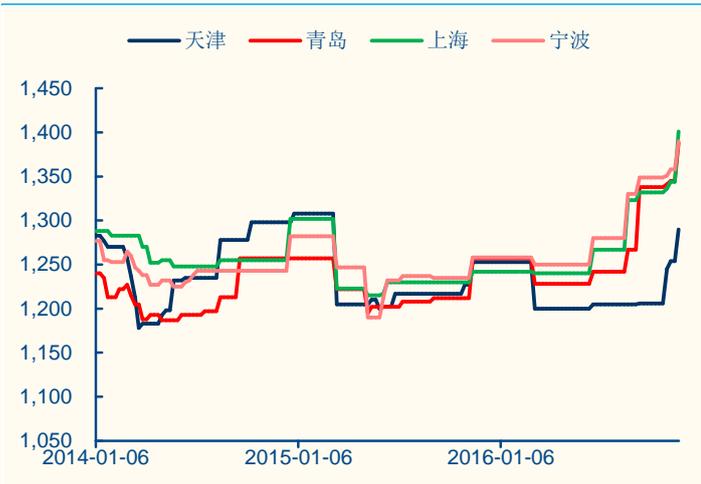


来源：Wind，国金证券研究所

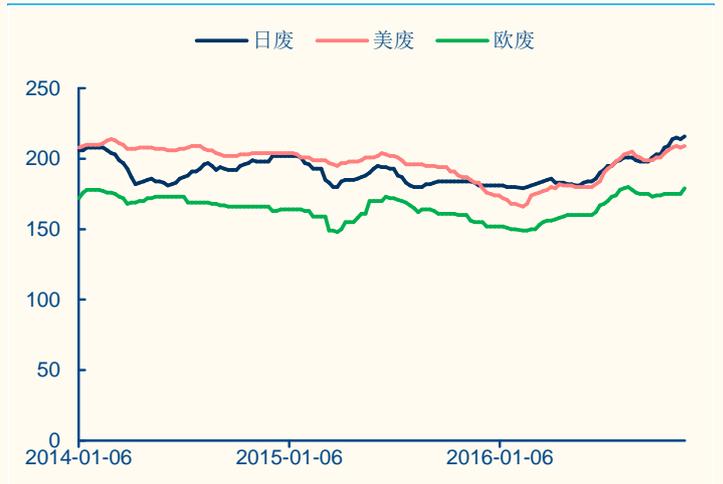
➤ **废纸浆：废纸价格提涨，资源属性进一步凸显**

从我国整体纸浆消耗品种结构来看，国产废纸浆是造纸工业最大原料来源，其次为进口废纸浆。其中国产废纸浆主要来源于国内废纸回收，而进口废纸浆则来源于进口废纸。随着国内纸张质量不断提升，同时得益于国家政策引导与鼓励、全民环保意识的增强及国内废纸回收率的提升，国产废纸浆未来仍将继续取代进口废纸浆。年初以来，国内外废纸报价均呈上升态势，原因主要包括人民币贬值下保值需求增加、9月运输新政带来商品价格提涨预期、游资炒作及市场惜售情绪较重等。我们认为，废纸价格不断上涨充分体现了行业凸显的资源属性，一二线大型纸企由于更具规模效益及资源优势，在近年上游原材料市场波幅加剧的背景下，市场竞争力将持续巩固。

图表 28：国内废纸平均价格走势（元/吨）



图表 29：废纸外商平均报价走势（美元/吨）



来源：纸业联讯，国金证券研究所

来源：纸业联讯，国金证券研究所

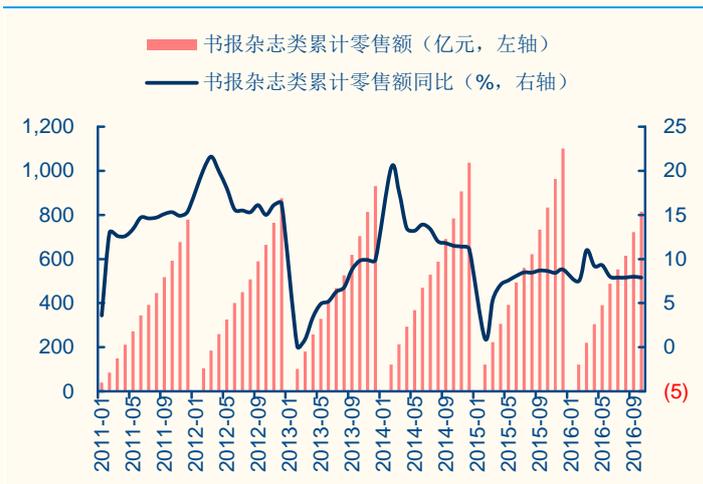
- **下游：短期需求虽有压力，中长期需求增长动力仍在。**文化纸下游主要为书本杂志、书写纸及商业宣传印刷等。根据下游印刷业和记录媒介的复制行业营收情况来看，从2011年开始，由于互联网的冲击，传统纸质印刷行业需求低迷，行业累计营业收入增速持续下滑，且下滑态势还未得到明显缓解。虽然如此，但我们认为行业中仍有较强的需求支撑动力。首先，我国虽然造纸行业体量较大，但人均用纸量仍处于世界较低水平，未来随着我国城镇化进程的持续推进，国民素质及商业活动也将进一步提升，文印产品需求有望恢复上涨；另外，在政策推动及消费升级下，造纸行业结构正不断优化，落后产能淘汰升级持续加速，未来在先进产能推进下，行业提质性需求也有望诱发；此外，长远来看，随着人们对知识产权的重视以及对绿色阅读的召唤，加之政府与居民的传统文化回归意识性加强，结合传统媒介与数字媒体的模式跨界契机，中长期来看，传统印刷行业需求仍有增长动力。

图表 30：印刷复制行业营收增速下滑明显



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 31：书报杂志类零售额增速平稳



来源：国家统计局，国金证券研究所

- 由于行业结构性产能过剩问题，2010 年起，造纸行业已拉开去产能帷幕，每年由工信部公布全国淘汰产能数量，各省份确定淘汰产能目标。2010-2015 年间，造纸行业淘汰总产能达 3,596.2 万吨，在供给侧改革的联合推动下，2015 年行业新增产能已低于淘汰产能。全行业固定资产投资累计增速到 2016 年 5 月底前甚至出现负增长。具体到铜版纸行业，根据 2000-2015 年间行业产能及开工情况来看，2010 年以前行业需求拉动较为明显，开工率峰值达 95%。而从 2011 年开始行业产能虽继续攀升，但开工率下降较快，行业产能矛盾突出。近两年，在供给侧改革推动及行业自发性洗牌整合下，铜版纸产能开始负增长，行业中环保性能及纸质要求不达标的落后产能加速退出。我们认为，在经历近年整合期后，行业现有产能有望逐渐出清，龙头企业将在行业良性竞争中获得长足发展。

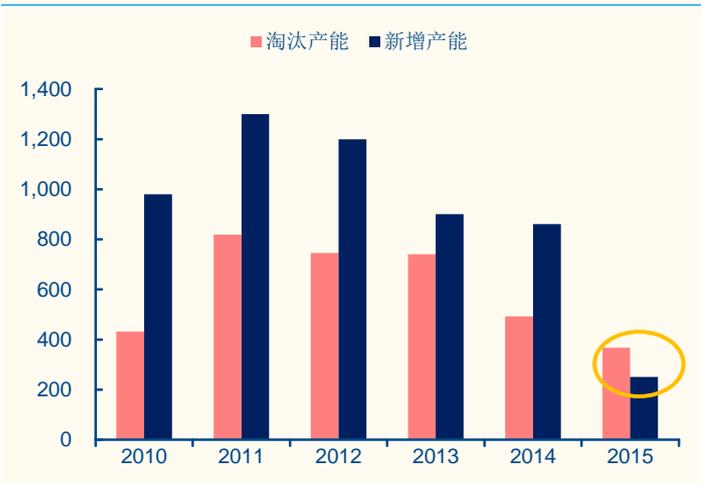
图表 32：造纸行业固定资产投资月累计值 (2007-2016.10Ytd)



来源：中国造纸年鉴，国金证券研究所

- 今年以来，在上游原材料与能源价格提升及优质产能需求释放等因素推动下，一线纸企掀起接连涨价潮：8 月，玖龙、晨鸣及金光将每吨铜版纸的价格上调 100 元；10 月，晨鸣、太阳及亚太森博又先后发出非涂布文化纸涨价函。此种行情印证了我们关于落后产能淘汰、行业结构优化将充分利好大型纸企的观点。中长期来看，非涂布文化纸行业格局仍然较为分散，未来落后产能淘汰仍将持续，行业集中度也将不断提升；而对于已经高度集中化的铜版纸来说，主要龙头企业近年基本已无新增产能投放，且铜版纸生产线获批建设周期长、难度大，在此情况下，预计行业现有产能将逐步消化，未来铜版纸持续提价将为大概率事件。因此综合来看，一线纸企将在行业不断整合优化中持续受益。

图表 33: 2010 年至今造纸行业淘汰及新增产能 (万吨)



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

图表 34: 2000-2015 年国内铜版纸产能情况 (万吨)



来源: JP 咨询, 千讯咨询, 卓创资讯, 国金证券研究所

图表 35: 国内铜版纸四大厂商产能梳理

生产商	生产线	品牌	产能 (万吨)	克重范围/g·m <sup>2</sup>
APP 金东	PM1	太空梭、东帆、长鹤、神盾	70	128-200
	PM2	太空梭、东帆、长鹤、神盾	70	128-200
	PM3	太空梭、东帆、长鹤、神盾	70	80-130
APP 金华盛		东帆	10	128-250
APP 金海	PM1	鲸王、海神、雅逸	120	150-300
晨鸣纸业	PM3	雪鹰、雪兔	35	105-250
	PM5	雪鹰、雪兔	10	64-105
		雪松	70	64-128
太阳纸业	PM21	华夏太阳、天阳	30	105-200
	PM22	华夏太阳、天阳	10	105-200
	PM24	华夏太阳、天阳	50	64-105
华泰纸业		牡丹	80	100-200
		SPCO	22	128-300

来源: 斯道拉索中国销售部, 国金证券研究所注: 不完全统计, 部分产线资料缺失

### 溶解浆: 国内大型纸企有望抢占制高点, 中长期市场驱动力强劲

#### 溶解浆基本概况

- 溶解浆是一种由高纯度优质纤维素组成的特种化学浆, 是一种用途非常广泛的中间产品。在进一步加工成最终产品的过程中, 要将其溶解在某种溶剂中, 再在另一种溶剂中析出, 以此改变纤维的结构和表面形状, 甚至可制成膜状产品, 从而获得多种不同性能的最终产品, 因此这类浆获名溶解浆。由于纤维素在一般溶剂中几乎不溶解, 通过对纤维素进行衍生化, 就可以使纤维素衍生物溶于普通溶剂 (如碱溶液、丙酮) 中, 再通过适当的技术, 将溶解的纤维素转变成纤维、薄膜、塑料或水溶性衍生物等。

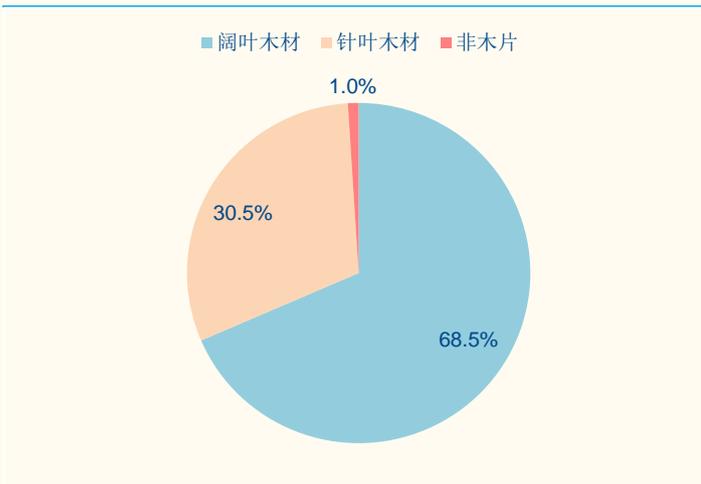
图表 36: 溶解浆主要用途

产品类别	主要用途
粘胶纤维	纺织业, 玻璃纸, 绳索以及工业纱, 香肠皮和海绵
醋酸纤维	炸药, 漆, 汽车油漆, 赛璐珞
硝化纤维	香烟过滤嘴, 薄膜, 液晶显示屏, 高品质塑料, 醋酸纱线, 纤维
纤维素醚及其他	炸药工业, 食品业(奶制品), 医药, 化妆品, 特殊油漆, 粘合剂和胶水

来源: 中华纸业, 国金证券研究所整理

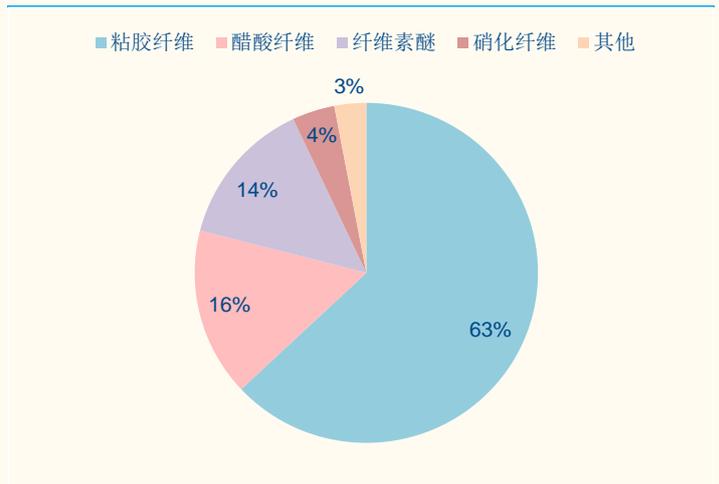
- 溶解浆按所使用的原料分类, 可分为棉浆粕、木浆粕和竹浆粕。由于精棉可以直接用于纺织工业, 生产溶解浆的棉原料主要是棉短绒, 因而由棉短绒制得的溶解浆叫做棉浆粕。木材是溶解浆生产最早使用的植物纤维原料, 特别是北美、北欧等森林资源丰富的国家, 大多采用木材生产浆粕, 世界上绝大多数的浆粕是由木材生产。相对来说, 我国森林资源较为匮乏, 但由于我国有很多非木材资源, 在非木材纤维中竹子和蔗渣都可以生产溶解浆, 因而我国也是世界上竹浆粕产量最大的国家。目前, 全球大部分溶解浆是用于制造再生纤维素纤维, 再生纤维素纤维中最大宗的产品是粘胶纤维, 约占再生纤维素纤维总量 75%左右, 我们主要通过粘胶纤维来判断溶解浆需求情况。

图表 37: 全球溶解浆所用原料占比



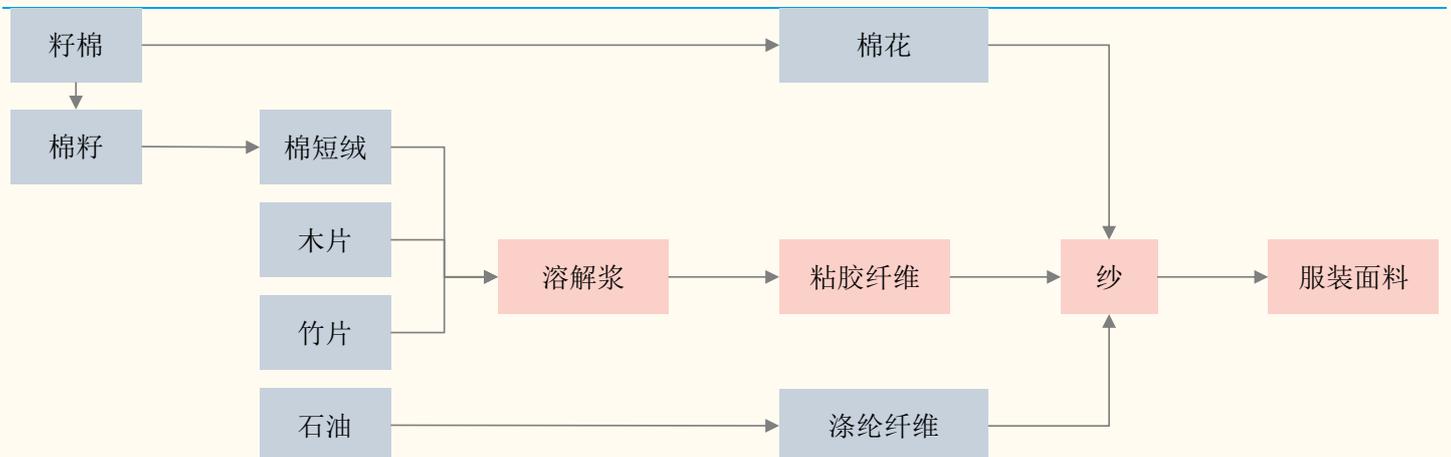
来源: Hawkins Wright, 国金证券研究所

图表 38: 全球溶解浆主要应用占比



来源: Metso, 国金证券研究所

图表 39: 溶解浆产业链



来源：国金证券研究所整理

### 国内粘胶纤维市场有望带动溶解浆量价齐升

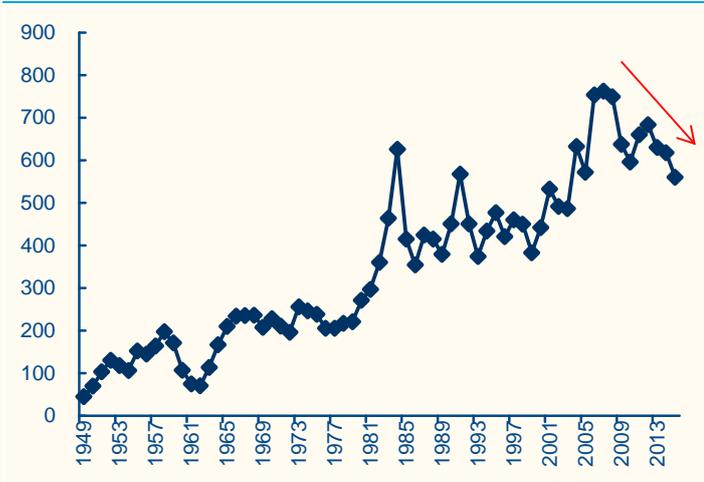
- 粘胶纤维为再生纤维素纤维，它是以棉绒浆和溶解木浆为主要原料，经过化学处理和机械加工制得的纤维。粘胶纤维因其吸湿性好、穿着舒适、可纺性好与棉、毛及其它合成纤维混纺、交织，广泛用于各类服装及装饰用品。我国进入 21 世纪以来，由于棉花种植面积减少等因素，棉绒浆产量增量降低，溶解浆逐渐成为粘胶纤维的主要生产原料。

图表 40：粘胶纤维作为服装面料的功能性较好

	粘胶纤维	棉花	涤纶
吸湿性	非常好 (12%-14%)	较好 (4%-8.5%)	非常差 (0.4%-0.5%)
透气性	非常好	非常好	较差
悬垂性	好 (比重大 1.5-1.52)	较差，洗后容易起皱变形	好
染色难易	非常好，可使用直接、还原、碱性、色酚、媒染、硫化，反应性及颜料等染料染色	较好，可使用直接、还原、碱性、硫化、活性、偶氮、媒染等染料染色	一般，可使用分散、色酚、还原、可溶性等染料染色
舒适性	与棉花最为接近，亲肤	非常好	一般
强度	较强	一般	非常强，是棉花的 2 倍

来源：CNKI，国金证券研究所整理

图表 41：我国棉花产量（万吨）从 2012 年开始逐渐下滑



来源：美国农业部，国金证券研究所

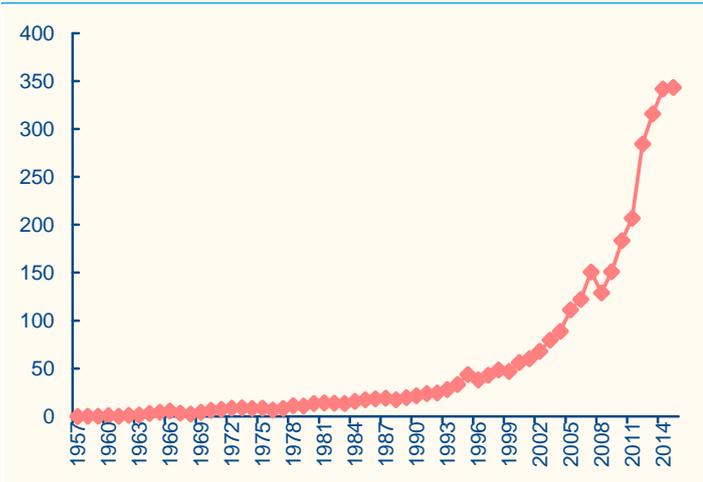
图表 42：三大棉纺织原料中粘胶纤维历年产量增速最高



来源：CNKI，中商情报网，国金证券研究所

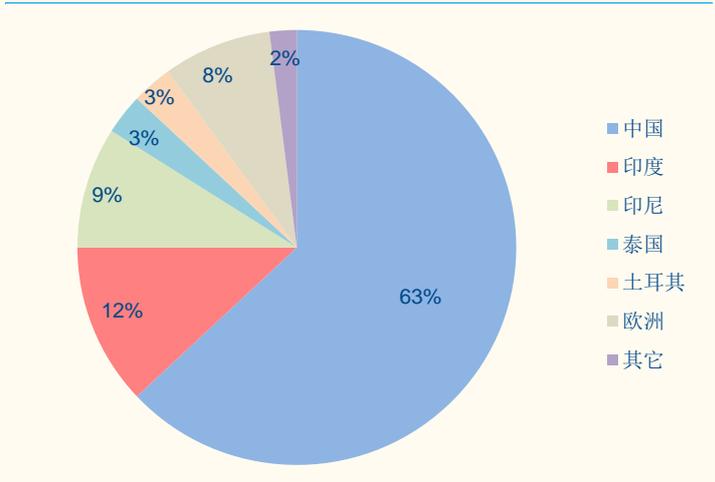
- 全球范围来看，1980 年前，粘胶纤维主要集中在美国和前苏联等发达国家，后因纺织制造业向亚洲转移，粘胶纤维产能逐渐聚集至印度和中国等地。同时由于东欧剧变、苏联解体及环境保护等因素，发达国家粘胶纤维产能骤减。2000 年后，粘胶纤维行业规模化不断加强且产地愈加集中，我国也就此成为粘胶纤维生产大国。
- 由我国粘胶纤维历年产量走势来看，1957-1990 年间，粘纤产量增速平稳；1991-2005 年间，增速逐渐加快，期间行业内产能结构不断优化，市场集中度也有一定提升；2005 年后，尤其是近几年，我国粘纤产量迅速扩张，且一直保持全球最大粘胶纤维生产国地位。

图表 43: 我国粘胶纤维产量近年持续大幅攀升



来源: CNKI, CEIC, 国金证券研究所

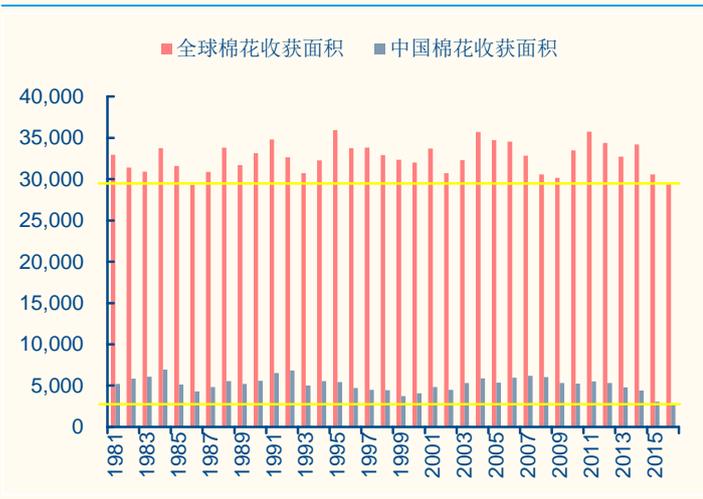
图表 44: 全球粘胶纤维产量分布



来源: CNKI, 国金证券研究所

- 粘胶纤维广泛应用于纺织服装业的原因除了由于其本身性能优越之外，还与棉花种植面积减少有关。近几年来全球棉花收获面积不断减少，并在 2015 年达到了最低点。从棉花与粘胶纤维价格走势对比来看，两者基本一致。目前，棉花价格基本位于十多年来最底部，未来棉花与粘胶纤维价格提涨空间比较大。另外，从国内产能情况来看，前几年一方面由于粘胶纤维的优良功能替代性，国内需求有所上涨，另一方面，粘胶纤维带有一定的金融资产属性，一段期间内受到了外围资本投机的关注。这也刺激了部分粘胶纤维生产企业加快新增产能建设，导致行业整体产能短期内大幅增加，供需结构错配，业内甚至出现了产能过剩与亏损关停。而近年来，由于环保政策趋严及供给侧改革，行业落后产能持续淘汰，近两年行业已基本没有大规模新增产能计划，而在需求端，国内纱线产量仍保持平稳增长。综合以上观点，我们认为，粘胶纤维行业经历了一轮市场梳理之后，行业供需结构已逐渐恢复合理化，预计未来我国粘胶纤维产量将保持稳健增长，而这也将为粘胶纤维主要原材料—溶解浆的价格带来有力支撑。

图表 45: 近年全球棉花收获面积 (百万公顷) 不断降低



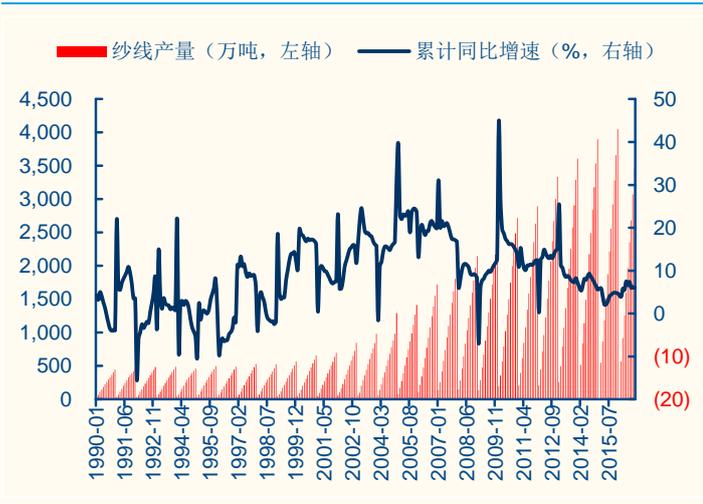
来源: 美国农业部, 国金证券研究所

图表 46: 历年棉花与粘胶纤维价格 (元/吨) 走势



来源: 商务部, 锦桥纺织网, 国金证券研究所

图表 47：我国纱线产量保持不断增长



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 48：我国近年粘胶纤维新增产能情况

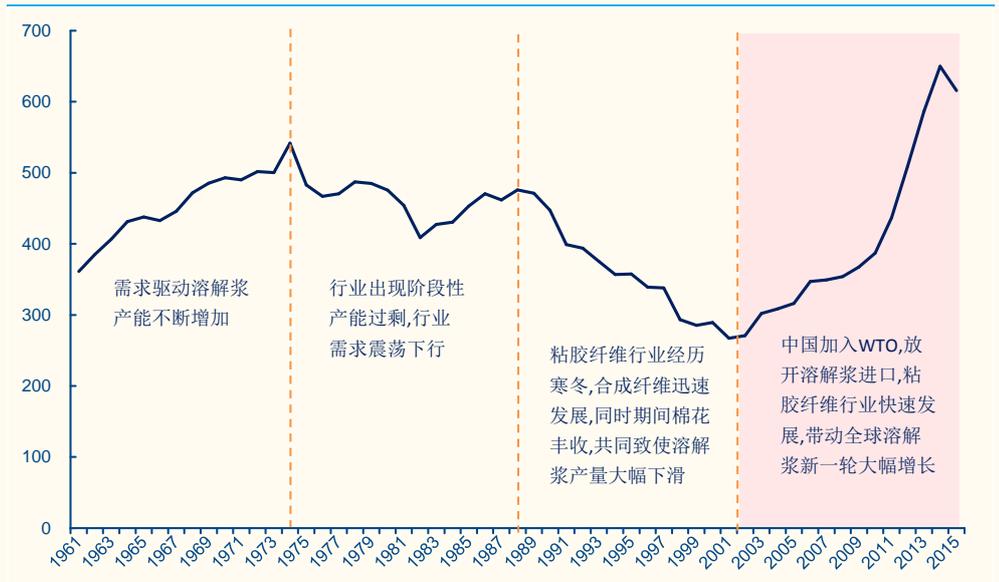
单位名称	新增产能 (万吨)	说明
赛得利(福建)纤维有限公司	20	4 条线, 已建成
江苏翔盛粘胶纤维股份有限公司	10	2 条线, 已建成
山东雅美科技有限公司	12	2 条线, 已建成
新疆银鹰化纤有限公司	5	规划 2 条线, 10 万吨/年, 已开 5 万吨
江西龙达化纤	12	2 条线
四川宜宾丝丽雅	10	2 条线
九江恒生化纤有限公司	40	规划产能, 无具体实施计划

来源：纺织导报,《国内外粘胶纤维行业的发展及启示》, 国金证券研究所

产业化转移显著, 国产替代进口空间大, 大型企业中长期业绩兑现理由充分

- 从全球历年溶解浆产量来看, 经历了四轮发展周期: 1) 1961 年, 世界溶解浆产量 361.3 万吨, 之后产量不断上升, 到 1974 年已达 541.7 万吨; 2) 1975-1989 年间, 由于溶解浆产量出现过剩, 行业产量基本在 420-530 万吨之间徘徊, 总体需求相对稳定; 3) 1989-1993 年, 由于“东欧巨变”、“苏联解体”、发达国家环境保护诉求日益强烈及联合国可持续委员会成立等多种因素的叠加, 粘胶纤维生产量骤减, 同时 20 世纪 90 年代期间棉花年年丰收, 致使溶解浆需求量下降, 之后几年行业仍处在需求低迷期, 2001 年, 溶解浆全球需求量达到历史最低点; 4) 得益于中国加入 WTO, 同时粘胶纤维产业快速发展, 为全球溶解浆需求带来新增长动力, 2014 年全球溶解浆产量达 649.7 万吨, 创历史峰值。整体来看, 虽然 2015 年溶解浆产量相对 14 年已出现回调, 但全球溶解浆需求体量仍较大, 结合全球经济温和复苏以及我国目前粘胶纤维产业景气度, 预计全球溶解浆产量未来仍将处于上升通道。

图表 49：50 多年来全球溶解浆产量 (万吨) 及发展情况



来源：FAOSTAT，国金证券研究所整理

- 从各国溶解浆消费需求情况来看, 50 多年来, 全球溶解浆产业化转移较为显著。我们选取自 1961 年以来, 溶解浆产量出现极值的 6 个年份, 1961 年世界溶解浆消费量排名前十的国家中, 发达国家所占比重为 94%, 此后

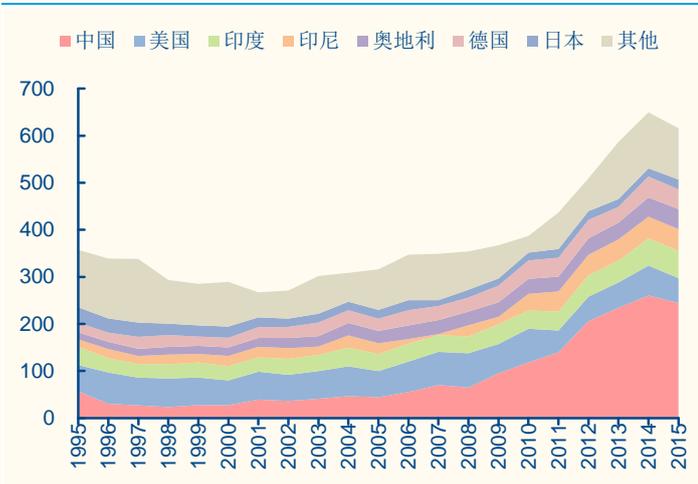
逐年下降，2014 年所占比重仅为 31%。这其中，中国、印尼及印度等发展中国家为全球溶解浆消费需求贡献了较大占比，溶解浆市场由发达国家向发展中国家迁移，显示了明显的产业转移特征。

图表 50：全球溶解浆产业转移特征明显

年份	1961	1974	1982	1988	2001	2014	
TOP 10 国家消费量 (万吨)	276.5	342.4	234.2	294.2	244.3	565.9	
发达国家	消费量 (万吨)	259.9	317.6	200.9	210.9	131.6	177.7
	占比 (%)	94.0	92.8	85.8	71.7	53.9	31.4
发展中国家	消费量 (万吨)	16.6	24.7	33.2	83.3	112.6	388.2
	占比 (%)	6.0	7.2	14.2	28.3	46.1	68.6

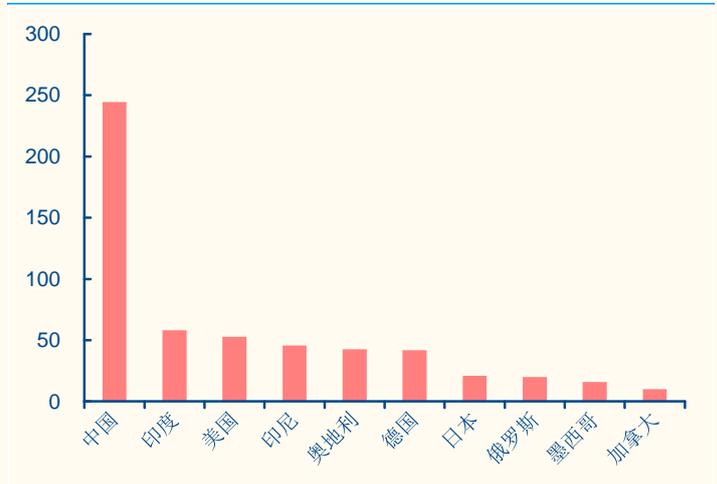
来源：FAOSTAT，国金证券研究所整理注：采用表观消费量衡量

图表 51：历年全球溶解浆需求情况



来源：FAOSTAT，国金证券研究所注：采用表观消费量衡量

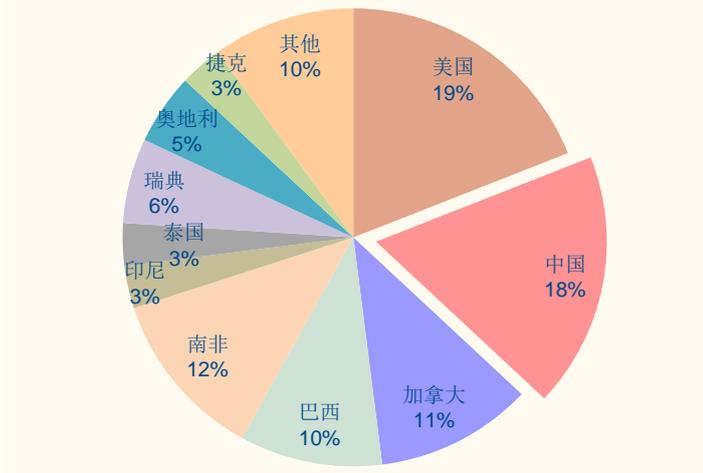
图表 52：2015 年全球前十大溶解浆需求国



来源：FAOSTAT，国金证券研究所注：采用表观消费量衡量

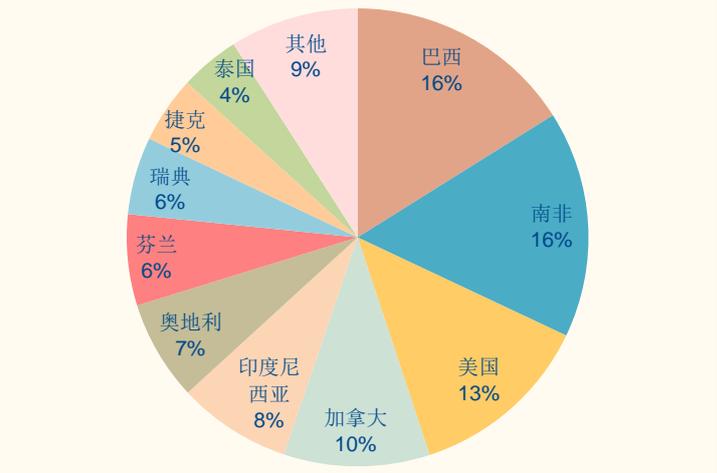
- **我国溶解浆进口依存度较高，未来国产取代进口空间很大。**从溶解浆进出口情况来看，我国是全球溶解浆进口量最高的国家，在前十大进口国中，2015 年我国溶解浆进口量已超出其他九个国家之和。而从各国溶解浆产量来看，我国产量占总需求量比例较低，可以看出目前我国溶解浆市场进口依存度很高。造成我国溶解浆依存度过高的原因主要包括：1) 我国用于生产溶解浆的林木资源较为稀缺，溶解浆国内产能无法满足现有需求；2) 美国、加拿大、巴西等溶解浆生产大国对我国溶解浆长期实施倾销；3) 我国溶解浆生产技术相对不高，且在国际溶解浆市场定价权也仍有待提升。2014 年初，商务部已终裁决定对原产于美国、加拿大和巴西的进口浆粕(溶解浆)征收为期 5 年的反倾销税。我们认为，随着反倾销保护期间溶解浆生产企业规模与技术水平不断提升，同时国内林浆纸一体化不断推进以及与国外林业公司积极加强合作，我国溶解浆市场将得到加速发展，未来国产溶解浆取代进口容量空间巨大。

图表 53: 2014 年全球溶解浆产能分布



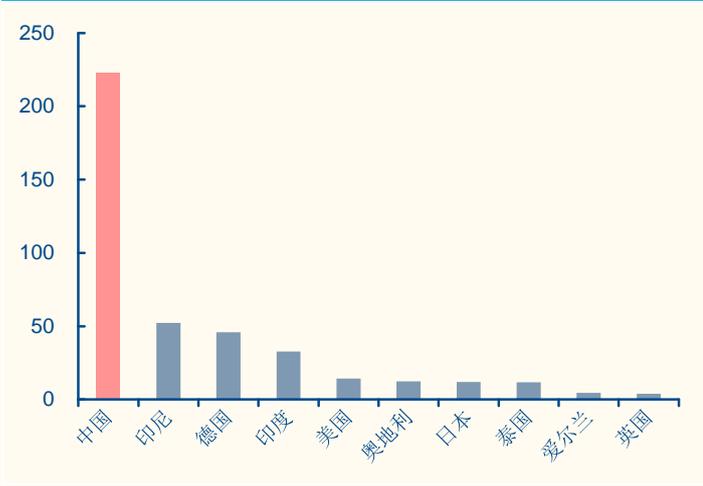
来源: 中纤网 (CCFEI), 国金证券研究所

图表 54: 2015 年我国溶解浆进口来源分布



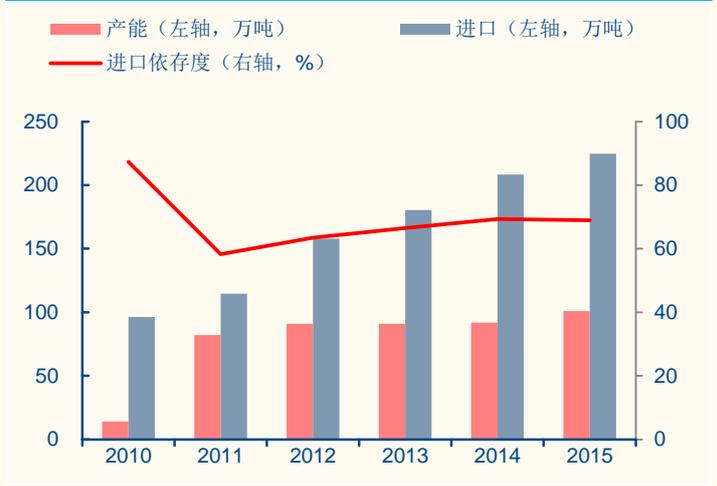
来源: 中国棉纺织信息网, 国金证券研究所

图表 55: 2015 年全球前十大溶解浆进口国



来源: FAOSTAT, 国金证券研究所

图表 56: 我国溶解浆进口依存度较高



来源: 中纤网 (CCFEI), 国金证券研究所

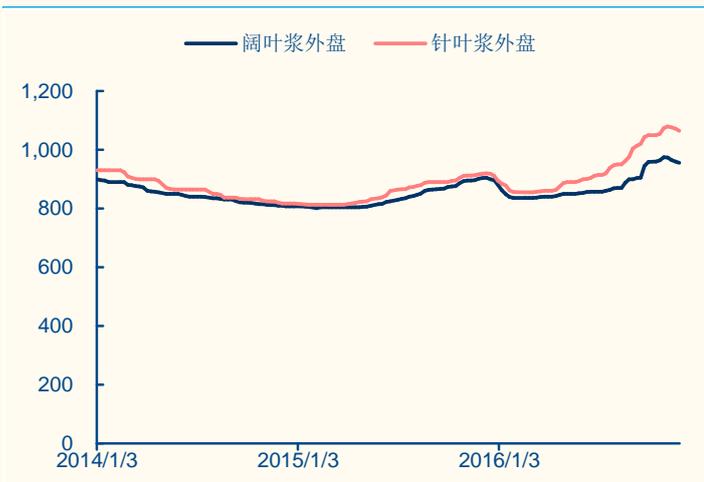
- 2016 年初以来, 溶解浆内盘与外盘报价均呈现出持续上涨行情, 期间内盘溶解浆价格曾达到 5% 的周环比涨幅。而 11 月初开始, 溶解浆内外盘报价随着粘胶价格又开始出现理性回调。我们认为, 短期内溶解浆价格或因年底停机检修、库存偏紧等而走高, 但由于行业目前供需缺口有限且未来两年行业仍有扩产事项, 因而中长期来看, 溶解浆价格并不具备大幅上涨基础。但考虑到行业目前的高企成本及下游粘胶纤维的巨大需求量, 预计溶解浆价格更易趋向企稳盘整, 未来行业供需博弈或为常态。

图表 57: 未来两年国内外溶解浆新增产能情况

工厂位置	工厂	新增产能 (万吨)	预计投产时间
湖北	晨鸣纸业	30	2017 年
智利	Arauco	55	2017 年
印尼	April Group	35	2017 年
加拿大	Av Terrace Bay	28	2017 年
老挝	Birla lao puly	20	2018 年
瑞典	Sodra Cell Varo	27.5	2018 年

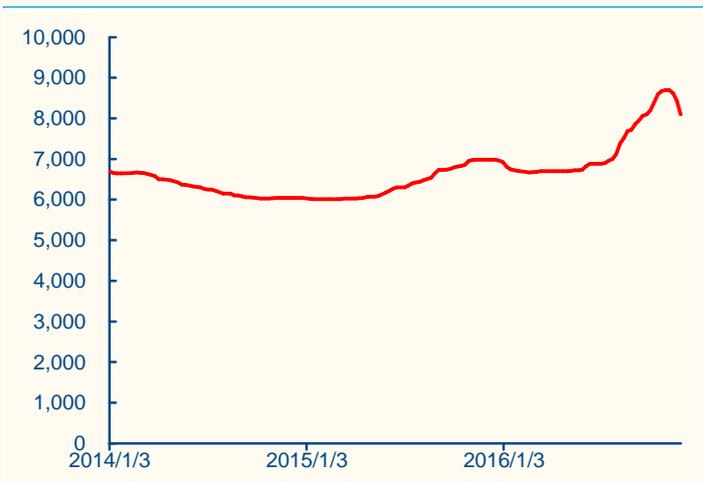
来源: 中纤网 (CCFEI), 国金证券研究所整理

图表 58：溶解浆外盘价格走势（美元/吨）



来源：中纤网（CCFEI），国金证券研究所

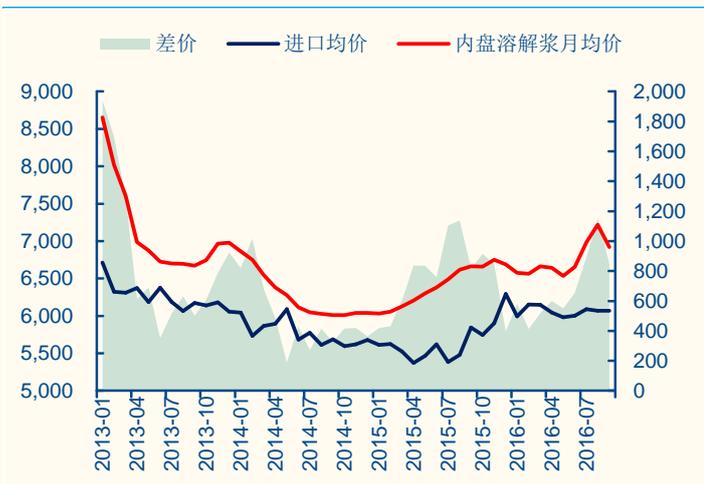
图表 59：溶解浆内盘价格走势（元/吨）



来源：中纤网（CCFEI），国金证券研究所

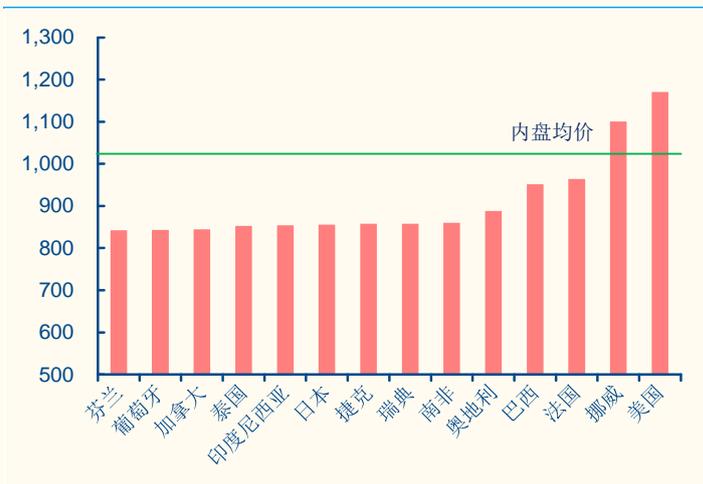
- 虽然短期来看，溶解浆价格涨跌会导致企业业绩产生一定波动，但我们认为决定溶解浆企业中长期业绩兑现的根本因素是规模、成本、技术以及随之衍生而来的市场定价权。
  - 如前所述，目前我国溶解浆进口依存度非常高，超 60% 产能来自于进口，国内现有产能远无法满足对应溶解浆需求。即便仍有相当一部分溶解浆生产于国内，但用于生产的木片亦多来自于进口。未来掌握规模产能优势并积极寻求国外林木资源合作的企业更易致胜。
  - 根据最新海关进口数据，目前我国溶解浆进口均价约为 910 美元/吨，而国内溶解浆月均价约为 6,920 元/吨，价差高达 850 元/吨。高昂价差也成为了国产溶解浆难以完全替代进口的原因之一，未来在国内企业不断提高管理、技术水平并不断寻求林木资源合作下，优势企业业绩持续改善可期。

图表 60：我国溶解浆与进口价差较高（元/吨）



来源：中纤网（CCFEI），国金证券研究所

图表 61：我国进口溶解浆价格情况（美元/吨）



来源：中纤网（CCFEI），国金证券研究所

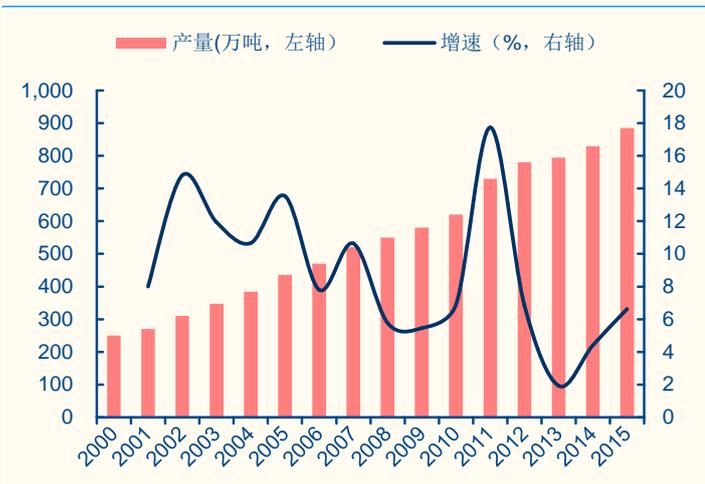
- 造成我国溶解浆生产成本较高的主要原因之一就是溶解浆制造生产技术不够先进。以溶解浆生产关键步骤蒸煮来说，我国目前多数企业仍使用间歇蒸煮设备，相较于连续蒸煮漂白设备来说，需耗费更多时间和成本，因而更具技术优势的国内领先企业竞争力也更加凸显。

### 生活用纸：品牌致胜，渠道为王

行业景气度较好，发展前景依然广阔

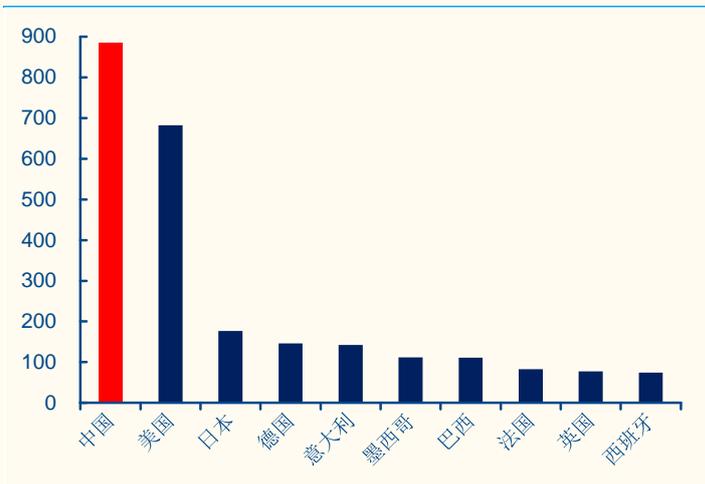
- 生活用纸是指为照顾个人居家、外出等所使用的各类卫生擦拭用纸及卫生用品，包括卷筒卫生纸、抽取式卫生纸、盒装面纸、袖珍面纸、纸手帕、餐巾纸、擦手纸、厨房纸巾、妇女卫生巾及婴儿纸尿裤等。在众多纸品中，生活用纸与经济发展、人口增加和居民生活质量最密切相关，其消费属性较强。近年伴随我国经济持续发展，生活用纸行业也得到了较快发展，2015年，我国生活用纸年产量已达到885万吨，位居世界第一，目前我国生活用纸产销量仍在不断增长之中。

图表 62：2000-2015 我国生活用纸年产量



来源：中国造纸年鉴，国金证券研究所

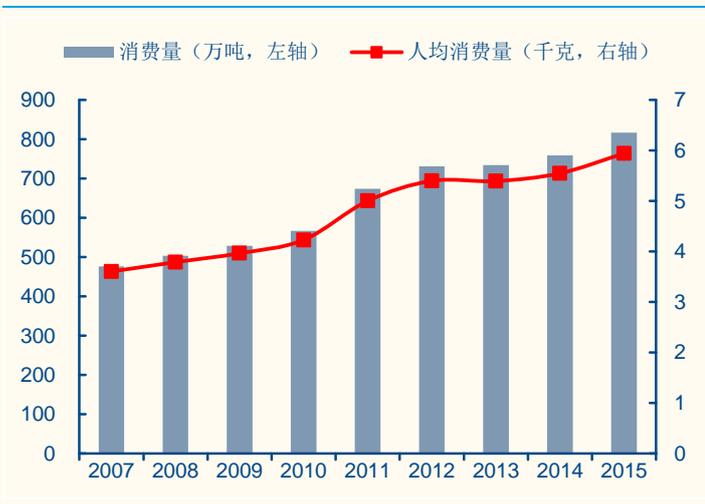
图表 63：全球 TOP10 生活用纸产量 (万吨) 国家



来源：FAOSTAT，国金证券研究所

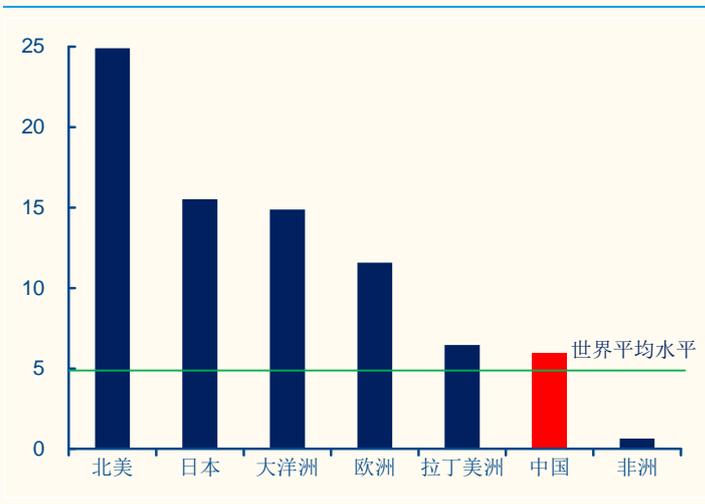
- 目前我国人均生活用纸年消费量为 5.9 千克，而美国等发达国家人均年消费量已超过 20 千克，因此尽管我国生活用纸产销量居世界首位，但人均生活用纸量与发达国家仍有较大差距。随着我国居民生活水平不断提高，未来我国生活用纸产销量仍有较大提升空间。

图表 64：我国生活用纸人均消费量不断提升



来源：《中国生活用纸年鉴》，中华纸业，国金证券研究所

图表 65：我国人均生活用纸量仍与发达国家有较大差距



来源：中国纸业网，国金证券研究所

- 通过对我国历年生活用纸消费量相关因素进行分析，我们发现人均 GDP 及城镇人口情况与生活用纸消费量相关性较高，以我国人均 GDP 及城镇人口作为解释变量，生活用纸年消费量作为被解释变量进行线性回归分析，也支持了同样的结论。根据《中国经济增长报告 2016》此前预测，2020 年我国人均 GDP 有望达 1.2 万美元。而 2015 年年末我国人口为 13.7 亿，比 2010 年底的 13.41 亿增加 2.5%，假定十三五期间人口增长率相同（若考虑二孩政策，人口增长速度还将更高），2020 年底总人口为 14.0899 亿，结合预期 60% 的城镇化率，2020 年，我国城镇人口将达到 8.4539 亿人。

对应地，我们预测 2020 年，我国生活用纸年消费量将达约 1,080 万吨，人均消费量将达到 7.66 千克。

图表 66：我国生活用纸消费量回归检验表

变量	系数	T 值	Prob.
人均 GDP (万元)	54.98	2.59	0.02
城镇人口 (百万人)	1.10	3.34	0.01
常数项	(304.68)	(2.01)	0.07
调整后的 R 平方		0.99	

来源：国金证券研究所整理

#### 产业结构持续优化，落后产能加速淘汰

- 从卫生用纸消费结构来看，我国纸品结构正不断优化。2012 至 2015 年，我国厕用卫生纸消费比例逐渐降低，面巾抽纸消费比例不断提高。厕用卫生纸相对其他纸品来说，消费刚性更强，因而其他纸品消费比例的提高也说明了生活用纸行业消费结构正不断优化。龙头企业由于相对来说卫生纸以外纸品占比相对较高（恒安、金红叶均高于 50%），将在纸品消费结构优化中受益。目前，我国擦拭纸类产品消费比例约为 4.6%，较 2014 年提高了 0.6 个百分点，对比发达国家 30% 的擦拭纸消费比例，我国纸品消费结构仍有较大改善空间。

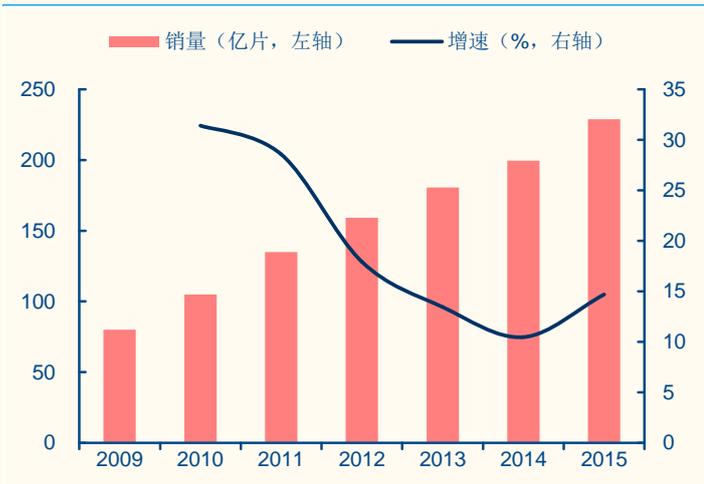
图表 67：我国卫生用纸纸品消费结构

	厕用卫生纸	面巾纸	手帕纸	餐巾纸	厨房用纸	擦手纸	衬纸	其他纸
2014	59.0%	24.5%	7.7%	3.1%	0.8%	3.2%	1.1%	0.6%
2015	57.3%↓	25.5%↑	8.0%↑	3.2%↑	1.1%↑	3.5%↑	1.2%↑	0.2%↓

来源：《中国生活用纸年鉴》，国金证券研究所整理

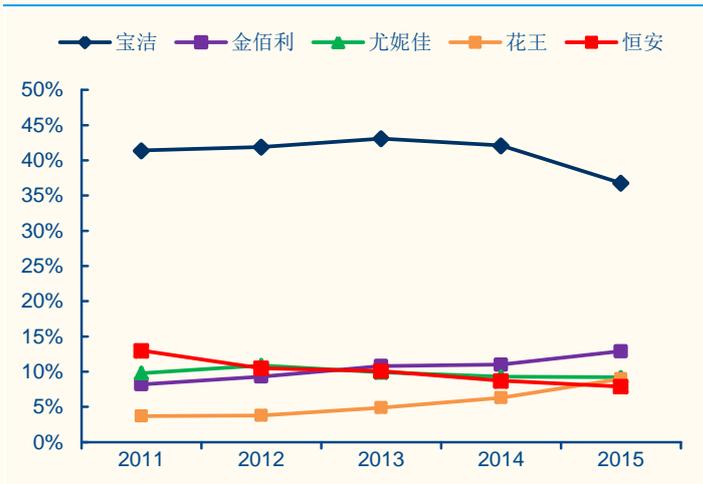
- 我国卫生巾消费量保持稳步增长，纸尿裤市场容量有望大幅扩张。从我国卫生用品消费情况来看，由于卫生巾消费群体确定性较强，因此我国卫生巾销量每年基本保持稳定低增长速度。而得益于我国城市化进程加快及居民消费能力不断增强，我国婴儿纸尿裤发展迅速。目前，我国婴儿纸尿裤年销量已达 228.8 亿片，未来随着二孩政策效应持续显现，婴儿纸尿裤市场容量有望大幅扩张。从现有市场份额来看，我国婴儿纸尿裤市场高端品牌主要仍集中在外资品牌，行业 CR5 达 76%，整体集中度非常高，业内低端市场虽品牌众多，但所占份额比例极低。随着居民消费水平不断提高，未来中高端品牌渗透率预计将继续提升，同时落后产能的淘汰和行业整合也将加速推进，产品定位明确及具有较高技术壁垒的中高端品牌仍可受益。

图表 68：我国婴儿纸尿裤年销量及增速情况



来源：《中国生活用纸年鉴》，国金证券研究所

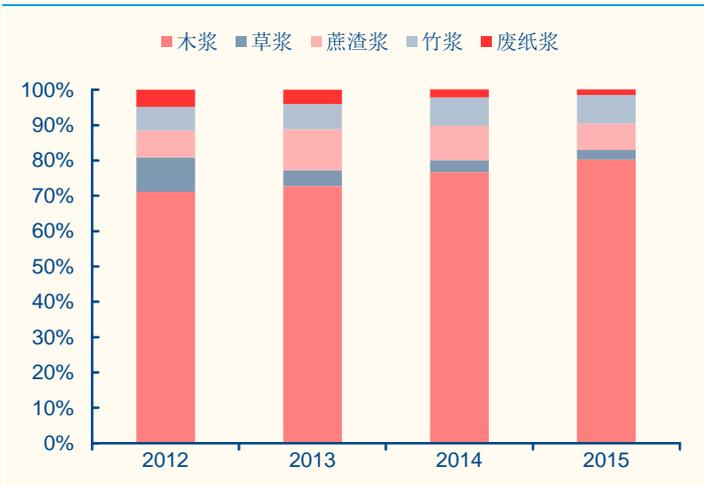
图表 69：我国婴儿纸尿裤市场份额



来源：Euromonitor，国金证券研究所

- 落后产能将持续退出，龙头企业继续加大渗透布局。近年，在国家环保标准从严及居民消费需求提升的背景下，生活用纸木浆原料使用比例不断提高。以麦草浆为主要原料的中小型企业，由于成本提高和环保压力加大，逐渐退出市场。而淘汰的产能缺口将由龙头企业先进产能予以填补，行业内新月型纸机逐步成为引进纸机的主导机型，且单条纸机生产线能力达 6 万吨/年及以上的项目不断增加，大型纸企在行业洗牌整合中进一步奠定市场地位及竞争力。

图表 70：生活用纸木浆原料占比逐渐提升



来源：《中国生活用纸年鉴》，国金证券研究所

图表 71：生活用纸 2009-2016 新增现代化产能情况



来源：中华纸业，国金证券研究所

图表 72：我国近年生活用纸投资项目

公司	生产线	启动日期	产能 (吨/年)	幅宽 (米)	纸机车速 (米/分)	供应商
理文	PM4	2015	60000	5.6	2000	维美德
理文	PM5	2016	60000	5.6	2000	维美德
理文	PM6	2016	60000	5.6	2000	维美德
理文	PM3	2015	70000	5.6	2000	福伊特
理文	PM7	2017	70000	5.6	2000	福伊特
理文	PM8	2017	70000	5.6	2000	福伊特
中顺洁柔	PM5	2015	35000	3.5	1650	Toscotec
恒安 (重庆)	PM 23	2016	60000	5.6	2000	安德里茨

恒安(重庆)	PM 24	2016	60000	5.6	2000	安德里茨
恒安(武汉)	PM 20	2016	60000	5.6	2900	维美德
恒安(山东)	PM21	2016	60000	5.6	1900	维美德
太阳	PM28	2015	60000	5.6	2000	安德里茨
维达	PM1	2015	32000	3.4	1500	Toscotec
维达	PM10	2016	32000	3.4	1600	Toscotec
维达	PM9	2016	32000	3.4	1600	Toscotec
维达	PM3	2016	32000	3.4	1500	Toscotec
维达	PM4	2015	32000	3.4	1500	Toscotec
景兴	PM2	2015	25000	2.8	1900	安德里茨

来源：中华纸业，国金证券研究所

### “多元化营销渠道+差异化竞争策略”或为成功之道

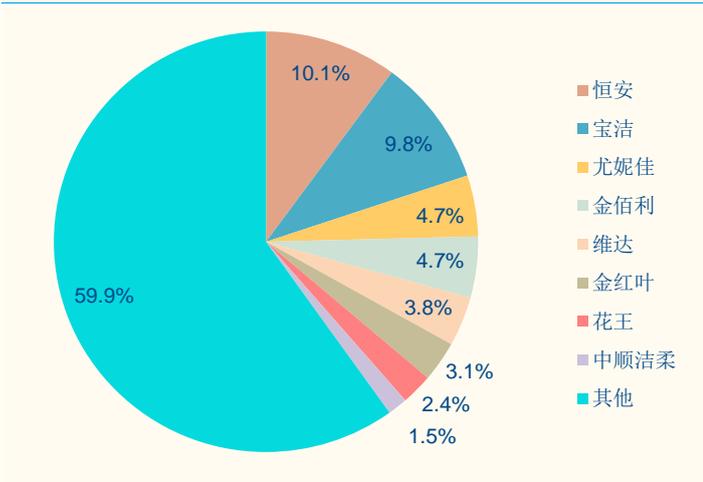
- 生活用纸消费属性较强，品牌与渠道对于生活用纸企业尤为重要。生活用纸与消费者日常生活紧密联系。一方面，行业本身需求刚性较强，另一方面，行业消费属性在消费升级大背景下也愈发凸显。目前我国生活用纸行业第一梯队品牌包括恒安、维达、金红叶和中顺洁柔，四大品牌在生活用纸领域深耕多年，优异的产品质量深入人心，已具备固有的竞争壁垒及品牌粘性。而太阳纸业旗下近年新创建的幸福阳光品牌凭借集团强大资源优势及品牌影响力，也有望迅速跻身第一梯队之列。目前，国内一线品牌整体渗透率约占 18.5%，预计在我国城市化发展背景下，随着消费者可支配收入不断提高，同时乡镇农村的品牌消费持续发力，未来国内一线品牌渗透率仍将不断提升。

图表 73：国内主要生活用纸公司及品牌系列

公司	产品品类	主要品牌
恒安国际	各类卫生用纸、擦拭纸、婴儿纸尿裤、成人纸尿裤、卫生巾、产妇产巾	
维达国际	各类卫生用纸、擦拭纸、婴儿纸尿裤、成人纸尿裤、卫生巾	
APP 金红叶	各类卫生用纸、擦拭纸	
中顺洁柔	各类卫生用纸、擦拭纸	
太阳纸业	各类卫生用纸、擦拭纸、婴儿纸尿裤	

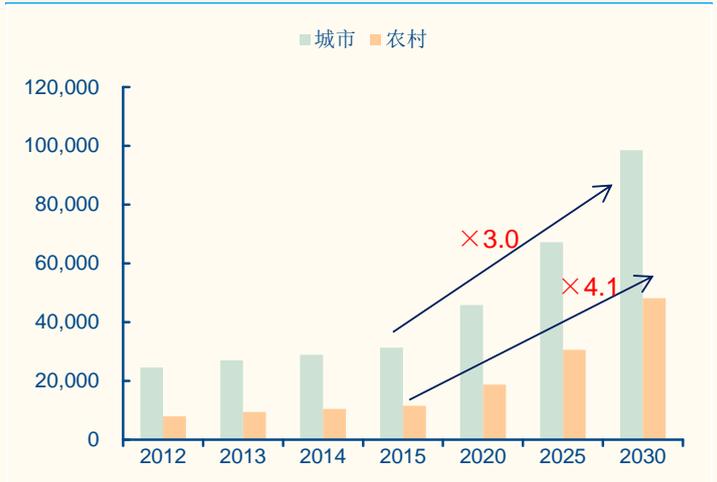
来源：各公司官网，国金证券研究所

图表 74：2015 年我国生活用纸市场份额



来源：Euromonitor，国金证券研究所

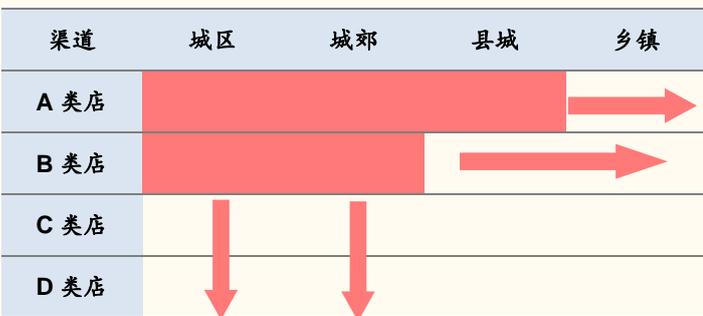
图表 75：我国人均可支配收入变化趋势



来源：KANTAR WORLDPANELN，国金证券研究所

- 对于生活用纸这一类日常消费品来说，渠道的渗透是企业打开利润空间的重要基础。生活用纸线下渠道主要是通过商场、超市及便利店的陈列铺货，这也是目前生活用纸主要的销售渠道。随着我国城市化进程加快，城镇建设向外扩张，便利店、母婴店等线下渠道不断增加，同时随着三四线城市消费水平不断提高，渠道下沉扩张也成为了各大品牌新的发力点。
- 另外，随着近年电商购物的迅速崛起，生活用纸销售的电商渠道份额稳步提升，各大品牌在天猫、京东等电商平台业务收入也成为重要收入来源。在互联网时代背景下，生活用纸易于运输、投递等特性决定了其网购更加便捷，并能提升企业对于生活用纸产品和服务的价值差异感知，提高运营效率，未来电商渠道有望与传统渠道看齐，共同成为生活用纸主要销售途径。

图表 76：生活用纸线下渠道下沉路径



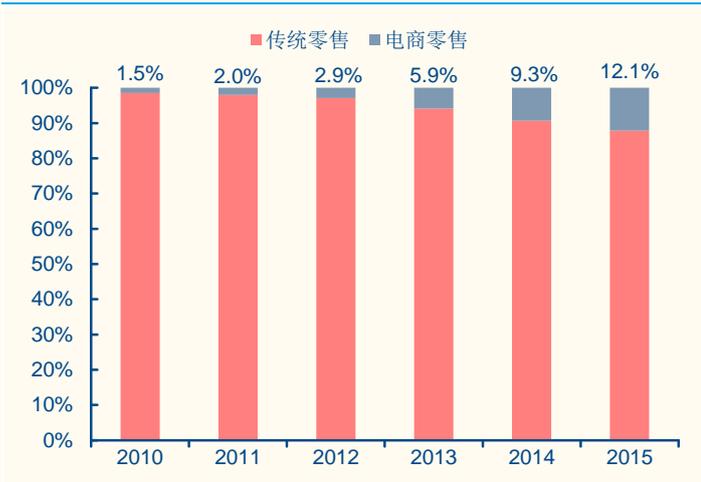
来源：维达国际，国金证券研究所

图表 77：生活用纸不同城市级别与渠道地点占比情况



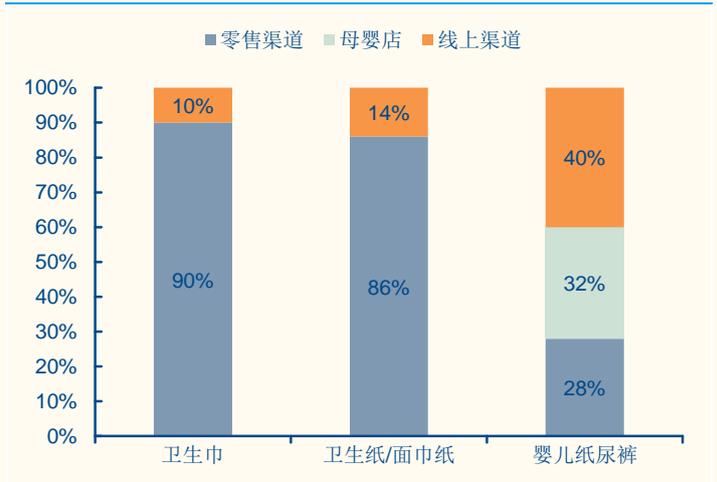
来源：尼尔森，国金证券研究所

图表 78：我国生活用纸电商零售渠道占比逐步提升



来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表 79：目前我国生活用纸各销售渠道占比



来源：尼尔森，国金证券研究所

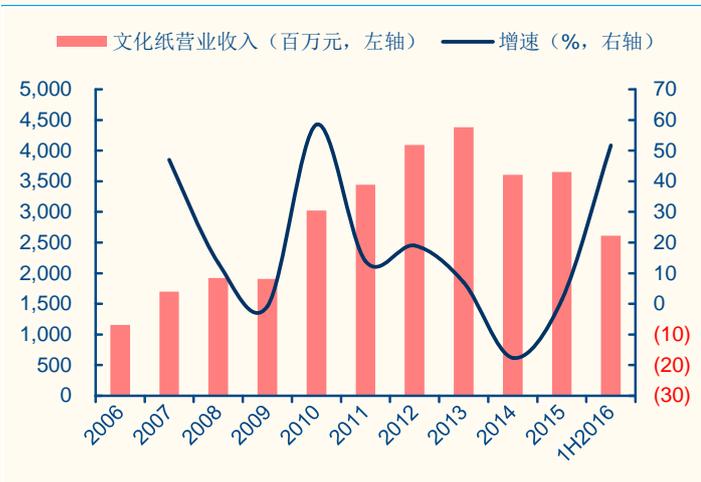
- **差异化优势助力品牌树立竞争壁垒。**生活用纸技术差异性不大，产品趋向同质化，为了避免同质化及低价恶性竞争，业内龙头品牌通过积极增强创新能力、开发个性化新产品来确立自身竞争优势。从业内现有四大品牌来看，恒安国际不断开发新产品系列，产品品类已囊括生活用纸、个人护理用品及零食等多个领域，单以卫生巾业务来说，从“安乐”、“安尔乐”再到“七度空间”的每个系列定位及受众都十分明确；维达则精准把握了消费者对于用纸品质的追求，推出“超韧系列”面巾纸，公司品牌价值得到有效提升；金红叶旗下清风作为主打品牌，也以其高性价比产品及亲和力品牌营销确立业内强势竞争地位；而中顺洁柔覆盖多品种高端用纸，专注于技术创新，尤其是 FACE 系列及 LOTION 系列产品，因其独特的产品卖点及优异的产品品质而受到消费者青睐。我们认为，国内现有生活用纸竞争格局已相当稳固，对于新进品牌来说，只有在拥有创新化技术及找准自身定位的情况下，未来才能在中市场中获得长足发展。

多箭齐发促进结构转型，“四三三”战略稳步推进

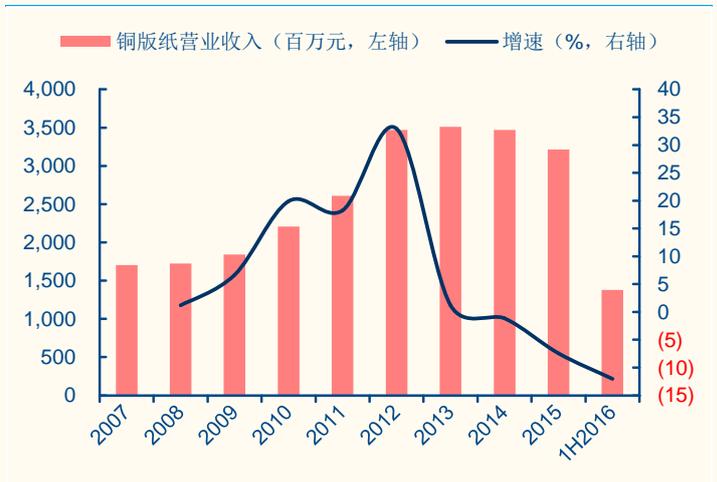
造纸产品：产能、技术均业内领先，老挝项目预计可大幅提升盈利能力

- 自公司成立以来，造纸业务就一直是公司最要的收入及利润来源，造纸产品主要包括铜版纸及非涂布文化纸，且非涂布文化纸与铜版纸收入规模基本相当。经历了前几年造纸业快速发展后，近年公司造纸端收入增速显著放缓。预计在本轮行业落后产能不断淘汰、行业竞争格局持续优化带动的造纸业景气度回升下，公司造纸业务端收入有望恢复中高速增长。

图表 80：非涂布文化纸营业收入及增速



图表 81：铜版纸营业收入及增速



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

- **非涂布文化用纸。**公司 30 万吨轻型纸改扩建项目已于 2015 年 9 月份投产，该项目从原料配比、设备选型、工艺流程及生产工艺参数各方面的确定，均已达到国际先进水平。此外，轻型纸具有质量轻、质感和松厚度好、便于印刷、方便携带阅读同时不伤害读者视力等优点，颇具市场青睐度。从现有总产能来看，目前公司非涂布文化用纸产能共达 100 万吨，处于行业绝对领先地位。
- **铜版纸产品端。**公司现有产能为 90 万吨，位居行业前列。2015 年，公司铜版纸 24 号机生产线刷新了机内涂布纸机运转效率的世界记录，正常运转 5 天 12 小时（132 小时）没有出现断纸，公司铜版纸产线技术同样达到国际领先水平。

图表 82：太阳纸业 30 万吨轻型纸改扩建项目产线



来源：www.sunpapergroup.com，国金证券研究所

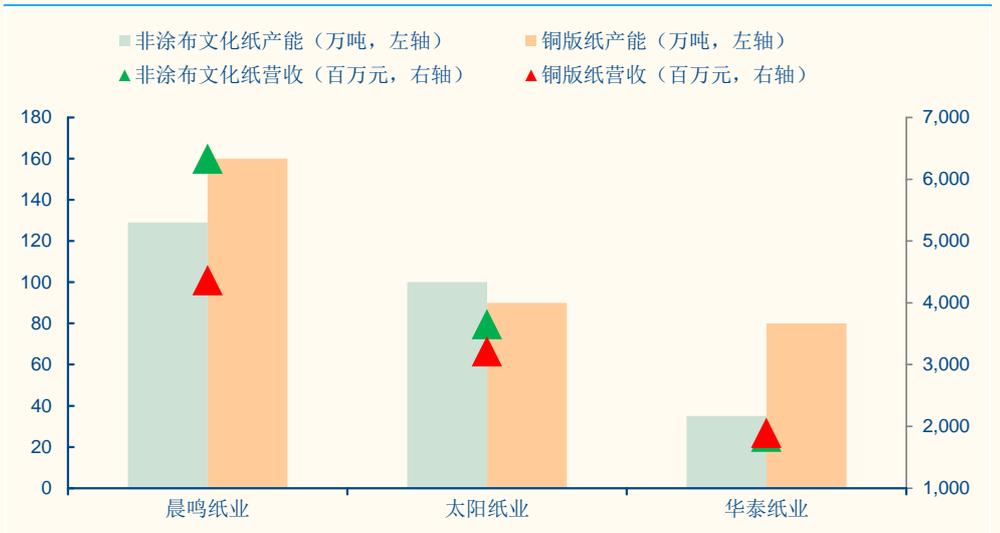
图表 83：太阳纸业文化纸系列产品图



来源：www.sunpapergroup.com，国金证券研究所

- 综合来看，公司非涂布文化纸与铜版纸产能均居行业前列，且相应生产线与技术水平也同时达到国际领先水平。未来在行业落后产能持续淘汰、供需结构不断优化 的情况下，成品纸价有望继续维持高位，而伴随反倾销案获胜将进一步提升行业出口竞争力，我们认为包括公司在内的文化纸龙头将优先受益，公司文化纸业务重拾中高速增长可期。

图表 84：国内三大文化纸与铜版纸龙头企业产能及收入对比



来源：中华纸业，Wind，国金证券研究所

- **箱板纸项目有力丰富造纸产品业务，目前已进入试产阶段。**公司 50 万吨低克重高档牛皮箱板纸项目是由子公司太阳宏河实施，已于 2016 年 7 月

10日正式开机试产。该项目配备两台造纸主机，为左右手机布局，纸机布置方式在国内尚属首例，后期随着项目逐步进入产销阶段，进一步丰富公司纸产品系列，预计公司整体盈利能力及市场占有率也将大幅提升。

- **非公开发行投资老挝化学浆项目，多重利好公司造纸板块业务。**9月，公司公告拟非公开发行不超过18亿元，用于老挝年产30万吨化学浆项目并补充流动资金。其中老挝项目总投资额预计19.58亿元，16亿元将来自于此次募集资金。我们认为，此次推进的30万吨化学浆项目对于公司存有多重利好：
  - 近年来，公司积极推进林浆纸一体化业务布局。由于我国土地、林业资源匮乏，公司在国内的林浆纸一体化项目扩张困难。通过此次项目，公司可以抓住“一带一路”建设的新机遇，充分开发利用国外土地及林木资源，为公司林浆纸一体化业务提供了必要的发展条件。

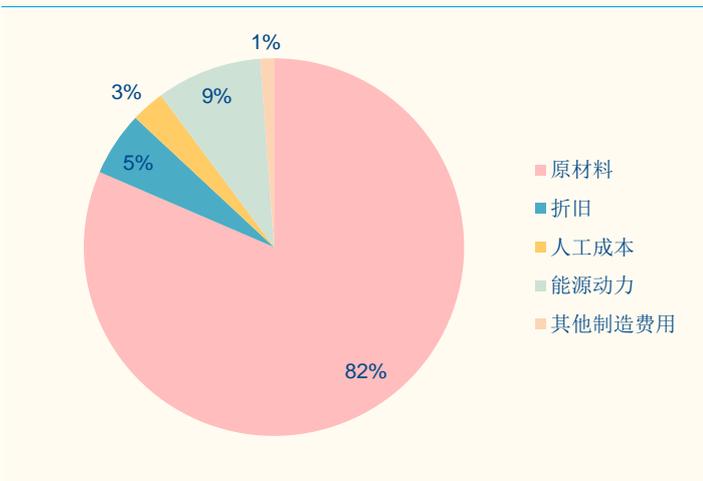
图表 85：老挝是“一带一路”重要相关方



来源：百度图片，国金证券研究所

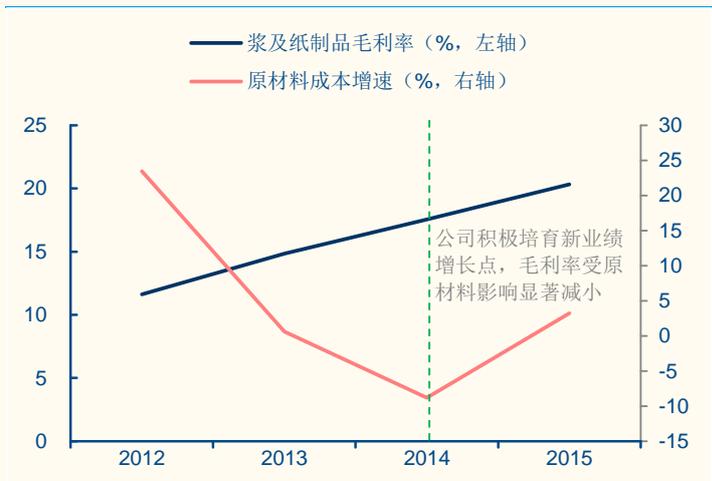
- 由于我国国内森林资源相对短缺，国产木浆产能无法满足消耗需求，因而我国木浆进口依存度较高，2015年进口木浆达总消耗量的64.76%。对于公司来说，纸浆为公司纸制品的主要原材料，在公司营业成本中占比较高。通过此次化学浆项目，将部分解决公司纸浆的自产自用，从而节约原材料成本，最终提高公司毛利率和盈利水平。

图表 86：太阳纸业营业成本构成



来源：Wind，国金证券研究所

图表 87：原材料成本对于造纸业务毛利率影响明显



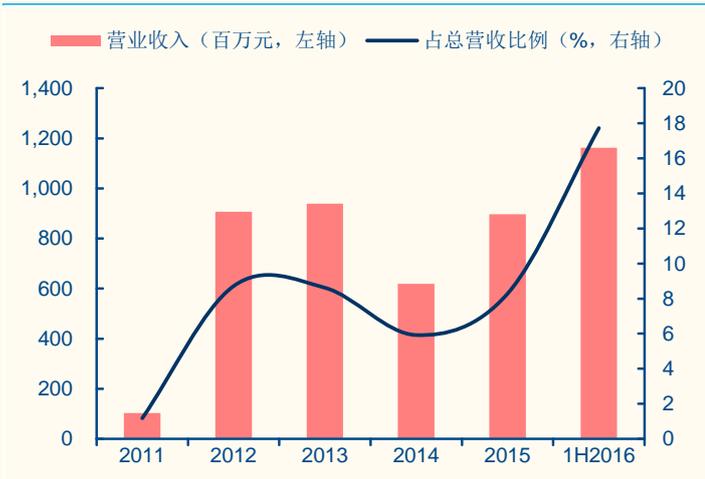
来源：Wind，国金证券研究所

- 造纸行业属于高污染、高能耗的行业，通过自产纸浆，延伸上下游产业链，公司不仅可以获取更高的产业链价值，更重要地，规模集约化生产有助于最大程度上降低能耗、优化产业结构，符合产业发展趋势。

生物质新材料：产能集中上马，多领域跻身全球前五，浆纸业务高度协同

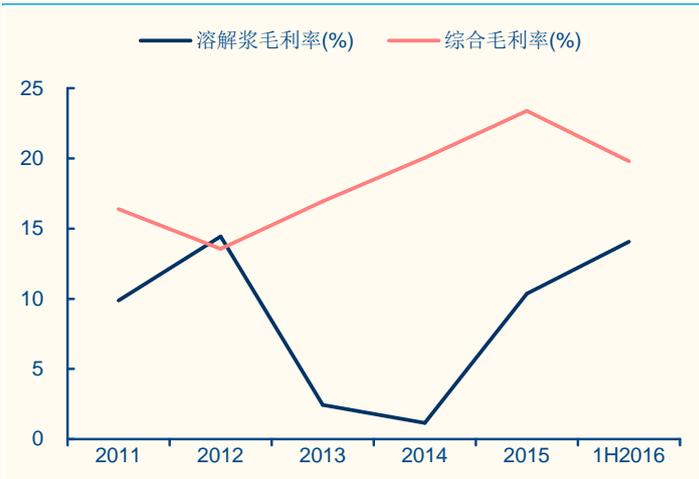
- 公司生物质新材料业务端主要包括溶解浆、绒毛浆以及木糖三大类产品。其中，随着邹城年产 35 万吨天然纤维素项目的全面达产，公司溶解浆年生产能力已达 50 万吨，系中国最大、世界第三的溶解浆供应商。2013 年前后，由于国内溶解浆产能集中爆发，价格大幅下挫，2014 年公司溶解浆业务经历了最低点。而从 2015 年下半年开始，受益于供给侧改革、落后产能淘汰以及溶解浆下游需求持续增长，溶解浆价格筑底反弹，伴随公司产能继续投放同时溶解浆技术不断成熟化，2015 年开始，公司溶解浆业务迎来了高速发展期。目前，公司溶解浆业务产销两旺，2016 年上半年，溶解浆收入为 11.63 亿元，同比增长 228%，占公司总营业收入已达 17.7%。

图表 88：溶解浆营收占公司总营收比例大幅提升



来源：Wind，国金证券研究所

图表 89：溶解浆盈利能力与公司综合盈利能力差收窄



来源：Wind，国金证券研究所

- 如前所述，由于木片资源匮乏，我国溶解浆市场目前进口依存度非常高，国内自产溶解浆产能远不能满足庞大的市场需求量。由于我国目前化学浆建设审批起始规模为 30 万吨/年，同时在环保要求从严的背景下，具有资本和资源优势的国内大型纸企便强者愈强，中小企业市场份额也将不断收缩。在邹城年产 35 万吨溶解浆投产后，公司现已成为国内最大的溶解浆供应商，未来在国内溶解浆市场巨大需求驱动下，公司相应业务端盈利有望进入爆发窗口期。

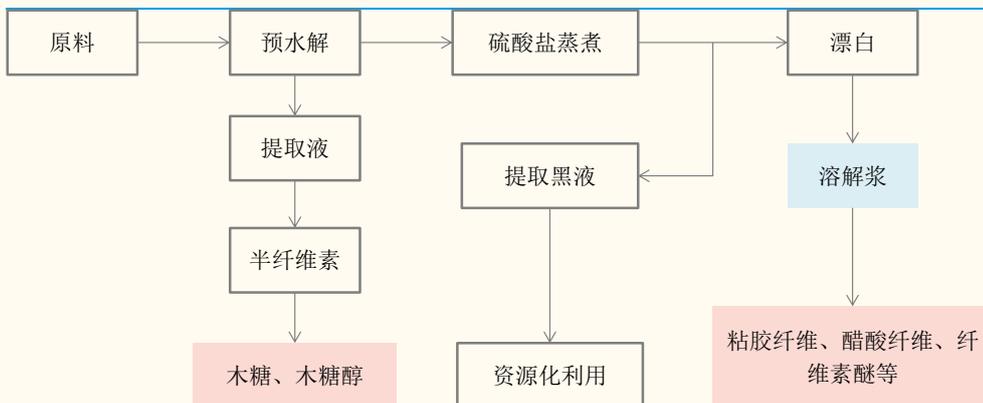
图表 90：国内主要厂商溶解浆产能统计 (万吨)



来源：国金证券研究所整理

- 公司在溶解浆相关技术领域具有国际领先水平。公司在产的两条溶解浆生产线均采用预水解连续蒸煮无元素氯漂白技术工艺，该技术属全球首创，具有明显的成本优势。此外，公司还在溶解浆生产过程产生的水解液中成功提炼出木糖、木糖醇，填补了世界空白，成为世界上首条连续无酸水解木片、连续高效抽提木片水解液、并以木片水解液为原料生产木糖醇的生产线，此项技术在业内是一项革命性的技术突破。

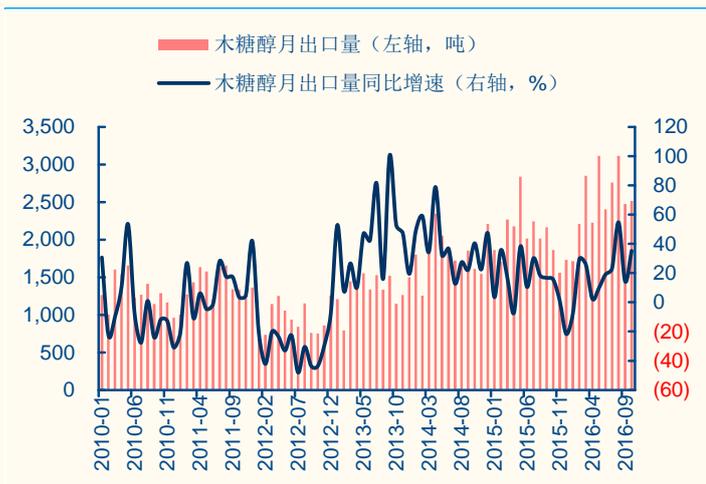
图表 91：预水解硫酸盐溶解浆生物质精炼流程



来源：国金证券研究所

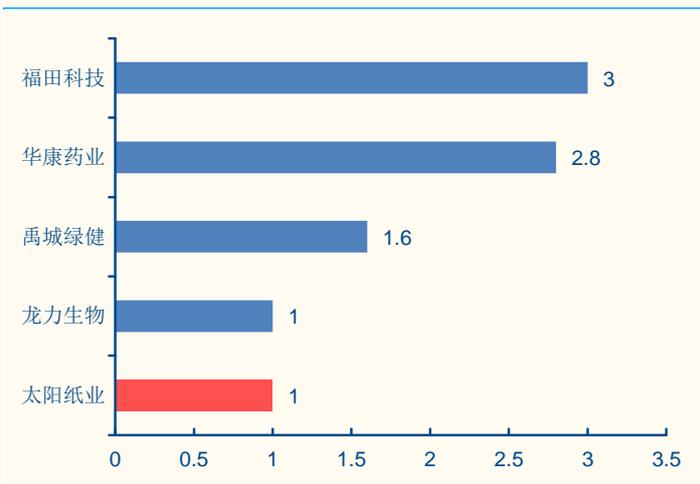
- 木糖是一种戊糖，性状为白色结晶或结晶性粉末，易溶于水，味甜，不被消化吸收，没有能量值，木糖通过还原加氢后可以生产木糖醇，其广泛应用于食品、医疗、皮革及化工等行业。由于木糖的广泛应用性能，国际市场上木糖产量迅速增长。就木糖醇而言，2003 年我国木糖醇产量已超过 1.2 万吨，出口约 1 万吨，是世界第一生产与出口大国，占世界木糖贸易总额的 80% 以上。2011 年全球木糖醇总产量大约上升到 10 万吨，中国年产量仍居首位，根据《中国农业资源与区划》，目前国际市场上木糖醇总需求量在 20 万吨左右，市场缺口高达 1/3 以上。就公司规划产能来看，项目建成后，公司木糖醇年产量达 1 万吨，根据我们测算预计在国内市场占有率将达 7.5% 左右。

图表 92：我国木糖醇月度出口量呈攀升态势



来源：海关总署，国金证券研究所

图表 93：国内主要木糖醇供应商产能（万吨）

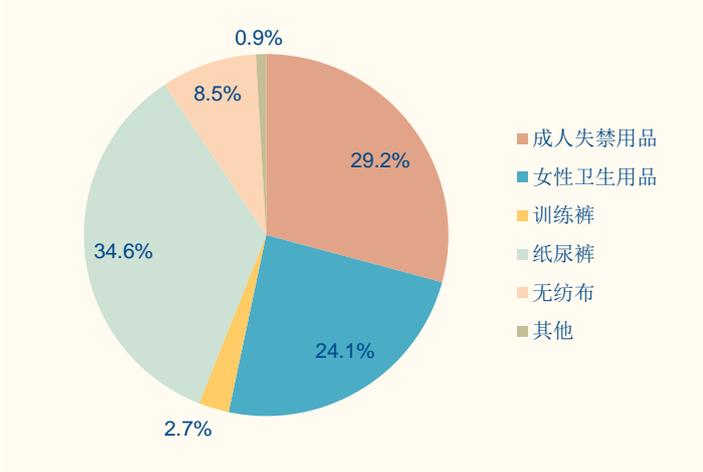


来源：卓创资讯，国金证券研究所

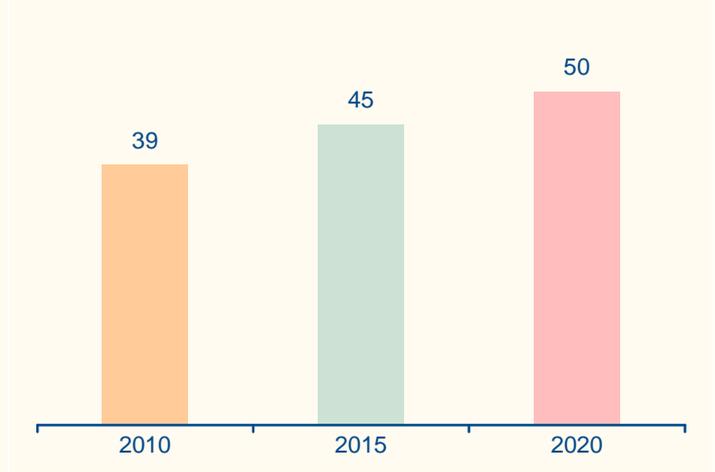
- 除了在溶解浆及木糖醇领域的产能建设，2015 年 11 月 20 日，公司与美国阿肯色州经济发展委员会签订了投资合作意向书，拟投资 10-13 亿美元，在美国阿肯色州新建年产 70 万吨生物精炼项目。阿肯色州 (Arkansas) 位于美国南方中部，面积 137,733 平方公里，经济发达，是重要的战略性物流中心，该州拥有丰富的森林资源，尤其适宜木浆产线建设。

- 绒毛浆是经过漂白，抽出有机溶剂等操作后的木浆、草浆，是一种用于生产各种卫生用品用作吸水介质的纸浆。由于成人失禁用品消费量的增长以及婴儿尿布在新兴市场销售量的增长，全球绒毛浆产量正持续扩张。根据 Smithers Pira 近日在“2020 年全球绒毛浆发展趋势”的报告，全球绒毛浆产量将从 2015 年的 600 万吨增至 2020 年的 730 万吨，市场规模也将增值 50 亿美元。

图表 94：2015 年全球绒毛浆终端产品消耗量占比



图表 95：全球绒毛浆销售额（亿美元）



来源：《全球绒毛浆市场未来几年的发展变化将保持强劲》，国金证券研究所

来源：《全球绒毛浆市场未来几年的发展变化将保持强劲》，国金证券研究所

- 目前，全球 4 个最大的绒毛浆生产商分别为乔治亚太平洋公司、惠好公司、国际纸业和 Domtar。2015 年，这 4 家公司绒毛浆总产量约占全球绒毛浆总产量的 80%。按照公司计划，70 万吨生物精炼项目正常运行后，如果生产绒毛浆产品，预计公司新增绒毛浆产能将占世界产量的 12%，公司将成为全球前五、中国最大的绒毛浆供应商。此外，从项目本身投资意义来说，公司此次投资的 70 万吨生物精炼项目，不仅将有助于公司培育新利润增长点，更重要地，绒毛浆产能建设也为公司在个人护理用品领域的可持续发展奠定了重要基础。

快速消费品：渠道基础夯实，产销两旺无忧

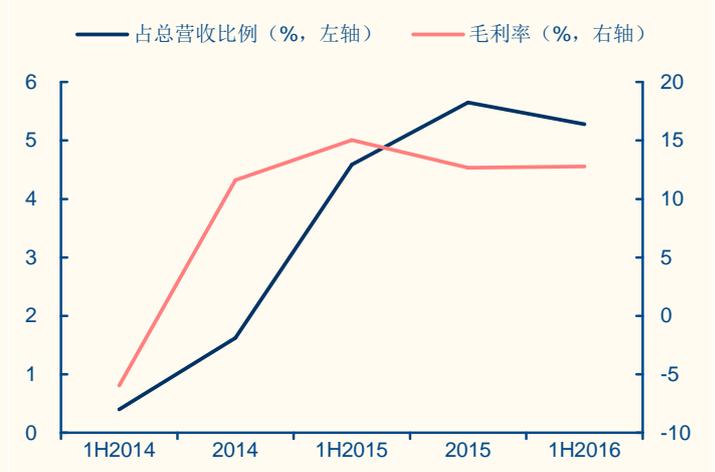
- 自 2013 年起，公司积极向生活用纸消费品领域渗透。公司生活用纸产品主要包括已推出的多种系列的卫生纸、面巾纸及手帕纸等，产品品牌为“幸福阳光”，突出“洁净、阳光、幸福”的主题。公司生活用纸端业务发展迅速，2015 年生活用纸业务营业收入为 6.11 亿元，同比增长 261%。

图表 96：太阳纸业生活用纸“幸福阳光”品牌概念



来源：百度图片，国金证券研究所

图表 97：生活用纸业务总营收占比及毛利率情况



来源：Wind，国金证券研究所

- 一直以来，我国国内生活用纸行业格局已较为稳固，新进入者通常较难在市场中获得有利竞争地位。而公司采用了创新模式，即先启动营销体系，再加建工厂，然后进行产品升级，进而研发新产品，这一创新模式使得公司品牌迅速在市场打开，目前公司已进入国内生活用纸前十品牌。同时，为了更加专业精准运营生活用纸业务，公司成立了生活用纸公司，大股东充分放权，保证生活用纸业务独立运行。此外，公司还拥有优秀的业务团队，生活用纸事业部经理刘兴功先生曾先后就职于金光纸业、金红叶及亚太纸业，对于生活用纸运营及营销都有着丰富经验，充分保障了业务端高度管理水平。
- 产品端，公司产品差异化特色显著。一方面，公司精准把握消费者心理，产品推出伊始已在消费群中树立了高端、环保、质感的品牌形象，顺应了消费者对于基础消费品品质需求日益提高、个性化突出的消费趋势；另一方面，公司积极推出多元化产品系列，2015年4月携手美国EA公司，跨界合作、重磅推出“植物大战僵尸”系列卡通新品，受到时尚年轻一族的欢迎。此外，公司最新推出的“无添加”系列生活用纸，创新性采用“类中国结”纤维缠绕（锁扣）工艺，实现了纤维间更加紧密的物理缠绕。目前，该工艺已经申请发明专利，并通过美国FDA食品级鉴定、欧盟AP食品级鉴定及清华大学和上海交通大学“无添加”检测鉴定。公司产品“生态”、“环保”理念突出，优势明显，这也正是公司产品形成差异化竞争壁垒的要素之一。

图表 98：太阳纸业生活用纸各产品系列矩阵



来源：天猫超市，国金证券研究所

- 渠道端，公司在推出生活用纸初期就已采取线上线下结合的 O2O 模式。公司销售模式采用了全渠道布局，包括传统通路渠道、商超渠道、居家外商用通路渠道和电商渠道。公司线下渠道目前主要集中在华东和华北市场，公司计划覆盖 120 多个地级城市与 400 多个县级市，目前多数地区已完成经销网络构建。线上渠道端，公司通过京东、苏宁、天猫和 1 号店等电商进行合作，将品牌迅速推广至全国，2015 年公司线上销售份额已达 15%，

未来有望达到 30%，电商渠道推广对于公司新品销往全国有着重要的助推作用。

- 除了生活用纸之外，纸尿裤是公司另一大主要快消品类产品。公司通过与日本制纸 Crecia 股份公司合作，在中国市场推出 Suyappy(舒芽奇)品牌系列纸尿裤，首次提出了“空气纸尿裤”的概念，该款纸尿裤拥有 3D 仿生面层，定格锁水，抗菌防臭等国际领先技术。在实验室测试中，各项指标均达到或者优于目前市场上主流进口纸尿裤品牌，产品技术优势突出。日本制纸 Crecia 股份公司是日本第二大造纸企业-日本制纸的全资子公司，公司此次通过与其强强联手迅速为产品建立了技术、品质壁垒以及良好品牌形象。目前公司 Suyappy (舒芽奇) 品牌纸尿裤已正式上市销售，市场反响良好，预计未来纸尿裤业务端将成为公司业绩增长重要动力引擎之一。

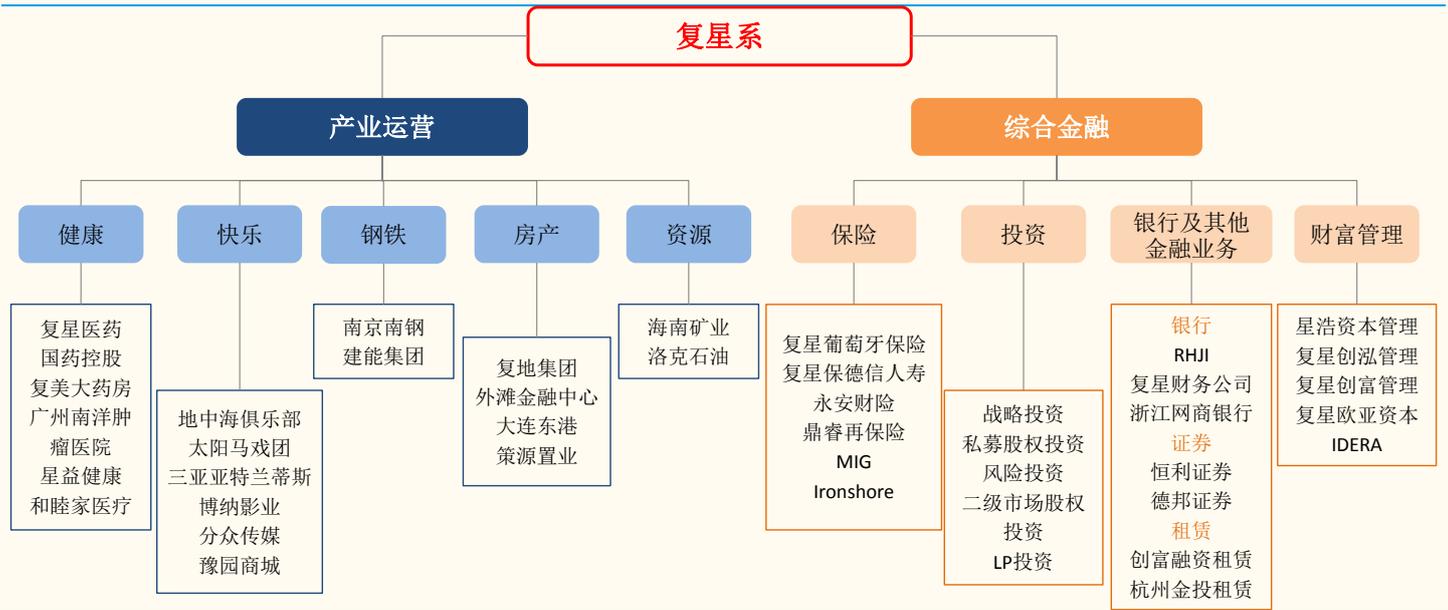
图表 99: Suyappy (舒芽奇) 纸尿裤品牌概念



来源：公司公告，国金证券研究所

- 携手复星集团，“四三三”战略进一步深化落实。2016年10月11日，公司公告与复星集团签订战略合作协议，复星集团将利用其资源、管理优势，积极推动复星集团及其旗下相关公司或产业板块（如医疗、旅游、母婴和养老等）与公司的业务合作，并协助公司在生活用纸及纸尿裤等快速消费品领域业务布局、投资及整合。复星集团成立于1992年，在投资端聚焦B2F（Business to Family），致力于向家庭客户提供富足、健康和快乐领域的一站式综合解决方案，集团拥有丰富的全球资源优势及资本运作经验。通过此次战略合作，将有效推动公司快消品战略落地，加强在品牌、渠道及产品等多方面的竞争力，同时公司也能更好地运用资本力量，加强外延成长性，并进一步整合产业链上下游资源，从而巩固业内龙头地位。

图表 100：复星集团产业版图

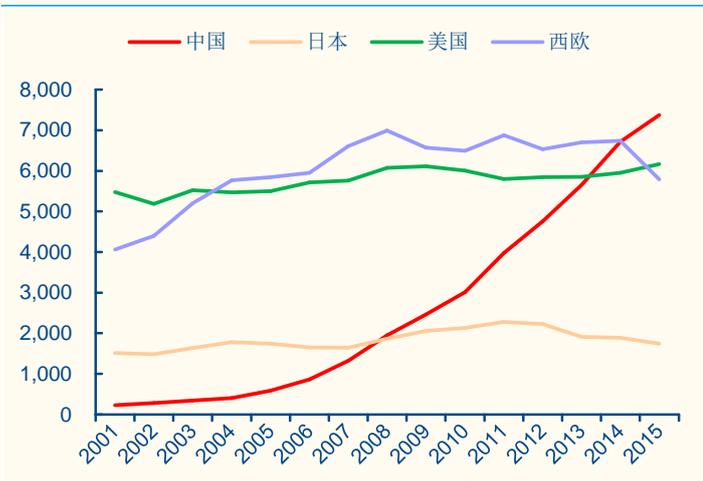


来源：www.fosun.com，国金证券研究所

■ 公司纸尿裤产品端即将进入业绩爆发窗口期：

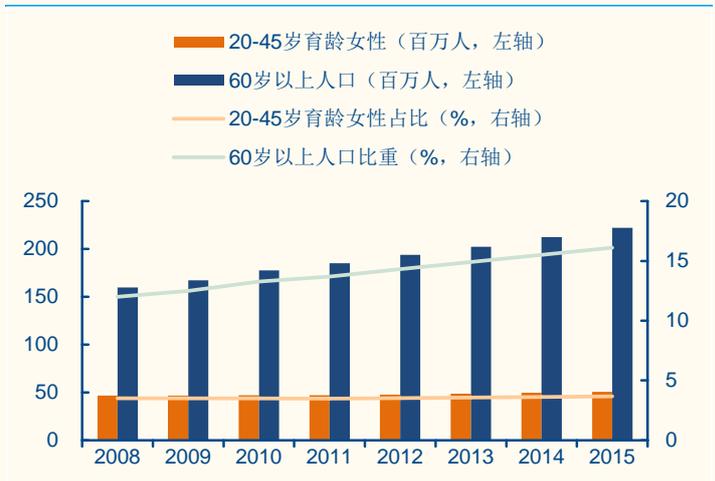
- 相对发达国家，我国婴儿纸尿裤的人均使用量较低，而随着我国人均可支配收入不断增加、居民育儿观念转变、庞大的人口基数及二孩政策效应显现均为婴儿纸尿裤市场提供了巨大的增长空间。
- 我国逐渐进入老龄化社会，而全球 60 岁以上男性老年人尿失禁的发生率大约为 18.9%，而女性患病率更是高达 37.7%，随着居民生活水平提高、人均可支配收入的增长，我国成人纸尿裤市场发展潜力巨大。

图表 101：我国纸尿裤市场规模持续增长（百万美元）



来源：Euromonitor，国金证券研究所

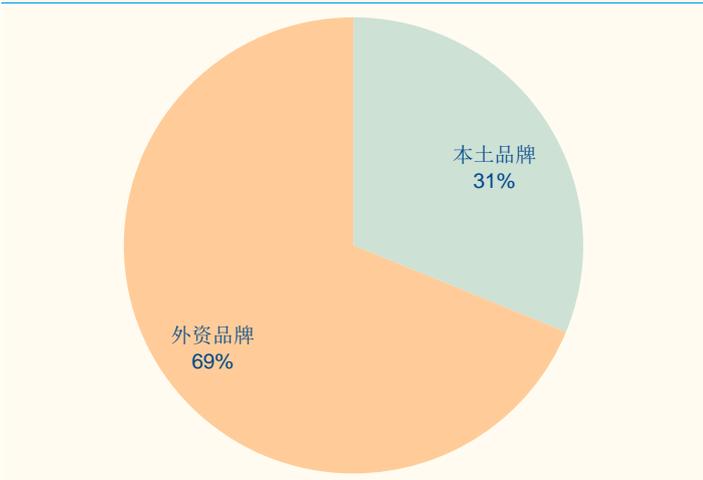
图表 102：纸尿裤主要对应消费群体人口情况



来源：Euromonitor，国金证券研究所

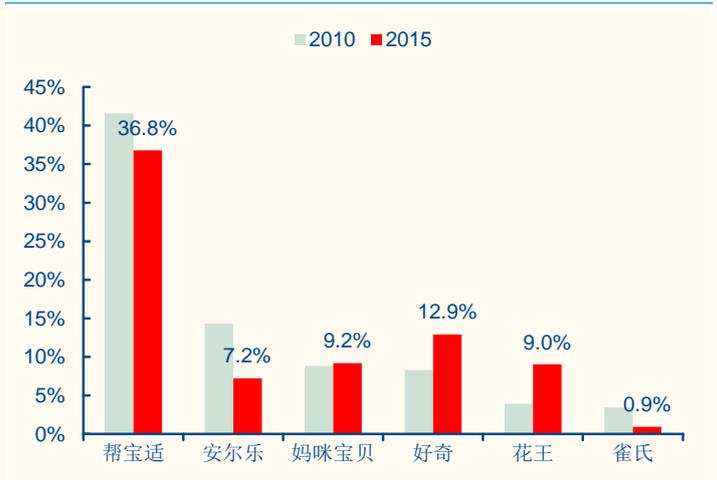
- 一直以来，我国纸尿裤的高端市场主要被外资品牌占据，这也折射出消费者在纸尿裤领域对于国外技术的信赖认可，尤其是日本花王、妈咪宝贝等品牌，近年来渗透率显著提升。公司此次与日本制纸合作开发纸尿裤，产品拥有业内领先技术加持，更易打开市场，获得消费者青睐。

图表 103：我国纸尿裤市场外资品牌占比较高



来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表 104：花王等日本品牌近年渗透率显著提升



来源：Euromonitor，国金证券研究所

- 对于卫生用品行业来说，渠道保证了营销收入及市场渗透率，原材料保证了供货及毛利润。渠道方面，公司可以利用原有及新建多元化渠道，同时复星多元产业布局也将助力进一步打开销路；原材料方面，阿肯色州 70 万吨生物精炼项目建设为公司个人护理用品领域的可持续发展奠定基础，未来公司在快消品领域持续产销两旺局面无忧。

## 风险因素

### 国家产业政策风险

- 造纸行业属于污染较重的行业，若国家进一步出台新的规范和政策，限制造纸行业产能，执行更为严格的环保标准，公司的生产经营活动将受到更多限制，从而可能影响公司的经营成本和经营业绩。

### 国内外市场竞争风险

- 目前国内造纸行业存在众多具备规模优势及资金实力的大型企业，同时国外知名企业也凭借其规模、技术等方面的优势直接参与国内市场竞争，国内外造纸市场的竞争态势及相应产生的市场波动，可能会对公司业绩产生一定影响。

### 原材料价格波动风险

- 中国森林资源较为匮乏，造纸工业对进口纸浆的需求较大，纸浆价格的波动将影响公司的产品成本，进而影响公司盈利水平，给公司业绩增长带来不确定性。

### 汇率风险

- 作为进出口企业，未来人民币针对其他货币的汇率变动将对公司的经营业绩产生一定影响。公司外币交易主要以美元计价，原材料进口、产品出口，同时拥有美元借款等业务均面临一定的汇率变动风险。

### 宏观经济波动风险

- 公司所属行业属于周期性行业，易受到经济增长周期性的影响，如果经济出现较大波动，终端消费者将减少对纸产品的需求，导致公司订单需求不稳定性增加，最终影响公司的盈利水平。

## 盈利预测

### 盈利预测

**图表 105: 太阳纸业盈利预测**

	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入 (万元)</b>	<b>1,040,864.1</b>	<b>1,089,509.4</b>	<b>1,045,788.2</b>	<b>1,082,512.4</b>	<b>1,247,567.0</b>	<b>1,749,498.2</b>	<b>2,353,763.2</b>
文化纸	409,574.0	438,164.0	360,814.0	365,451.0	361,796.5	387,122.2	456,804.2
铜版纸	346,897.0	351,047.0	347,018.0	321,200.0	314,776.0	321,071.5	353,178.7
溶解浆	90,683.0	93,903.0	61,916.0	89,647.0	103,094.1	116,290.1	136,059.4
化学机械浆	74,086.0	104,488.0	99,262.0	80,979.0	76,930.1	78,468.7	80,030.2
生活用纸	0.0	0.0	16,960.0	61,149.0	214,021.5	642,064.5	1,091,509.7
原纸	0.0	0.0	66,464.0	71,098.0	76,785.8	88,303.7	101,483.0
电及蒸汽	69,683.0	86,836.0	81,926.0	76,153.0	79,960.7	91,954.7	105,679.0
涂布纸板	31,802.0	3,967.0	25.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	18,139.1	11,104.4	11,403.2	16,835.4	20,202.5	24,222.8	29,019.0
<b>营业成本 (万元)</b>	<b>899,877.6</b>	<b>904,960.0</b>	<b>836,089.3</b>	<b>829,275.0</b>	<b>964,366.9</b>	<b>1,377,925.3</b>	<b>1,876,698.6</b>
文化纸	359,777.0	363,821.0	295,870.0	283,382.0	280,392.3	300,406.9	354,936.9
铜版纸	311,987.0	298,613.0	284,213.0	256,146.0	250,561.7	254,288.6	280,084.8
溶解浆	77,583.0	91,606.0	61,204.0	80,363.0	91,753.7	103,562.1	121,242.2
化学机械浆	60,628.0	86,708.0	74,199.0	56,825.0	53,466.4	54,822.9	56,203.3
生活用纸	0.0	0.0	14,990.0	53,391.0	181,918.3	541,902.4	922,085.5
原纸	0.0	0.0	54,881.0	58,198.0	61,428.7	70,731.3	81,388.9
电及蒸汽	52,634.0	56,183.0	45,912.0	36,634.0	38,381.1	44,377.4	51,274.1
涂布纸板	32,369.0	3,712.0	36.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	4,899.6	4,317.0	4,784.3	4,336.0	6,464.8	7,833.6	9,482.9
<b>业务利润 (万元)</b>	<b>140,986.5</b>	<b>184,549.5</b>	<b>209,698.9</b>	<b>253,237.4</b>	<b>283,200.1</b>	<b>371,573.0</b>	<b>477,064.6</b>
文化纸	49,797.0	74,343.0	64,944.0	82,069.0	81,404.2	86,715.4	101,867.3
铜版纸	34,910.0	52,434.0	62,805.0	65,054.0	64,214.3	66,782.9	73,093.9
溶解浆	13,100.0	2,297.0	712.0	9,284.0	11,340.3	12,728.0	14,817.2
化学机械浆	13,458.0	17,780.0	25,063.0	24,154.0	23,463.7	23,645.7	23,826.9
生活用纸	0.0	0.0	1,970.0	7,758.0	32,103.2	100,162.1	169,424.1
原纸	0.0	0.0	11,583.0	12,900.0	15,357.2	17,572.4	20,094.2
电及蒸汽	17,049.0	30,653.0	36,014.0	39,519.0	41,579.5	47,577.4	54,404.9
涂布纸板	-567.0	255.0	-11.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	13,239.5	6,787.5	6,618.9	12,499.4	13,737.7	16,389.1	19,536.1
<b>毛利率 (%)</b>	<b>13.5</b>	<b>16.9</b>	<b>20.1</b>	<b>23.4</b>	<b>22.7</b>	<b>21.2</b>	<b>20.3</b>
文化纸	12.2	17.0	18.0	22.5	22.5	22.4	22.3
铜版纸	10.1	14.9	18.1	20.3	20.4	20.8	20.7
溶解浆	14.4	2.4	1.1	10.4	11.0	10.9	10.9
化学机械浆	18.2	17.0	25.2	29.8	30.5	30.1	29.8
生活用纸	-	-	11.6	12.7	15.0	15.6	15.5
原纸	-	-	17.4	18.1	20.0	19.9	19.8
电及蒸汽	24.5	35.3	44.0	51.9	52.0	51.7	51.5
涂布纸板	-1.8	6.4	-44.0	-	-	-	-
其他	73.0	61.1	58.0	74.2	68.0	67.7	67.3
<b>增速 (%)</b>	<b>69.1</b>	<b>4.7</b>	<b>-4.0</b>	<b>3.5</b>	<b>15.2</b>	<b>40.2</b>	<b>34.5</b>
文化纸	19.0	7.0	-17.7	1.3	-1.0	7.0	18.0
铜版纸	32.9	1.2	-1.1	-7.4	-2.0	2.0	10.0
溶解浆	783.0	3.6	-34.1	44.8	15.0	12.8	17.0
化学机械浆	-	41.0	-5.0	-18.4	-5.0	2.0	2.0

	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
生活用纸	-	-	-	260.5	250.0	200.0	70.0
原纸	-	-	-	7.0	8.0	15.0	14.9
电及蒸汽	-	24.6	-5.7	-7.0	5.0	15.0	14.9
涂布纸板	-	-87.5	-99.4	-100.0	-	-	-
其他	-	-38.8	2.7	47.6	20.0	19.9	19.8

来源：Wind，国金证券研究所预测

- 经模型测算得出公司 2016-2018 年净利润分别为 10.8/14.9/19.5 亿元，三年 CAGR 为 43.1%，全面摊薄后每股收益为 0.42/0.59/0.77 元/股。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>10,895</b>	<b>10,458</b>	<b>10,825</b>	<b>12,476</b>	<b>17,495</b>	<b>23,538</b>	货币资金	1,691	1,430	1,528	1,442	1,617	1,741
增长率		-4.0%	3.5%	15.2%	40.2%	34.5%	应收账款	1,994	1,790	3,397	2,651	3,717	5,001
主营业务成本	-9,050	-8,361	-8,293	-9,644	-13,779	-18,767	存货	1,342	1,124	1,400	1,412	2,018	2,748
%销售收入	83.1%	79.9%	76.6%	77.3%	78.8%	79.7%	其他流动资产	455	450	702	341	486	662
毛利	1,845	2,097	2,532	2,832	3,716	4,771	流动资产	5,483	4,795	7,027	5,845	7,838	10,151
%销售收入	16.9%	20.1%	23.4%	22.7%	21.2%	20.3%	%总资产	34.5%	29.4%	35.6%	31.8%	37.7%	43.2%
营业税金及附加	-22	-47	-40	-50	-73	-97	长期投资	792	739	231	232	231	231
%销售收入	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	8,438	9,464	11,360	11,762	12,170	12,586
营业费用	-463	-342	-423	-561	-660	-859	%总资产	53.1%	58.1%	57.6%	64.0%	58.6%	53.5%
%销售收入	4.2%	3.3%	3.9%	4.5%	3.8%	3.7%	无形资产	429	511	544	531	533	534
管理费用	-325	-446	-449	-524	-731	-956	非流动资产	10,406	11,499	12,691	12,527	12,935	13,353
%销售收入	3.0%	4.3%	4.1%	4.2%	4.2%	4.1%	%总资产	65.5%	70.6%	64.4%	68.2%	62.3%	56.8%
息税前利润 (EBIT)	1,035	1,262	1,620	1,697	2,252	2,859	<b>资产总计</b>	<b>15,890</b>	<b>16,293</b>	<b>19,718</b>	<b>18,372</b>	<b>20,774</b>	<b>23,505</b>
%销售收入	9.5%	12.1%	15.0%	13.6%	12.9%	12.1%	短期借款	5,478	5,460	6,452	5,278	5,378	5,217
财务费用	-526	-539	-590	-357	-360	-355	应付款项	1,692	2,053	2,425	2,244	3,200	4,353
%销售收入	4.8%	5.2%	5.5%	2.9%	2.1%	1.5%	其他流动负债	191	186	263	373	521	691
资产减值损失	-35	4	-10	0	0	0	流动负债	7,361	7,698	9,140	7,896	9,098	10,261
公允价值变动收益	0	-3	3	0	0	0	长期贷款	1,644	1,007	1,720	1,720	1,720	1,721
投资收益	6	-56	-136	-6	-6	-6	其他长期负债	1,363	1,763	1,464	497	497	497
%税前利润	1.3%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	<b>负债</b>	<b>10,368</b>	<b>10,468</b>	<b>12,324</b>	<b>10,113</b>	<b>11,315</b>	<b>12,479</b>
营业利润	480	668	886	1,333	1,886	2,498	<b>普通股股东权益</b>	<b>5,091</b>	<b>5,421</b>	<b>6,986</b>	<b>7,846</b>	<b>9,039</b>	<b>10,600</b>
%利润率	4.4%	6.4%	8.2%	10.7%	10.8%	10.6%	少数股东权益	431	404	408	414	420	426
营业外收支	-23	16	154	108	110	112	<b>负债股东权益合计</b>	<b>15,890</b>	<b>16,293</b>	<b>19,718</b>	<b>18,372</b>	<b>20,774</b>	<b>23,505</b>
税前利润	457	683	1,040	1,441	1,996	2,611	<b>比率分析</b>						
利润率	4.2%	6.5%	9.6%	11.6%	11.4%	11.1%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-139	-136	-285	-360	-499	-653	<b>每股指标</b>						
所得税率	30.4%	20.0%	27.4%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.25	0.20	0.26	0.42	0.59	0.77
净利润	318	547	755	1,081	1,497	1,958	每股净资产	4.43	2.36	2.75	3.09	3.56	4.18
少数股东损益	33	78	88	6	6	6	每股经营现金净流	1.25	1.13	0.27	1.25	0.73	0.87
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>285</b>	<b>469</b>	<b>667</b>	<b>1,075</b>	<b>1,491</b>	<b>1,952</b>	每股股利	0.10	0.05	0.05	0.08	0.12	0.15
净利率	2.6%	4.5%	6.2%	8.6%	8.5%	8.3%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	5.59%	8.65%	9.54%	13.70%	16.50%	18.41%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	1.79%	2.88%	3.38%	5.85%	7.18%	8.30%
净利润	318	547	755	1,081	1,497	1,958	投入资本收益率	5.36%	7.72%	7.32%	8.08%	9.90%	11.62%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	771	751	758	817	870	925	主营业务收入增长率	4.67%	-4.01%	3.51%	15.25%	40.23%	34.54%
非经营收益	431	551	617	453	287	283	EBIT 增长率	32.90%	21.94%	28.35%	4.72%	32.70%	27.00%
营运资金变动	-84	759	-1,444	811	-797	-959	净利润增长率	61.40%	64.71%	42.20%	61.24%	38.71%	30.92%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,436</b>	<b>2,608</b>	<b>685</b>	<b>3,162</b>	<b>1,856</b>	<b>2,207</b>	总资产增长率	4.73%	2.54%	21.02%	-6.82%	13.07%	13.15%
资本开支	-926	-1,924	-2,611	-713	-1,168	-1,230	<b>资产管理能力</b>						
投资	39	0	447	-1	0	0	应收账款周转天数	20	24	28	23	23	23
其他	0	-50	-36	-6	-6	-6	存货周转天数	53	54	56	53	53	53
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-886</b>	<b>-1,974</b>	<b>-2,199</b>	<b>-720</b>	<b>-1,174</b>	<b>-1,236</b>	应付账款周转天数	45	54	60	50	50	50
股权募资	997	6	1,005	0	0	0	固定资产周转天数	262	270	291	245	169	121
债权募资	113	-555	1,320	-2,140	99	-160	<b>偿债能力</b>						
其他	-1,164	-635	-264	-388	-606	-688	净负债/股东权益	112.73%	100.16%	96.58%	73.29%	63.20%	51.64%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-54</b>	<b>-1,184</b>	<b>2,061</b>	<b>-2,528</b>	<b>-507</b>	<b>-847</b>	EBIT 利息保障倍数	2.0	2.3	2.7	4.7	6.3	8.1
<b>现金净流量</b>	<b>495</b>	<b>-549</b>	<b>547</b>	<b>-86</b>	<b>176</b>	<b>123</b>	资产负债率	65.25%	64.25%	62.50%	55.04%	54.47%	53.09%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-12-06	买入	6.80	9.40~9.40

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

### 特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用;非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

#### 上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

#### 北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

#### 深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD