

太阳纸业(002078.SZ)/造纸

手心的“太阳”，特别明亮

评级：买入（增持）

市场价格：8.82元

目标价格：11.7元

分析师：葛慧

执业证书编号：S0740510120023

电话：021-20315133

联系人：蒋正山

电话：021-20315191

 Email: jiangzs@r.qizq.com.cn

联系人：徐稚涵

 Email: xuzh01@r.qizq.com.cn

感谢实习生徐偲对本报告的数据支持

基本状况

总股本(百万股)	2536
流通股本(百万股)	2530
市价(元)	8.82
市值(百万元)	22366
流通市值(百万元)	22313

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 《造纸的夏天是什么味道》
- 《造纸行情能持续多久？》

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	10,825	14,455	18,642	21,141	23,840
增长率 yoy%	3.5%	33.5%	29.0%	13.4%	12.8%
净利润	667	1,057	1,828	2,281	2,831
增长率 yoy%	42.2%	58.5%	73.0%	24.7%	24.1%
每股收益(元)	0.26	0.42	0.72	0.90	1.12
每股现金流量	0.27	1.11	1.01	1.34	1.54
净资产收益率	9.5%	13.3%	17.1%	16.1%	15.8%
P/E	21.4	16.0	12.2	9.8	7.9
PEG	0.5	0.3	0.2	0.4	0.3
P/B	2.0	2.1	2.9	2.8	2.6

备注：净资产收益率所用净利润为扣除少数股东损益前数据

投资要点

- 太阳纸业是一家全球先进的跨国造纸集团和林浆纸一体化企业。2016年公司主营业务收入中，纸品占70%，纸浆占24.7%，电及蒸汽等其他业务占5.3%。随着公司“四三三”战略格局的逐步推进，业绩提升显著。公司2016年主营业务收入145亿，同比增长33.6%；实现归母净利润10.6亿元，同比增长58.5%。2017H1公司业绩再度闪耀，实现主营业务收入87亿元，同比增长32.6%；归母净利润为8.7亿元，同比增长148.2%。
- 从行业层面来看，造纸行业目前处于景气周期，各类纸及纸制品价格持续上涨，叠加环保因素和旺季需求端提振，纸价有望继续上扬。行业格局上，铜版纸集中度高且未来两年无新增产能投放，利好龙头企业。溶解浆方面，目前供需缺口较为明显，替代品棉花也因供需缺口价格易涨难跌，同时考虑需求端旺季从8月开始，浆价继续上行有望。
- 我们看好太阳纸业作为行业龙头，在未来产能扩张战略下市占率提升，未来三年营业收入复合增速有望达到23%，核心业绩增长点包括：(1)2017年箱板纸产能集中释放；(2)2018年一季度20万吨高档特种纸项目投产；(3)2018年二季度老挝30万吨化学浆项目投产。(4)2018年三季度80万吨箱板纸产能投产。同时，受益于成本控制能力和林浆纸一体化产业布局，公司主要产品毛利水平持续提升，且大幅领先于同行业公司。
- 太阳纸业作为行业内龙头企业，以明确的战略布局、先进的生产技术和出色的成本管理能力构筑核心竞争力。公司自2012年以来净利润CARG达到56.5%，盈利成长能力出众。2016年公司ROE为14.14%，在行业内名列前茅。当前PE(TTM)为14倍，不论从历史估值、行业对比还是国际对标角度分析，估值都有较大提升空间。
- 公司未来三年产能的逐渐投放和核心竞争力更上一层楼有望助力业绩腾飞。我们预计公司2017-19年销售收入186、211、238亿元，同比增长29.0%、13.4%、12.8%；实现归属于母公司净利润18.3、22.8、28.3亿元，同比增长73.0%、24.7%、24.1%；对应EPS为0.72、0.90、1.12元。给予2018年13倍PE，对应目标价格11.7元，给予“买入”评级。

风险提示：原材料价格大幅上涨风险、宏观经济波动风险、海外投资政策风险

内容目录

国内造纸行业龙头，扩张中的东方太阳.....	- 6 -
林浆纸一体化布局，打造高速增长的巨龙.....	- 6 -
三十年专注造纸业，“四三三”战略助增长.....	- 7 -
股权结构较为集中，激励计划凝聚人心.....	- 9 -
三大产业齐头并进，业绩成长持续性凸显.....	- 11 -
传统纸篇：转型扩张促发展，大势东风助增长.....	- 11 -
纸业大势分析：供给收紧，需求分化.....	- 11 -
公司层面核心看点：文化纸看毛利，铜版纸看大势，箱板纸看扩张.....	- 15 -
浆类篇：行业高速增长，公司优势显著.....	- 18 -
行业篇：粘胶纤维势头迅猛，替代效应逐步显现.....	- 18 -
公司看点：行业龙头，布局清晰，技术领先，成本较低.....	- 20 -
生活用纸篇：“舒芽奇”加养老，大刀阔斧进快消.....	- 22 -
着眼未来，天然“舒芽奇”闪耀登场.....	- 22 -
进军养老业，试水成人纸尿裤市场.....	- 26 -
净资产收益率领先，低估值的行业翘楚.....	- 27 -
净利提升，杠杆回调，净资产收益率提升显著.....	- 27 -
估值分析：被低估的龙头企业.....	- 29 -
投资建议.....	- 31 -
风险提示.....	- 32 -
原材料价格大幅上涨风险.....	- 32 -
宏观经济波动风险.....	- 32 -
海外投资政策风险.....	- 33 -

图表目录

图表 1：2016 年太阳纸业各业务收入分布.....	- 6 -
图表 2：2016 年太阳纸业各业务毛利贡献.....	- 6 -
图表 3：2016 年我国造纸业 TOP10 产量及占比.....	- 6 -
图表 4：2016 年造纸业 TOP10 主营收入及增速.....	- 6 -
图表 5：图解太阳纸业发展历程.....	- 7 -
图表 6：太阳纸业各年度固定资产及增速.....	- 7 -
图表 7：太阳纸业年产量情况回顾.....	- 7 -
图表 8：太阳纸业 2011 各产品收入占比.....	- 8 -
图表 9：太阳纸业毛利及毛利率变化.....	- 8 -
图表 10：铜版纸在 2011 年经历了大幅下跌.....	- 8 -
图表 11：双胶纸在 2011 年经历了大幅下跌.....	- 8 -
图表 12：上市以来太阳纸业产能变化汇总.....	- 9 -
图表 13：太阳纸业主营业务收入及增速.....	- 9 -

图表 14: 太阳纸业归母净利润及增速.....	- 9 -
图表 15: 太阳纸业股权结构.....	- 10 -
图表 16: 太阳纸业限制性激励计划完成情况回顾.....	- 10 -
图表 17: 造纸行业年产能情况回顾.....	- 11 -
图表 18: 造纸行业销售利润率趋势.....	- 11 -
图表 19: 造纸及纸制品行业企业单位数.....	- 12 -
图表 20: “十二五”期间落后产能淘汰情况.....	- 12 -
图表 21: 造纸行业 TOP10 企业份额持续上升.....	- 12 -
图表 22: 环保政策背景梳理.....	- 12 -
图表 23: 2016 年造纸行业各纸种占比.....	- 13 -
图表 24: 2011-2016 年各纸种增长情况.....	- 13 -
图表 25: 各纸种需求淡旺季分析.....	- 13 -
图表 26: 双胶纸和木浆价格变动趋势.....	- 14 -
图表 27: 双胶纸与原材料价格回归分析.....	- 14 -
图表 28: 铜版纸和木浆价格变动趋势.....	- 14 -
图表 29: 铜版纸与原材料价格回归分析.....	- 14 -
图表 30: 箱板纸和废纸价格变动趋势.....	- 15 -
图表 31: 箱板纸与原材料价格回归分析.....	- 15 -
图表 32: 太阳纸业文化纸收入及占比情况.....	- 15 -
图表 33: 太阳纸业文化纸毛利及毛利率趋势.....	- 15 -
图表 34: 太阳纸业铜版纸收入及占比情况.....	- 16 -
图表 35: 铜版纸行业企业市场份额情况.....	- 16 -
图表 36: 铜版纸产能、产量、开工率趋势.....	- 16 -
图表 37: 铜版纸行业龙头毛利水平对比.....	- 16 -
图表 38: 箱板纸产能、产量、开工率趋势.....	- 17 -
图表 39: 箱板纸上市公司 2016 年毛利率对比.....	- 17 -
图表 40: 太阳纸业纸品产能扩张计划.....	- 18 -
图表 41: 太阳纸业纸制品产量、销量、库存情况.....	- 18 -
图表 42: 图解服装面料原材料及其关系.....	- 18 -
图表 43: 三大类纤维材料的占比情况.....	- 19 -
图表 44: 粘胶纤维产能稳步提升.....	- 19 -
图表 45: 溶解浆进口量变化情况.....	- 19 -
图表 46: 溶解浆国内外新增产能统计.....	- 19 -
图表 47: 全球棉花供给量减少.....	- 20 -
图表 48: 棉花、粘胶纤维、溶解浆价格正相关.....	- 20 -

图表 49: 布匹月产量统计 (亿米)	- 20 -
图表 50: 粘胶纤维月产量统计 (吨)	- 20 -
图表 51: 溶解浆国内产能分布	- 21 -
图表 52: 溶解浆行业上市公司毛利水平对比	- 21 -
图表 53: 太阳纸业溶解浆技术创新成果汇总	- 21 -
图表 54: 太阳纸业化机浆毛利水平变化趋势	- 22 -
图表 55: 化机浆与下游纸种存在价格正相关性	- 22 -
图表 56: 太阳纸业传统纸品毛利及占比变化	- 22 -
图表 57: 太阳纸业纸浆与生活用纸毛利及占比变化	- 22 -
图表 58: 舒芽奇亮相第 17 届 CBME 展会	- 23 -
图表 59: 舒芽奇登陆京东商城	- 23 -
图表 60: 我国纸尿裤市场规模	- 23 -
图表 61: 我国 0-2 岁新生儿人口数 (万)	- 23 -
图表 62: 我国及发达国家纸尿裤渗透率	- 24 -
图表 63: 我国及发达国家纸尿裤使用量及单片价格	- 24 -
图表 64: 纸尿裤各品牌市场份额	- 24 -
图表 65: 消费者对纸尿裤的功能诉求	- 24 -
图表 66: 纸尿裤各主要品牌简介	- 25 -
图表 67: 纸尿裤销售渠道	- 25 -
图表 68: 线上交易发展规模发展迅速	- 25 -
图表 69: 母婴用品线上交易保持 20% 以上增速	- 26 -
图表 70: 母婴用品线上渗透率仅为 6%	- 26 -
图表 71: 我国 65 岁以上人口数及占比	- 26 -
图表 72: 成人纸尿裤市场规模及增速	- 26 -
图表 73: 国内成人失禁用品的主要生产企业	- 27 -
图表 74: 成人失禁用品生产商市场份额 (按产量)	- 27 -
图表 75: 2012 年以来太阳纸业 ROE 逐年提升	- 27 -
图表 76: 造纸业龙头企业 ROE 对比	- 27 -
图表 77: 2012 年以来太阳纸业净利率逐年提升	- 28 -
图表 78: 太阳纸业净利率水平业内领先	- 28 -
图表 79: 公司主要产品毛利水平大幅改善	- 28 -
图表 80: 太阳纸业三费变化情况	- 28 -
图表 81: 太阳纸业资产周转率变化情况	- 29 -
图表 82: 造纸业龙头企业资产周转率对比	- 29 -
图表 83: 2012 年以来太阳纸业杠杆水平逐年下降	- 29 -

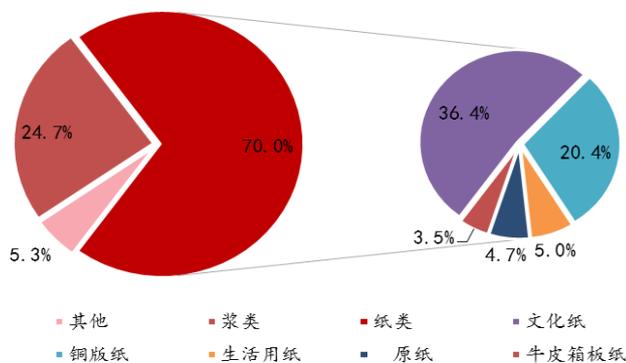
图表 84: 造纸业龙头企业杠杆水平对比	- 29 -
图表 85: 太阳纸业历史 PE 变动情况.....	- 30 -
图表 86: 太阳纸业历史 PB 变动情况.....	- 30 -
图表 87: 造纸业龙头 PE 值对比	- 30 -
图表 88: 造纸业龙头 EV/EBITDA 对比.....	- 30 -
图表 89: 国内外造纸龙头估值对比 (1)	- 31 -
图表 90: 国内外造纸龙头估值对比 (2)	- 31 -
图表 91: 太阳纸业三大财务报表	- 32 -

国内造纸行业龙头，扩张中的东方太阳

林浆纸一体化布局，打造高速增长的巨龙

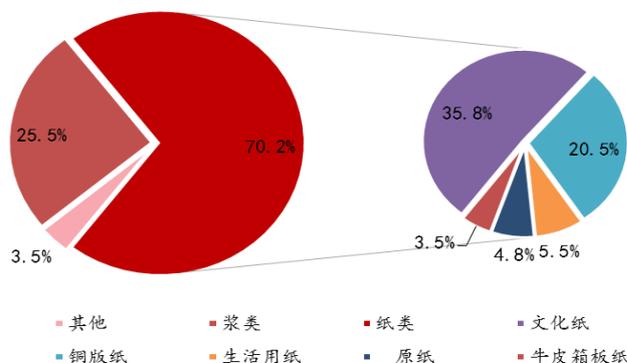
- 太阳纸业是一家全球先进的跨国造纸集团和林浆纸一体化企业。公司主导产品包括文化用纸、铜版纸、包装纸、生活用纸、特种纤维溶解浆五大系列。集团拥有金太阳、华夏太阳、天阳、幸福阳光、威尔等主要品牌，其中，“金太阳”商标为中国驰名商标。2016年公司主营业务收入中，纸品占70%，纸浆占24.7%，电及蒸汽等其他业务占5.3%。三大块业务分别贡献公司毛利收入的70.2%，25.5%和3.5%。

图表 1：2016 年太阳纸业各业务收入分布



来源：公司年报、中泰证券研究所

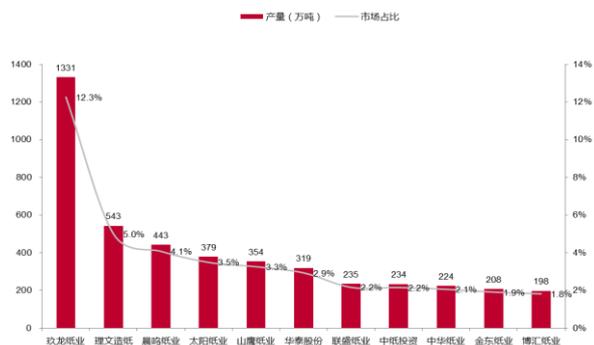
图表 2：2016 年太阳纸业各业务毛利贡献



来源：公司年报、中泰证券研究所

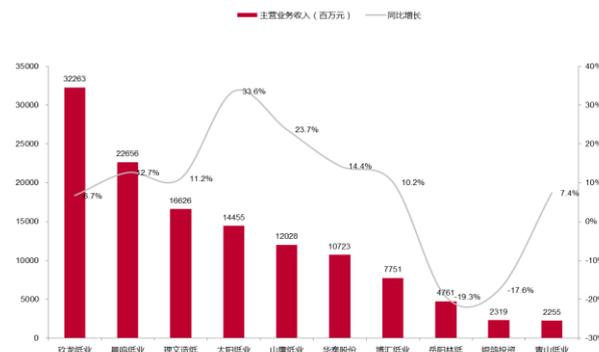
- 2016年太阳纸业浆纸产量379万吨，占我国纸及纸制品总产量的3.5%，位列行业第四。2017年公司浆纸总产能预计达到452万吨，并有200万吨的纸及纸浆产品产能正在海内外建设中，预计于2018年开始陆续投产并成为公司主要业绩增长点。公司2016年实现主营业务收入145亿元，同比增长33.6%。实现归母净利润10.6亿元，同比增长58.5%。以主营业务收入计算，公司规模在行业内同样排名第四。公司业绩增长率则在TOP10龙头企业中最高。2017年上半年，太阳纸业业绩再创佳绩，实现主营业务收入87亿元，同比增长32.6%。归母净利润为8.7亿元，同比增长148.2%。

图表 3：2016 年我国造纸业 TOP10 产量及占比



来源：造纸业协会、中泰证券研究所

图表 4：2016 年造纸业 TOP10 主营收入及增速



来源：Wind、中泰证券研究所

三十年专注造纸业，“四三三”战略助增长

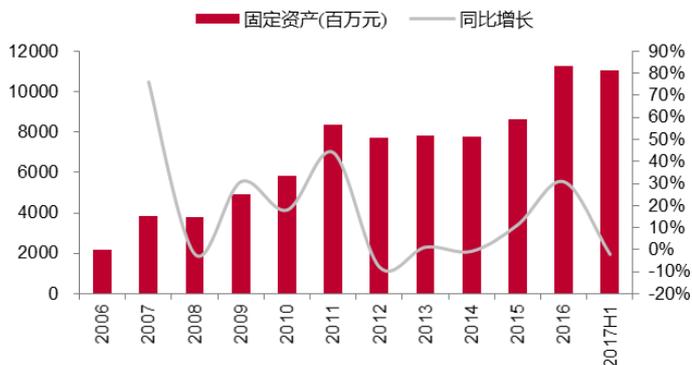
- 太阳纸业成立于 1982 年，创业之初公司只有三十余人。经过二十多年的辛勤耕耘，公司迎来了具有里程碑意义的一年。太阳纸业于 2006 年在深交所上市，并从此走上了扩张发展的快车道。2006 年上市时公司固定资产 22 亿元，2017H1 增至 110 亿元。2006 年各类产品年产量仅 119 万吨，主要产品线局限于涂布纸板、原纸和文化用纸。上市之后公司融资渠道拓宽，产品线和生产能力迅速成长。预计 2017 年产量可达 420 万吨，产品线涵盖文化纸、铜版纸、包装纸、生活用纸和纸浆等多个大类。

图表 5：图解太阳纸业发展历程



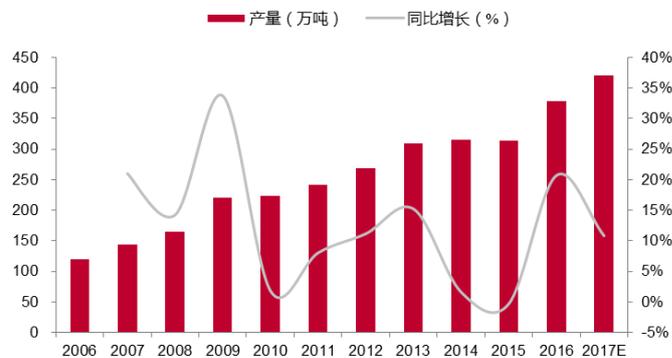
来源：公司官网、中泰证券研究所

图表 6：太阳纸业各年度固定资产及增速



来源：公司年报、中泰证券研究所

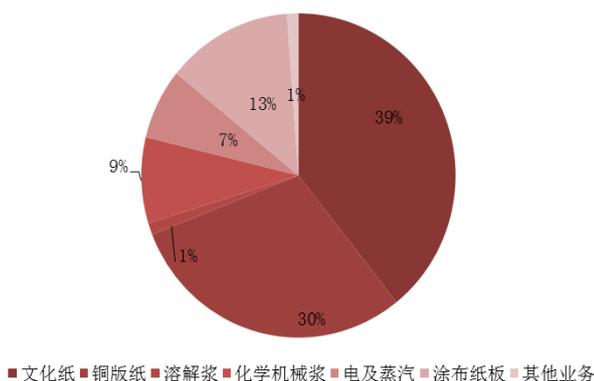
图表 7：太阳纸业年产量情况回顾



来源：造纸业协会、中泰证券研究所

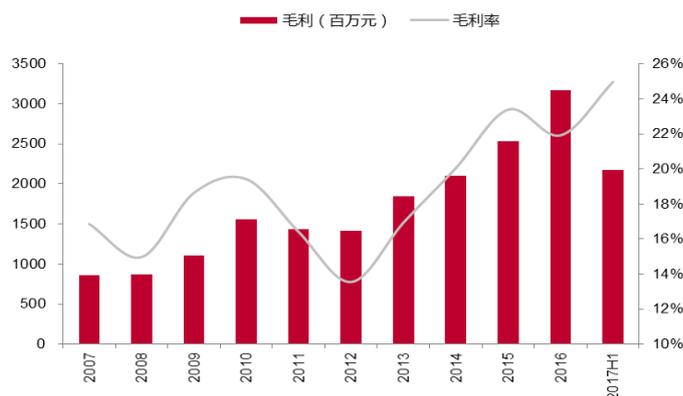
■ 虽然上市后公司规模和生产能力不断扩张，太阳纸业在经营端的发展却并非一帆风顺。上市之初，公司凭借融资渠道的拓宽以及良好的市场机遇，在 2006 年至 2010 年间取得较好的收入和利润增长。但当时公司对非涂布文化纸和铜版纸的依赖过于明显，2011 年这两大纸种占公司主营业务收入收入的 70%。伴随 2011 年铜版纸和双胶纸的价格大幅下跌太阳纸业盈利能力遭遇重创，毛利水平由 2010 年的 19.4% 下滑至 2012 年的 13.6%，归母净利润则在 2011 年和 2012 年分别下降 22% 和 65%。

图表 8：太阳纸业 2011 各产品收入占比



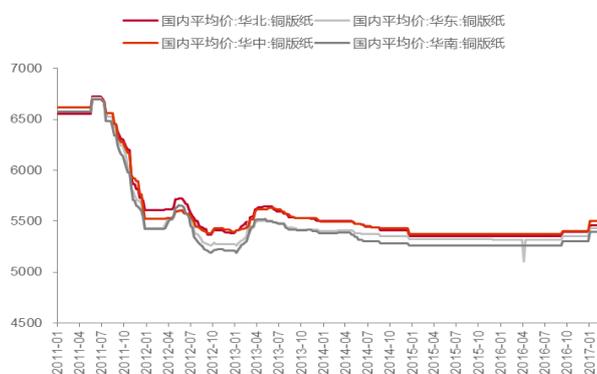
来源：公司年报、中泰证券研究所

图表 9：太阳纸业毛利及毛利率变化



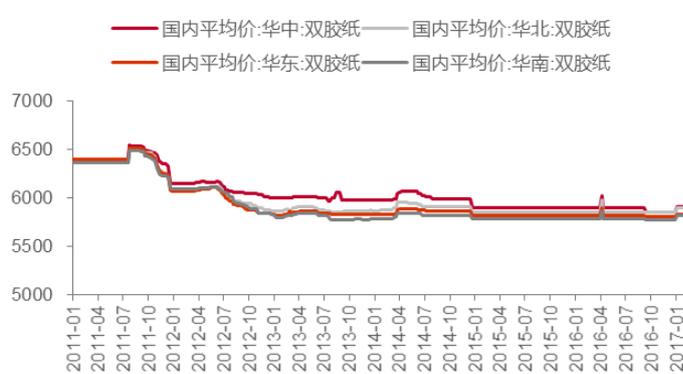
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 10：铜版纸在 2011 年经历了大幅下跌



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 11：双胶纸在 2011 年经历了大幅下跌



来源：Wind、中泰证券研究所

■ 痛定思痛，公司管理层逐渐意识到产品线过于集中会导致公司对市场风险抵御能力薄弱的问题，2013 年，太阳纸业提出“调结构、转方式”的发展思路，提出“四三三”战略规划，暨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，使三大产业齐头并进，相互支撑，逐步构造纸产品占 40%、生物质新材料占 30%、快速消费品占 30%的“四三三”利润格局。此后随着“四三三”战略的提出，太阳纸业着力于产品结构调整和淘汰落后产能，发展适合市场的产品。公司逐步转产了较为落后的涂布文化纸，大力发展溶解浆和化机浆业务，推出生活用纸系列，并于 2016 年开始投产更具发展潜力的箱板纸产品。截止 2016

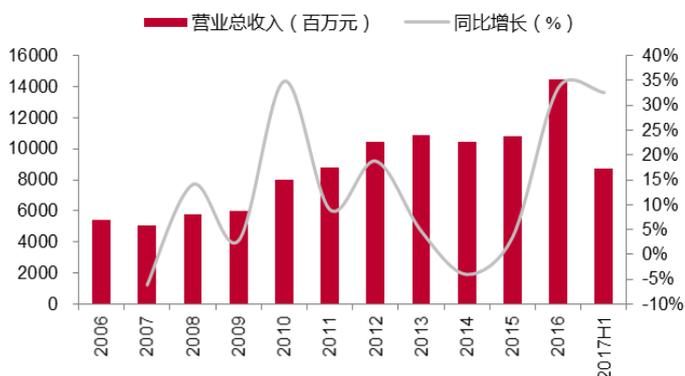
年，公司溶解浆和化机浆业务已初具规模，贡献 25% 的主营业务收入和 22% 的利润。同时，公司进军快速消费品领域的计划也在有条不紊地进行中。在“四三三”战略布局的指引下，2012 年到 2016 年间，公司主营业务收入从 104 亿元提升至 145 亿元，CARG 为 8.6%。归母净利润由 1.8 亿元提升至 10.6 亿元，CARG 为 56.5%。

图表 12：上市以来太阳纸业产能变化汇总

纸种	2006	2008	2011	2014	2015	2016	2017E	备注
涂布纸板	75	78	100					
铜版纸	15	40	40	90	90	90	90	铜版纸产能国内第三
文化纸	15	45	50	100	100	100	100	
原纸及其他	12	15	15	50	50	50	50	
溶解浆			15	15	50	50	50	中国最大，全球第三溶解浆供应商
化机浆		10	50	70	70	70	70	世界最大的单一产区化机浆生产基地
箱板纸						50	80	
生活用纸				12	12	12	12	生活用纸品牌“幸福阳光”已经跻身行业前十，获得美国FDA食品级认证
合计	117	188	270	337	372	422	452	

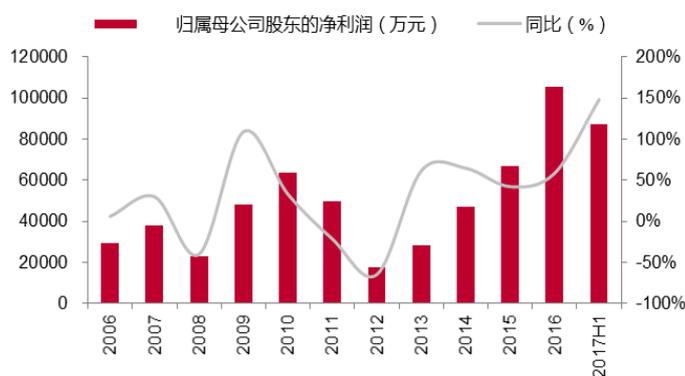
来源：公司年报、中泰证券研究所

图表 13：太阳纸业主营业务收入及增速



来源：Wind、中泰证券研究所

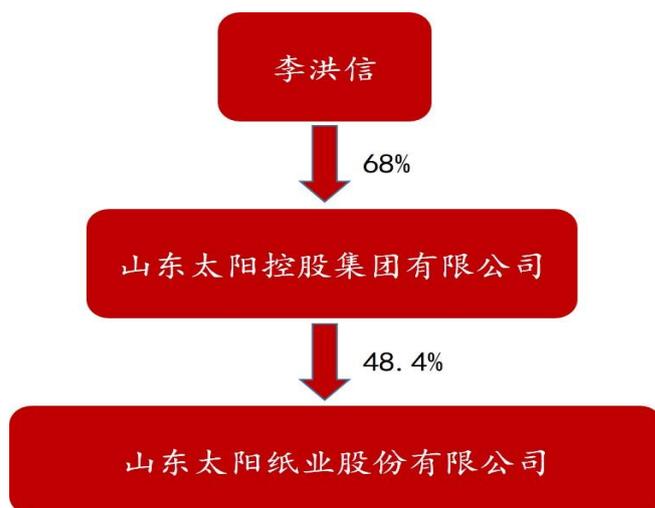
图表 14：太阳纸业归母净利润及增速



来源：Wind、中泰证券研究所

股权结构较为集中，激励计划凝聚人心

- 太阳纸业当前总股本 25.4 亿股，公司控股股东为山东太阳控股集团有限公司，公司实际控制人为李洪信。董事长及家族成员共持有公司 48.4% 的股份，股权结构较为集中。较为集中的股权结构能够保证公司政策被高效地执行。

图表 15：太阳纸业股权结构


来源：公司公告、中泰证券研究所

- 太阳纸业一直以来强调人才是公司的第一资源，坚持推行以人为本的理念。特别是对于高端人才，太阳纸业拥有一套独特的人才管理模式。现有核心管理团队成员多为公司创始人，任职年限在二十年以上，团队能力突出，忠诚度高。**2014 年纸业推出股权激励方案，向包括公司董事、高级管理人员、核心技术人员和公司认定的中层管理人员在内的 179 人授予 3146 万股限制性股票，约占总股本的 1.4%，**以保证管理与核心技术团队利益与目标与公司相一致。同时，公司为激励计划设定了异常严格的解锁条件，即：2014-2016 年公司归母净利润较 2013 年增长分别不低于 60%，130%和 240%；ROE 分别不低于 8%，11%和 15%。目前，前两个解锁期成就已通过公司公告宣布达成，合计解除限售股份数 2464.8 万股。

图表 16：太阳纸业限制性激励计划完成情况回顾

年份	解锁股份占比	可解锁股份条件	实际完成情况	解除限售股份数（万股）	相关公告
2014	40%	归母净利润较2013年增长不低于60%，ROE不低于8%。	2014 年归属于上市公司股东的净利润为 46,881 万元，较 2013 年增长 64.71%；加权平均净资产收益率为 8.94%。	1258.4	关于限制性股票激励计划第一个解锁期解锁条件成就的公告
2015	40%	归母净利润较2013年增长不低于130%，ROE不低于11%。	2015 年归属于上市公司股东的净利润为 66,665.54 万元，较 2013 年增长 134.22%；加权平均净资产收益率为 11.52%。	1206.4	关于限制性股票激励计划第二个解锁期解锁条件成就的公告
2016	20%	归母净利润较2013年增长不低于240%，ROE不低于15%。			

来源：公司公告、中泰证券研究所

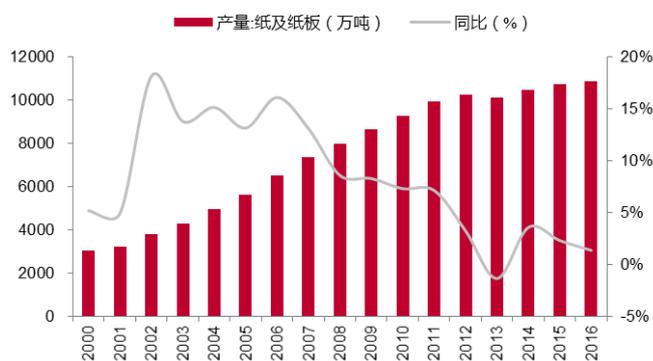
三大产业齐头并进，业绩成长持续性凸显

传统纸篇：转型扩张促发展，大势东风助增长

纸业大势分析：供给收紧，需求分化

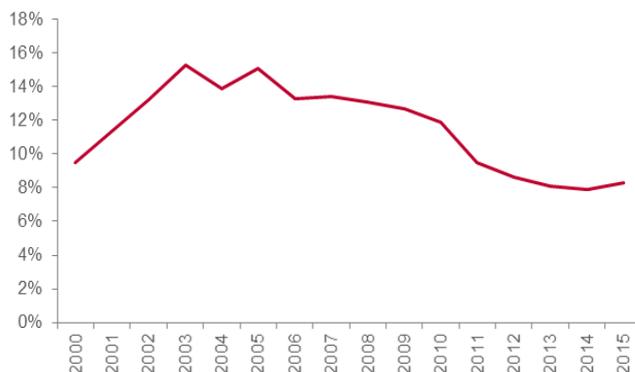
- **产量增速放缓，盈利能力下滑：**进入 21 世纪以来，我国造纸业发展势头迅猛。根据造纸业协会统计数据，2016 年造纸行业总产量为 10855 万吨，2000 年至 2016 年产量年复合增长率分别为 8%。但造纸业总体产量增速近年有明显放缓的趋势，2015 年和 2016 年产量同比增长率仅为 2% 和 1%。同时观察到，造纸行业企业盈利能力逐年下降，销售利润率由 2005 年的 15.1% 一路下滑至 2015 年的 8.3%。究其原因，是由于行业内产能过剩和结构不合理导致的。因此，淘汰落后产能，优化产业结构依然是未来几年的行业大趋势。

图表 17：造纸行业年产能情况回顾



来源：造纸业协会、中泰证券研究所

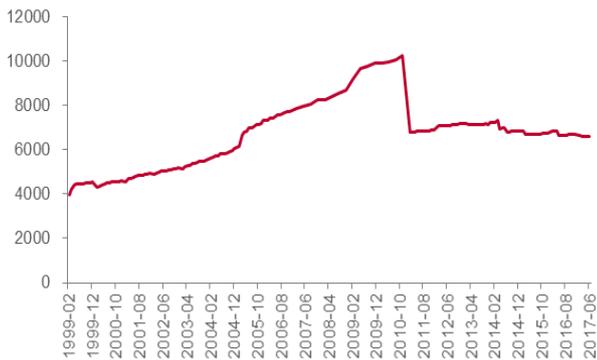
图表 18：造纸行业销售利润率趋势



来源：Wind、中泰证券研究所

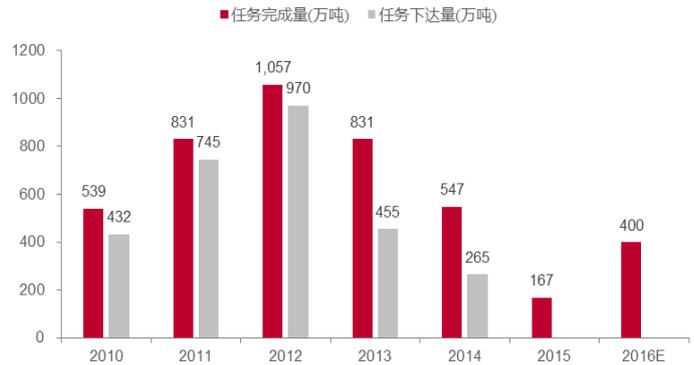
- **淘汰落后产能，行业龙头受益：**随着“十二五”期间供给侧改革的逐步推行，我国造纸业淘汰落后产能战略的效果也逐步显现。对比 2010 年和 2017 年数据，造纸及纸制品业企业数量由 10621 家下降至 6594 家。2010-2015 年全行业累计淘汰落后产能 3972 万吨。得益于产能落后的中小企业退出行业，业内龙头企业市场份额得以稳步提升。根据中国造纸业协会数据，我们按照龙头企业产量统计发现，2011 年中国造纸业 TOP10 龙头企业市场份额为 28.1%，到 2016 年 TOP10 企业市场份额提升至 37.1%。我们认为行业集中度有望继续提升，主要逻辑来自环保政策层面：2016 年 11 月，国办印发了《控制污染物排放许可证制实施方案》，规定在 2017 年 6 月 30 日之前完成造纸业排污许可证的申请和核发工作，环保战役的序幕由此拉开。此后中央先后分三批派出环保督查组进入各地巡视，对环保不达标企业实行停业或整顿。预计后续巡视力度还会继续加强。此外，国办今年 7 月 18 日印发了《禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》，将对混合废纸进口加以系统性限制，中小企业的原料来源可能被切断，导致其生产成本大幅提升。综合考虑国家环保政策收紧的大背景，产能淘汰和龙头企业份额扩张的趋势有望得以持续。

图表 19: 造纸及纸制品行业企业单位数



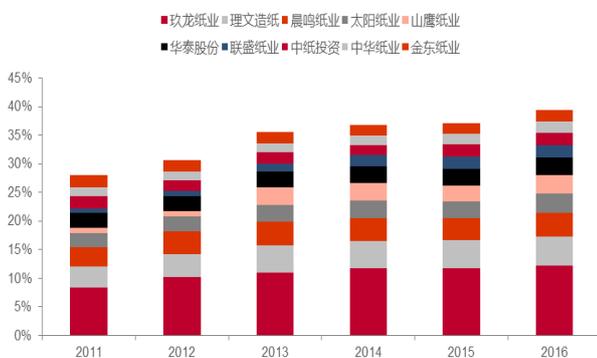
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 20: “十二五”期间落后产能淘汰情况



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 21: 造纸行业 TOP10 企业份额持续上升



来源: 造纸业协会、中泰证券研究所

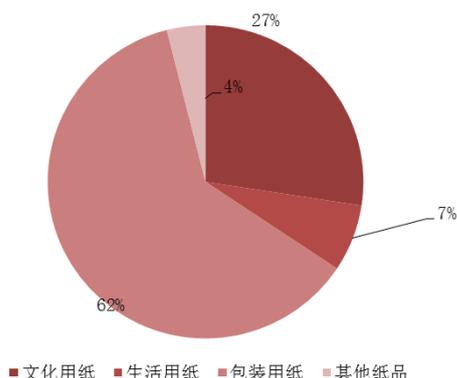
图表 22: 环保政策背景梳理

时间	事件
2016.11.10	国务院办公厅印发《控制污染物排放许可制实施方案》，根据方案将分行业推进排污许可管理，逐步实现排污许可证全覆盖。在2017年6月30日前，完成全国火电和造纸行业企业排污许可证申请与核发，试点北京市、保定市、廊坊市、衡水市的钢铁、水泥高排放排污许可证申请与核发。从2017年7月1日起，上述行业企业应持证排污，建立自行监测、信息公开、记录台账及定期报告制度。在2017年底前，将核发造纸、印染等行业的排污许可证，建成全国排污许可证管理信息平台。2020年全国基本完成排污许可证核发，实现“一企一证”。
2016.11.25	2016年第二批环境保护督察工作全面启动，已组建7个中央环境保护督察组，分别负责对北京、上海、湖北、广东、重庆、陕西、甘肃等7个省(市)开展环境保护督察工作。
2016.12	《水污染防治法》时隔8年再修订，与新修订的环保法相衔接，进一步加大了对企业超标、超总量排放等的处罚力度，违法排污企业将面临更高罚金。
2017.4	《国家环境保护标准“十三五”发展规划》提出完善造纸等行业水污染物排放标准技术内容，开展造纸等重点行业及通用工序最佳可行技术指南编制，明确基于排放标准的各污染物达标可行技术及管理要求。
2017.4.19	中央深改组审议通过《关于禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》；完善固体废物进口管理制度，分行业分种类制定禁止固体废物进口的时间表，分批分类调整进口管理目录，大幅减少进口种类和数量。要加强固体废物回收利用管理，发展循环经济。
2017.7.1	2017年7月1日，环保部开始进行打击进口废物加工利用企业环境违法行为专项行动。
2018.1.1	《环保税法》将于2018年初正式实施，将实现排污费制度向环保税制度的平衡转移。纳税人为在我国领域和管辖海域直接向环境排放应税污染物的企业事业单位和其他生产经营者，征税对象则为大气污染物、水污染物、固体废物和噪声。

来源: 中泰环保、中泰证券研究所

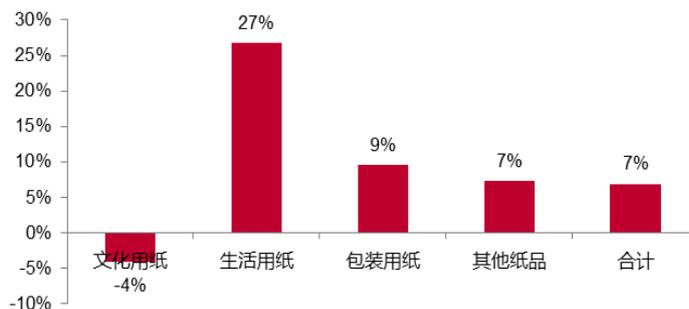
■ **总体需求平稳，内部分化明显：**按照中国造纸业协会的标准，纸类可以细分为文化用纸、包装用纸、生活用纸和其他纸种。其中文化纸又可以细分为新闻纸、未涂布印刷书写纸和涂布印刷书写纸（主要是铜版纸）。包装纸则可以进一步划分为白板纸、箱板纸、瓦楞纸等纸种。生活用纸主要包括卫生纸、卫生巾和纸尿裤等。2016年我国文化用纸、包装用纸和生活用纸分别占比62%、27%和7%。从细分市场演变来看，2011年至2016年文化用纸消费量下降4%，包装用纸和生活用纸则分别上涨9%和27%。文化用纸消费下降主要是受数码设备爆炸式发展带来的无纸化趋势影响；包装用纸因其三个下游行业-零售业、出口业和物流业需求的拉动出现增长；生活用纸则受益于人均可支配收入的提升和二胎政策的开放涨势最为迅猛。

图表 23：2016 年造纸行业各纸种占比



来源：造纸业协会、中泰证券研究所

图表 24：2011-2016 年各纸种增长情况



来源：造纸业协会、中泰证券研究所

■ **季节特征明显，旺季即将来临：**造纸业受下游需求的影响，呈现明显的季节性。根据我们对公开资料的统计和分析，**各类纸种从 9 月份开始均将进入全年旺季。**文化纸及铜版纸方面，下游需求因春季教材备货需求增加。箱板瓦楞纸方面，下游零售、出口和快递行业均在 9 月开始进入旺季。生活用纸方面，纸尿裤也会因天气转凉而出现消费需求上升。因此，我们认为在下游需求的季节性支撑下，造纸业在今年后续时间的走势依然向好。

图表 25：各纸种需求淡旺季分析

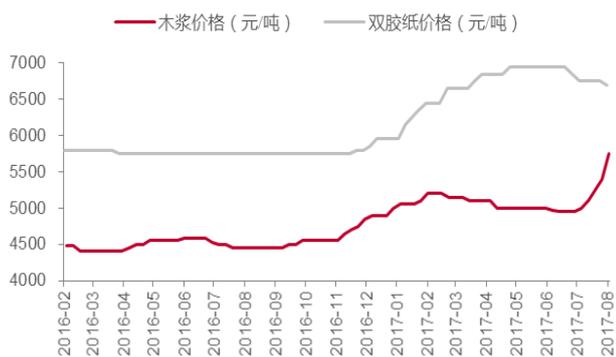
月份/纸种	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	周期敏感性	
文化用纸	新闻纸	平	平	淡	淡	淡	平	平	平	旺	旺	旺	旺	低
	铜版纸	平	淡	旺	旺	旺	平	淡	淡	趋旺	旺	旺	旺	烟包用单铜低，其他高
	双胶纸	平	淡	旺	旺	旺	平	平	淡季	旺	旺	旺	旺趋平	低
包装用纸	白卡纸	旺	渐平	平	淡	淡	淡	淡	平	渐旺	旺	旺	旺	低
	箱板纸、瓦楞纸	渐平	平	旺	渐淡	淡	回暖	回暖	平	渐旺	旺	旺	旺	高
生活用纸	纸尿裤	渐平	平	平	较旺	淡	淡	淡	趋旺	旺	旺	旺	旺	低
	卫生纸、卫生巾	无明显季节性变化												低

来源：中泰证券研究所

■ **价格大势乐观，公司盈利看涨：**我们对 2016 年以来双胶纸、铜版纸和箱板纸价格走势进行了分析，结果表明，在前述行业内部供需变化、产能下降以及原材料成本上涨等因素的协同作用下，各纸种均出现大幅上

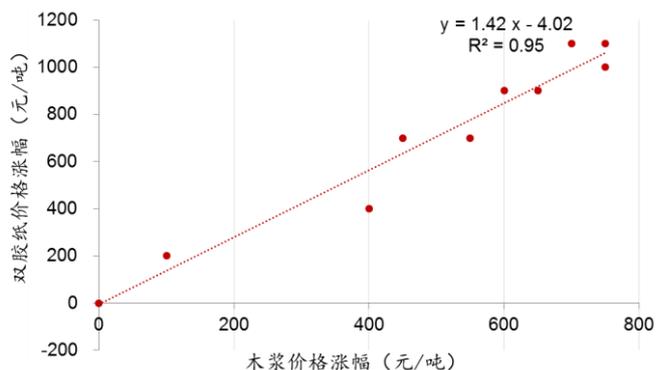
涨。其中，双胶纸吨价从去年 11 月的 5750 元持续上涨，至今年 5 月达到峰值 6950 元，涨幅为 21%；铜版纸方面，去年 10 月吨价格为 5300 元，今年 4 月涨至 6825 元，涨幅达到 29%；箱板纸则是经历了先大涨后大跌再大涨的过程，去年 10 月底至今年 2 月底，箱板纸吨价由 3167 元涨至今年 2 月底的 4767 元，涨幅高达 51%，3 月随原材料价格下跌趋势回调至 3790 元，之后持续上涨至今，现价为 4632 元。我们发现，无论在纸价上涨或回调的过程中，其价格与原材料变动趋势均保持一致。同时，企业在行情变动时的盈利能力变化是由纸价上涨和原料成本上涨的差值决定的。为了研究纸价上涨过程中企业盈利能力的变化，我们对涨价周期中各个纸种价格的变动与其原材料价格的变动的关系进行了回归分析。结果表明，各个纸种对原材料价格上涨的敏感性略有差异，双胶纸、铜版纸和箱板纸纸价变动与原材料价格变动之比分别为 1.42，1.78 和 2.18。我们根据回归结果测算，假设该纸种价格上涨 100 元，双胶纸、铜版纸和箱板纸生产企业毛利将分别提升 30 元、44 元和 54 元。基于对后市较为乐观的预期，我们认为今年造纸行业企业盈利能力还有较大的提升空间。

图表 26：双胶纸和木浆价格变动趋势



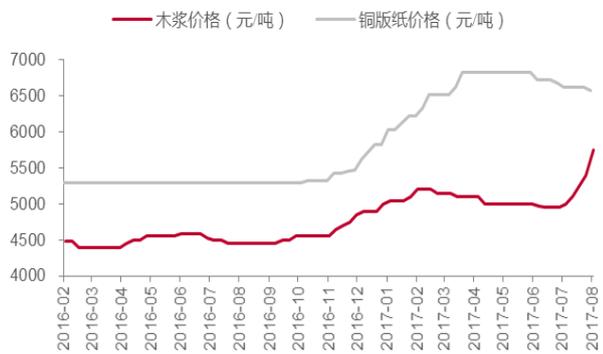
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 27：双胶纸与原材料价格回归分析



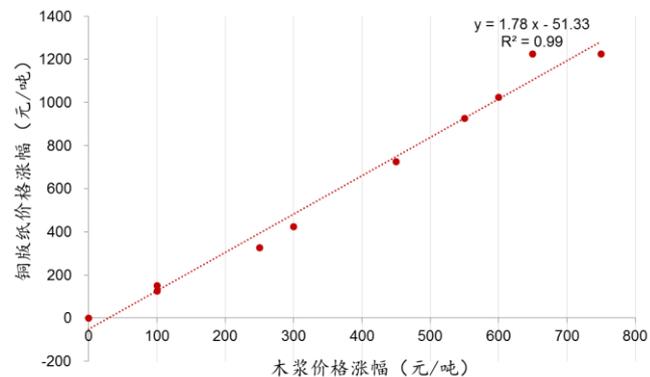
来源：中泰证券研究所

图表 28：铜版纸和木浆价格变动趋势

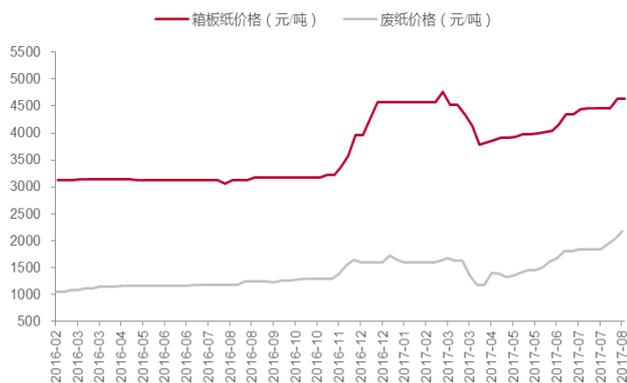


来源：Wind、中泰证券研究所

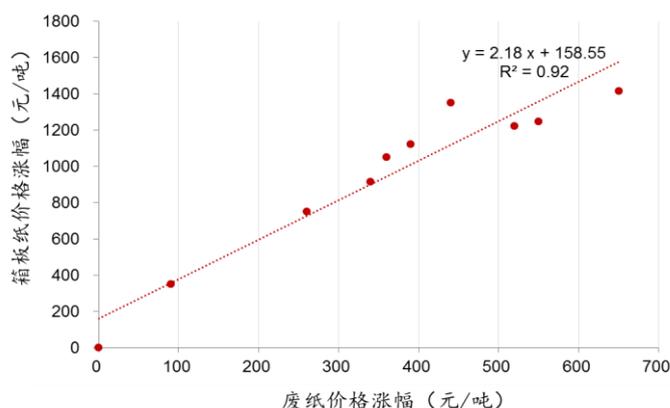
图表 29：铜版纸与原材料价格回归分析



来源：中泰证券研究所

图表 30：箱板纸和废纸价格变动趋势


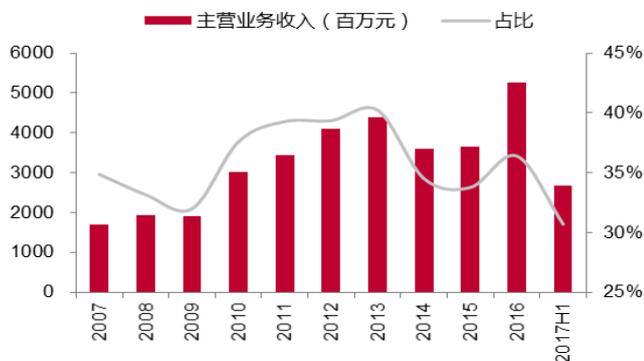
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 31：箱板纸与原材料价格回归分析


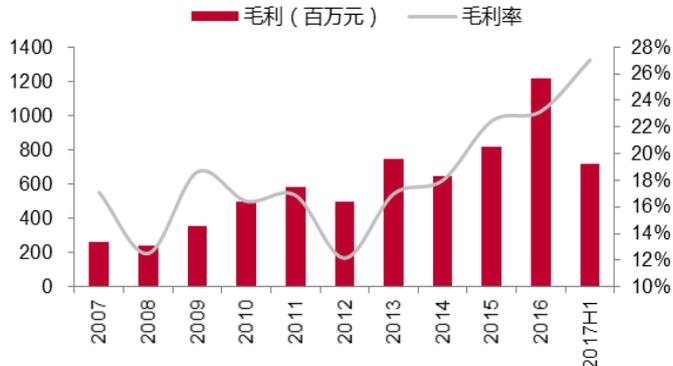
来源：中泰证券研究所

公司层面核心看点：文化纸看毛利，铜版纸看大势，箱板纸看扩张

- 文化纸方面，太阳纸业文化纸 2016 年贡献主营业务收入的 36%，2017H1 占比则为 31%，是公司最大的子产品。2016 年文化纸主营业务收入增长 44%，毛利收入增长 49%。公司文化用纸业务在 2013 年至 2015 年间主营业务收入持续下滑，2016 年业绩反弹主要得益于公司 30 万吨双胶纸改轻型纸项目，该项目 2015 年完成，2016 年产能集中释放并实现产销两旺，因其产品线质量优于同行业，吨成本水平低于行业 200 元。在新产品和纸价大势的带动下，2017H1 文化纸毛利率水平达到 27% 的历史高位。行业层面看，文化纸属于行业集中度较低，供给略微过剩的纸种，因此提价相对其他纸种而言不易。企业主要通过自己的技术优势降低成本来构建核心竞争力。考虑“四三三”战略提出以来，太阳纸业文化纸的毛利与毛利率水平稳步提升，我们认为该业务仍然是未来公司营业收入和利润的主要来源。

图表 32：太阳纸业文化纸收入及占比情况


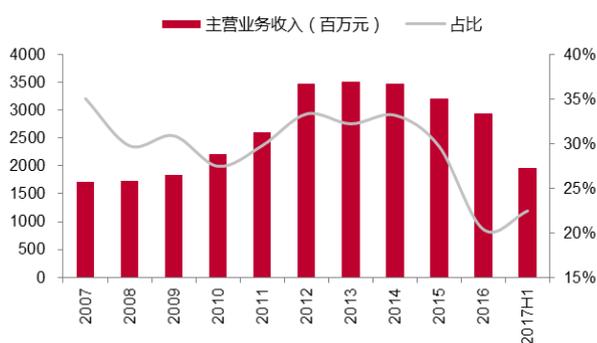
来源：公司年报、中泰证券研究所

图表 33：太阳纸业文化纸毛利及毛利率趋势


来源：公司年报、中泰证券研究所

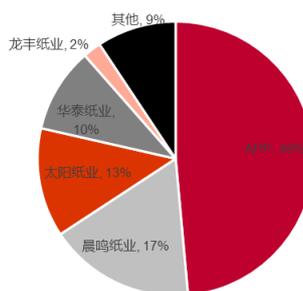
■ 铜版纸方面，太阳纸业铜版纸业务目前占主营业务收入的 23%，贡献总毛利收入 25%，是公司第二大子产品。我们认为，未来铜版纸将会是太阳纸业各子品类中最坚挺的业务之一。主要逻辑包括两点：1)铜版纸行业集中度极高，CR4 占比 89%。因此，龙头企业对下游议价能力较强，在纸价上涨的行情中，铜版纸生产商对下游提价较为容易。2)铜版纸有稳定的需求，但其产能在过去 5 年连续下滑，卓创数据显示，2011 年铜版纸产能为 799 万吨，至 2016 年降至 610 万吨。且在未来两年铜版纸没有产能投放，产能和产量预计均会在未来两年继续下降，导致供给收紧。因此我们认为，铜版纸未来的供需格局更加向好。从公司层面看，一方面太阳纸业铜版纸毛利率水平逐年提升，2012 年公司毛利水平为 10.1%，2017H1 年提升至 27.6%。另一方面，由于太阳纸业化机浆业务部分用于自给，较低的原料成本导致铜版纸生产成本大幅降低，因此其铜版纸毛利水平在行业内处于较高的水平。综合行业层面和公司层面的分析，我们预计太阳纸业在未来两年将会在铜版纸领域有更出色的表现。

图表 34：太阳纸业铜版纸收入及占比情况



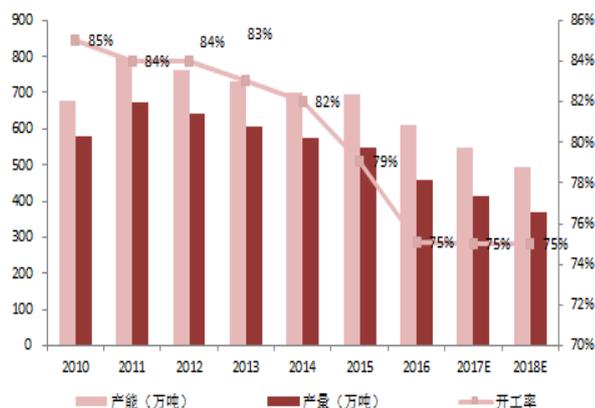
来源：公司年报、中泰证券研究所

图表 35：铜版纸行业企业市场份额情况



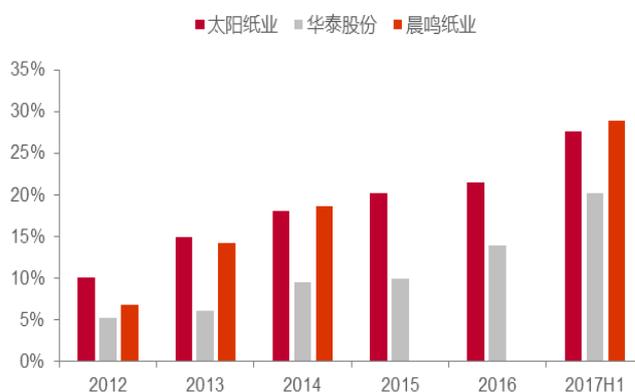
来源：产业经济网、中泰证券研究所

图表 36：铜版纸产能、产量、开工率趋势



来源：卓创资讯、中泰证券研究所

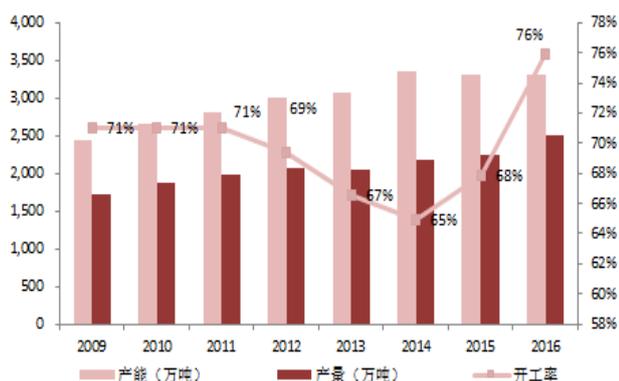
图表 37：铜版纸行业龙头毛利水平对比



来源：公司年报、中泰证券研究所

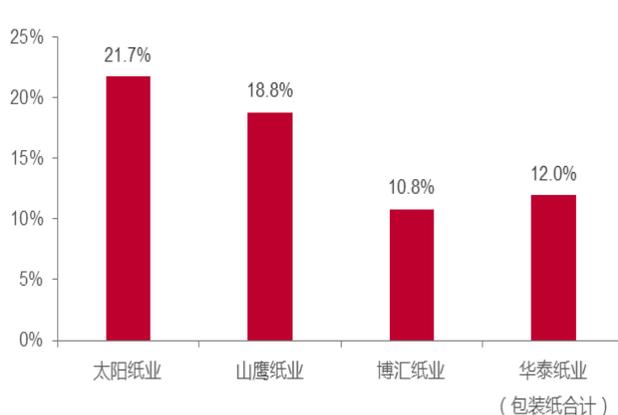
- 箱板纸方面，我们认为箱板纸行业景气度处于上升周期。根据卓创数据，箱板纸 2014-2016 年行业总产能变化不大，但产量由 2180 万吨提升至 2508 万吨，增幅达到 15%，因此导致箱板纸行业开工率大幅走高，2014 年行业开工率为 65%，至 2016 年提升至 76%。同时据我们不完全统计，箱板纸行业产能集中释放时间在 2018 年底至 2019 年，在产能集中释放以前，箱板纸行业供给将会处于较为紧张的态势，因此纸价及企业盈利能力都将因此受益。从公司层面分析，太阳纸业 2016 年 80 万吨箱板纸产能顺利投产，2016 年投产之初即实现毛利率 22% 的水平，远高于行业内可比公司。但由于投产时间较晚，对 2016 年业绩贡献十分有限，仅贡献营业收入 5 亿元，利润 1.1 亿元。2017 年上半年箱板纸已实现主营业务收入 10.6 亿元，占公司主营业务收入的 12.1%。贡献毛利收入 2.7 亿元，占公司毛利收入的 12.2%。据我们粗略测算，随着产能的完全释放，太阳纸业今年箱板纸产能集中释放将为公司贡献营业收入净增长 22 亿元，贡献毛利增长 4.9 亿元，是今年公司重要的业绩增长点。

图表 38：箱板纸产能、产量、开工率趋势



来源：卓创资讯、中泰证券研究所

图表 39：箱板纸上市公司 2016 年毛利率对比



来源：公司年报、中泰证券研究所

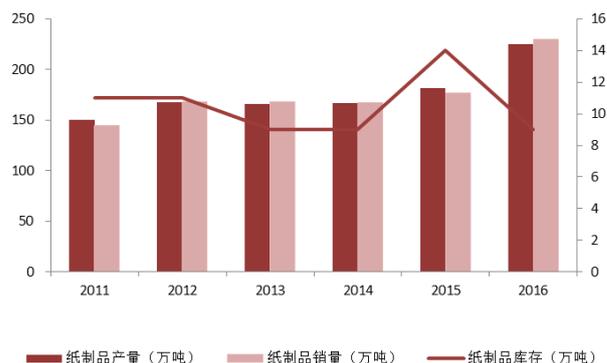
- 展望后续年份，在“四三三”战略格局的指引下，产能扩张依旧会是太阳纸业业绩增长的主旋律。2017 年，公司 80 万吨箱板纸产能完全释放将是纸及纸制品业务的主要增长点。2018 年，公司 20 万吨特种纸项目将于一季度竣工投产，三季度 80 万吨高档板纸及其改建项目预计完工，18 年这两大项目的顺利投产及 19 年产能的完全释放将为后续公司业绩打下坚实的基础。同时我们观察到，2012 年、2015 年和 2016 年，在有新增产能投放的情况下，公司纸制品产量和销量增长几乎保持同步，库存水平无明显变化，证明管理层决策的敏锐性使得新增产品线投放之初即实现产销两旺。

图表 40: 太阳纸业纸品产能扩张计划

产品	新增产能	投放时间	项目投入	预计年销售收入	预计年利润
特种纸	20万吨	2018年一季度	6亿元	13亿元	1.4亿元
箱板纸	80万吨	2018年三季度	21亿元	29亿元	3亿元

来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 41: 太阳纸业纸制品产量、销量、库存情况



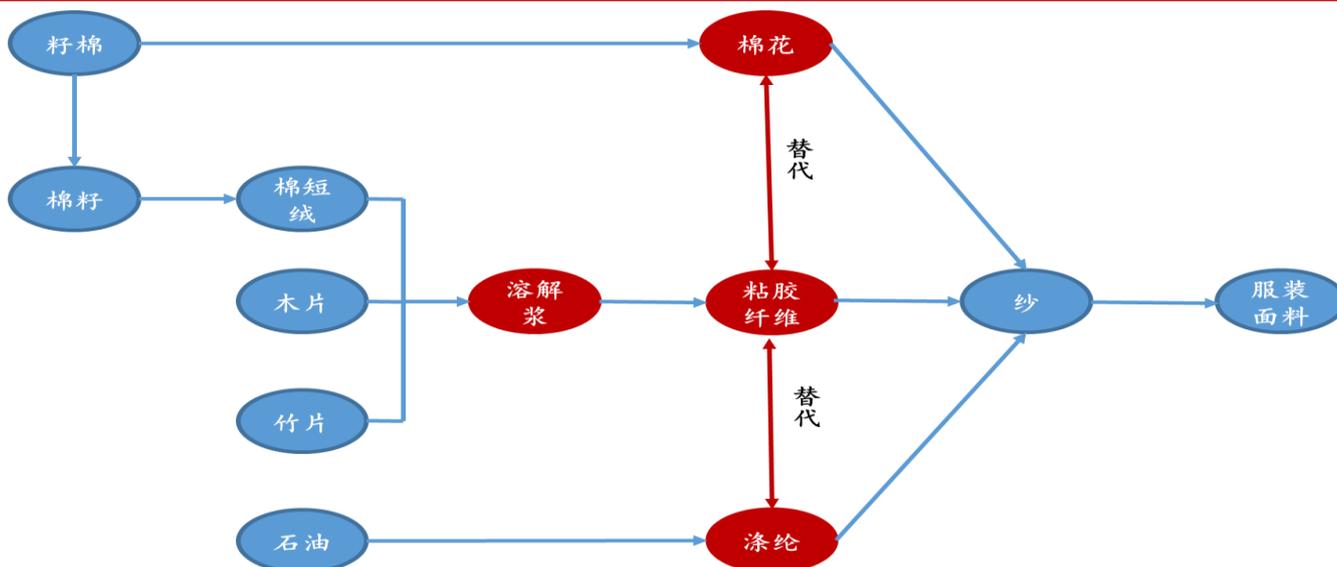
来源: Wind、中泰证券研究所

浆类篇: 行业高速增长, 公司优势显著

行业篇: 粘胶纤维势头迅猛, 替代效应逐步显现

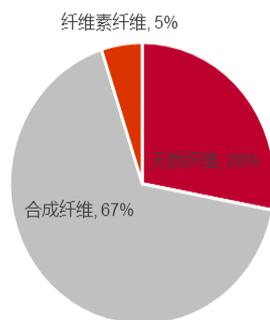
- 溶解浆是一种作为服装面料原材料的纤维素纤维, 服装面料所用纤维材料包括天然纤维、合成纤维和纤维素纤维。三种纤维占比分别为 28%、67%和 5%。棉花、涤纶和粘胶纤维分别是这三种纤维的最主要产品, 溶解浆则是粘胶纤维的原材料。粘胶纤维在服装面料原材料中虽占比较小, 但增速最为迅猛, 年需求增速保持在 5%-15%之间, 而另两种纤维增速则维持在 3%左右, 原因在于粘胶纤维作为纺织材料有着独特的优势。首先, 粘胶纤维在三种材料中可纺性最好。其次, 粘胶纤维对纺织设备的损伤较小。相比之下, 棉花可纺性差, 涤纶则过硬, 对设备磨损大。因此, 粘胶纤维目前是朝阳行业, 发展看好。粘胶纤维需求的增长势必拉动溶解浆产业的发展。

图表 42: 图解服装面料原材料及其关系



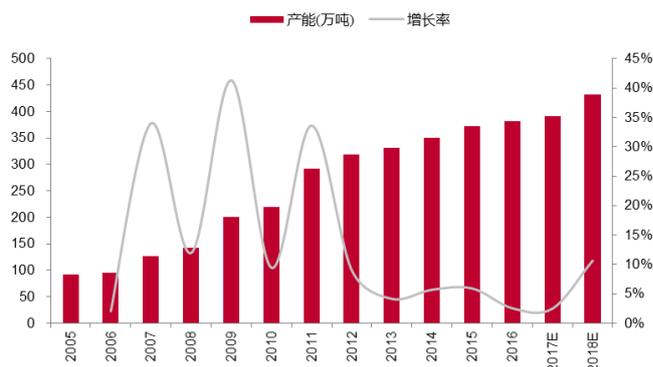
来源: 中泰证券研究所

图表 43：三大类纤维材料的占比情况



来源：产业信息网、中泰证券研究所

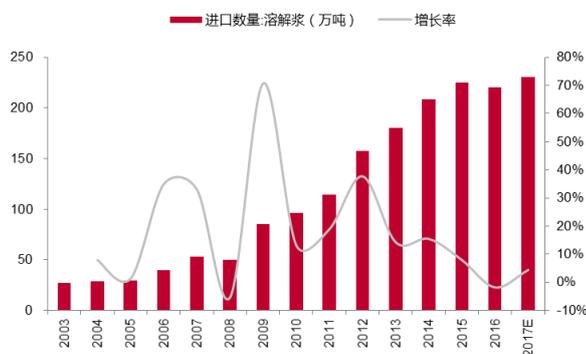
图表 44：粘胶纤维产能稳步提升



来源：Wind、中泰证券研究

- 从供需格局看，目前我国溶解浆年需求约 400 万吨，国内溶解浆产能约 100 万吨。因此，进口依然是溶解浆供给的主要来源。目前我国已是全球最大的溶解浆进口国，溶解浆进口数量逐年提升，至 2016 年进口量约为 250 万吨，供需格局较为紧张。从新增产能情况看，目前国内已知的新增产能投放计划只有晨鸣纸业和亚太森博各 30 万吨，产能完全释放预计要到 2018 年底，同时考虑产能释放也未必能完全扭转溶解浆的供需格局，因此我们认为未来一两年内溶解浆行情上升的格局不会改变。

图表 45：溶解浆进口量变化情况



来源：产业信息网、中泰证券研究所

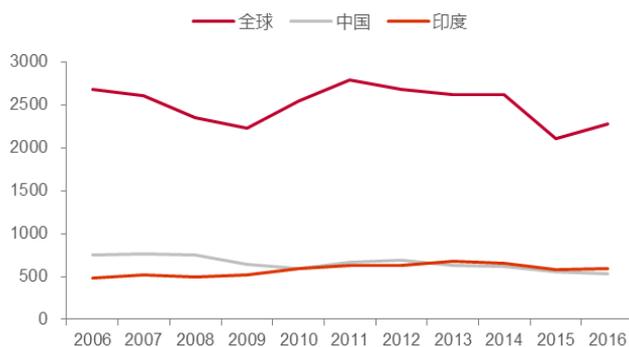
图表 46：溶解浆国内外新增产能统计

	地点	产品	企业	产能(万吨)	预计投产时间
国内	岳阳	棉浆	岳阳丰利	9	2017.2
	湖北	溶解浆	晨鸣纸业	30	2018
	日照	溶解浆	亚太森博	30	2017-2018
国外	俄罗斯	溶解浆	Svetlogorsk	9	未知
	智利	溶解浆	Arauco	55	未知
	印尼	溶解浆	April Group	35	2017
	美国	溶解浆	太阳纸业	20	2018-2019
	加拿大	溶解浆	Av Terrace Bay	28	2017
	瑞典	溶解浆	Sodra Cell Varo	27.5	2018

来源：产业信息网、中泰证券研究

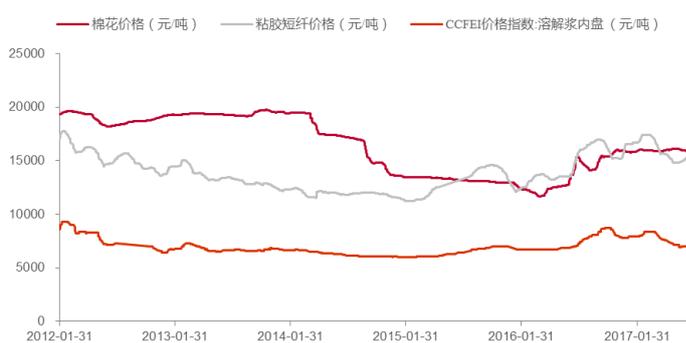
- 再看替代品，印度和中国是全球最大的棉花生产国，2016 年两国棉花产量分别占全球总产量的 26%和 23%，而两国受种植面积减少的影响，近年来棉花产量均处于下跌趋势，导致全球棉花供给下滑。在供给收缩的背景下，棉花价格格局易涨难跌。而观察历史数据发现，棉花价格与粘胶纤维价格存在较为明显的正相关关系，而溶解浆价格变动趋势与粘胶纤维保持一致，这也支持了我们看好溶解浆后续行情的观点。

图表 47: 全球棉花供给量减少



来源: Wind、中泰证券研究所

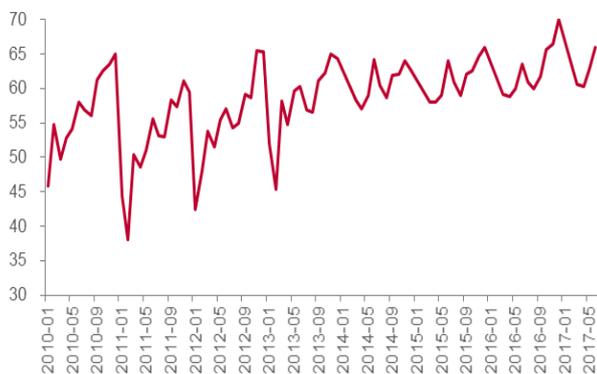
图表 48: 棉花、粘胶纤维、溶解浆价格正相关



来源: Wind、中泰证券研究

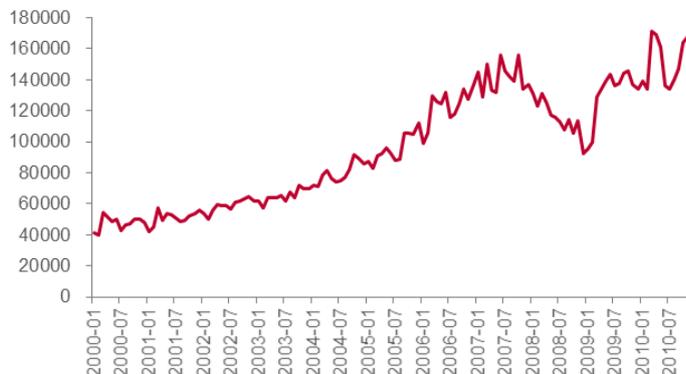
- 最后看产品季节性,从逻辑上看,由于不同季节服装面料用量完全不同,作为纺织原料的粘胶纤维需求应当存在明显的季节性。事实上,纺织行业内有“七死八活”的说法,即七月处于面料风格即将转化的节点,而八月面料风格则基本确定,行业开始进入旺季。统计数据显示,每年布匹产量基本均在八月开始逐渐上行。而粘胶纤维产量八月开始上行也是历史规律。因此,我们认为行业的旺季正在来临,利好溶解浆生产企业。

图表 49: 布匹月产量统计 (亿米)



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 50: 粘胶纤维月产量统计 (吨)



来源: Wind、中泰证券研究

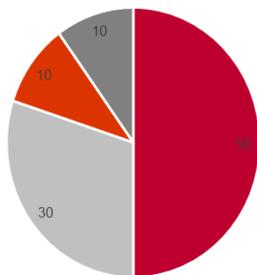
公司看点: 行业龙头, 布局清晰, 技术领先, 成本较低

- 随着公司邹城年产 35 万吨天然纤维素项目的全面达产, 太阳纸业目前拥有 50 万吨溶解浆年产能, 是国内最大, 全球第三的溶解浆生产商。依托公司独特的遇水解连蒸连煮技术, 太阳纸业的产品成本相对于其他运用间歇式蒸煮技术的公司来说, 成本上具有较为明显的优势。因此目前太阳纸业的溶解浆毛利水平远优于其他业内企业。产能扩张方面, 太阳纸业在老挝布局 30 万吨化学浆项目亦可以生产溶解浆等产品, 该项目享受老挝当地政府的免税政策, 同时由于老挝人工成本较为低廉, 太阳纸业该项目具有极具竞争力的成本优势。项目预计于 2018 年二季度竣工投产。此外, 太阳纸业于 2016 年计划在美国阿肯色州投资建设 70

万吨生物精炼项目，目前环评工作正在进行中，预计 2020 年有望逐渐投产。上述两项在建工程所覆盖的新增产能均可在不同浆产品之间切换，为公司的战略布局提供了较大的灵活性。

图表 51：溶解浆国内产能分布

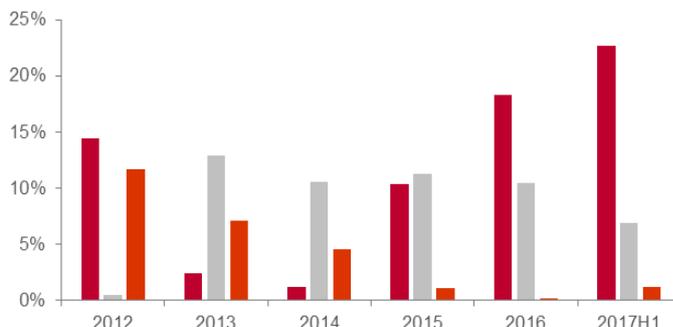
■ 太阳纸业 ■ 岳阳林纸 ■ 华泰股份 ■ 青山纸业



来源：中泰证券研究所

图表 52：溶解浆行业上市公司毛利水平对比

■ 太阳纸业 ■ 华泰股份 ■ 岳阳林纸



来源：公司年报、中泰证券研究

图表 53：太阳纸业溶解浆技术创新成果汇总

“高纯度生物质纤维素新技术研发与产业化”鉴定为国际领先。“制浆造纸固废资源化高效利用项目”再次获得工信部清洁生产专项支持。

公司收到 2014 年山东省自主创新及成果转化专项资金 400 万元，专项用于造纸行业生物质主流组分分离与高值利用关键技术研究及示范。



来源：公司年报、中泰证券研究所

- 化机浆方面，该业务是太阳纸业林浆纸一体化战略中的核心环节。目前公司拥有 70 万吨年产能，是全球最大的单一化机浆生产基地。根据我们的估算，目前太阳纸业化机浆自给与外销业务比重基本相当，较为均衡的结构为公司根据市场情况变化做出策略调整提供了充足的空间。受益于林浆纸战略布局和技术水平的提升，太阳纸业化机浆毛利水平自 2012 年以来大幅提升，目前已稳定在 20% 以上。同时，由于从去年四季度开始各类纸种价格经历了较大幅度的增长，作为铜版纸、白卡纸、双胶纸等纸种原材料的化机浆价格也得到了较大幅度的上涨，去年 4 月底化机浆市场吨价为 3000 元/吨，价格一路上涨至今年 7 月的 4800/吨，

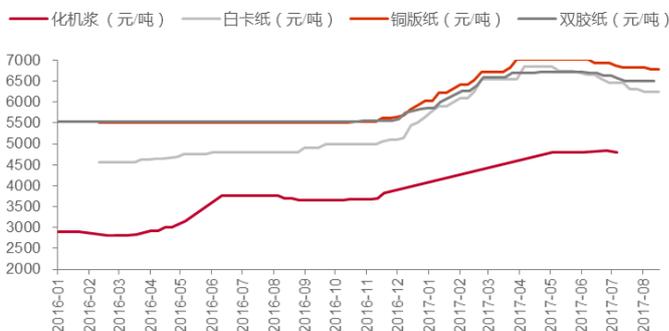
涨幅高达 60%。基于我们对后市纸价继续上涨的预期，化机浆价格后续高位维持甚至继续上扬几率较大。因此，太阳纸业化机浆业务无论从自给以降低文化纸成本角度还是外销盈利角度都会有较往年更好的表现。

图表 54: 太阳纸业化机浆毛利水平变化趋势



来源: 公司年报、中泰证券研究所

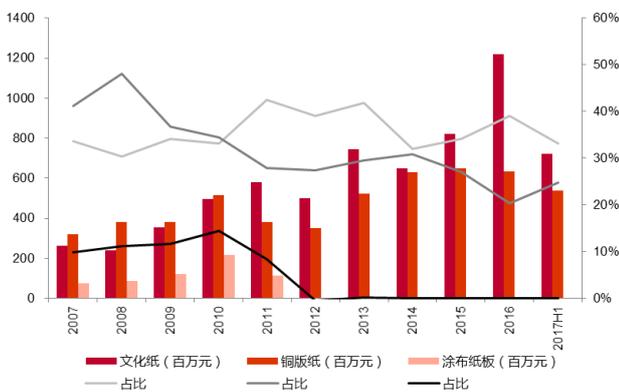
图表 55: 化机浆与下游纸种存在价格正相关性



来源: Wind、中泰证券研究

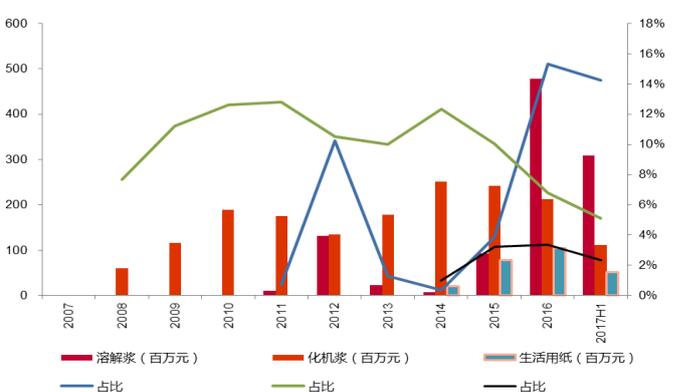
- 自“四三三”战略提出以来，太阳纸业一直坚持“调结构、转方式”的发展思路。在产品线方面逐渐降低对传统纸的依赖。我们观察到，公司涂布纸板业务已经从 2012 年开始停产，铜版纸产能也逐步被控制在合理的区间。与此对应的是浆料业务的迅速崛起。2016 年溶解浆和化机浆已贡献公司总体毛利收入的 22%，预计随着老挝化学浆产能的投放，“四三三”战略的第一块拼图有望完成。

图表 56: 太阳纸业传统纸品毛利及占比变化



来源: 公司年报、中泰证券研究所

图表 57: 太阳纸业纸浆与生活用纸毛利及占比变化



来源: 公司年报、中泰证券研究

生活用纸篇：“舒芽奇”加养老，大刀阔斧进快消

着眼未来，天然“舒芽奇”闪耀登场

- 2016 年太阳纸业与日本制纸旗下的 Crecia 公司合作推出舒芽奇 (Suyappy) 纸尿裤，将全球优质资源和优秀基因注入到舒芽奇的全部产品中。Suyappy (舒芽奇) 市场策略通过战略绑定，聚焦市场，精准营销，利用用户口碑达成销售引流及品牌传播。

图表 58: 舒芽奇亮相第 17 届 CBME 展会



来源: 网络资料、中泰证券研究所

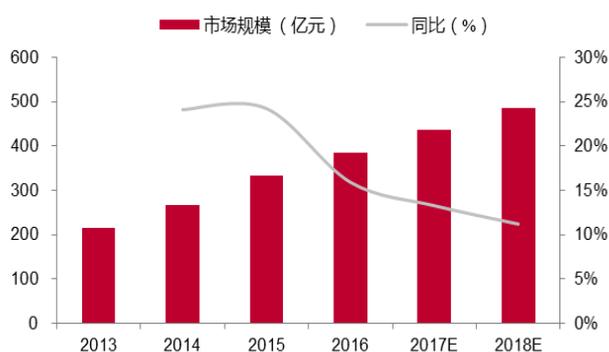
图表 59: 舒芽奇登陆京东商城



来源: 京东、中泰证券研究所

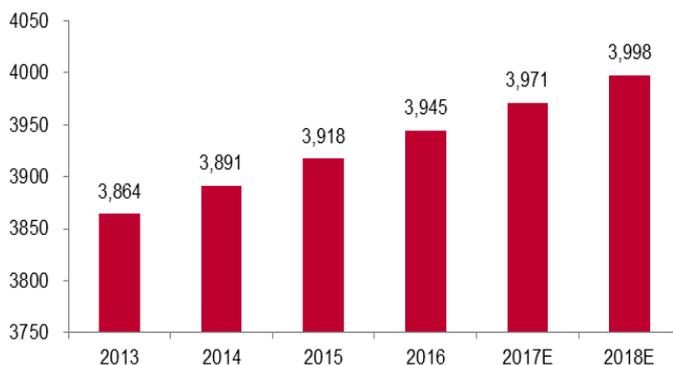
- 目前我国是全球最大的纸尿裤消费市场，根据智研咨询数据，到 2018 年我国 0-2 岁婴幼儿数将接近 4000 万人，纸尿裤市场规模将达到 485 亿元。纸尿裤市场的迅速发展主要归因于三个因素：1) 二胎政策：该政策于 2014 年在全国逐步实施，由于上一次我国生育高峰出现在 1985-1990 年，从 2015 年开始，适龄生育妇女人数将进入高峰，据预测我国新生儿 2015-2019 年将增加 750 万人。2) 纸尿裤渗透率的提升：我国 2001 年纸尿裤渗透率仅为 2.1%，至 2015 年渗透率提升至 59%，但对比美国 96% 和日本 90% 的渗透率仍有较大提升空间。3) 日均使用量和单片价格的提升。2013 年我国纸尿裤日均使用量为 2.82 片，至 2016 年提升至 3.33 片。单片价格则由 1.16 元提升至 1.3 元。随着育儿观念的发展变化，预计未来纸尿裤日均使用量的上升趋势和对高端产品的需求依然会延续。

图表 60: 我国纸尿裤市场规模

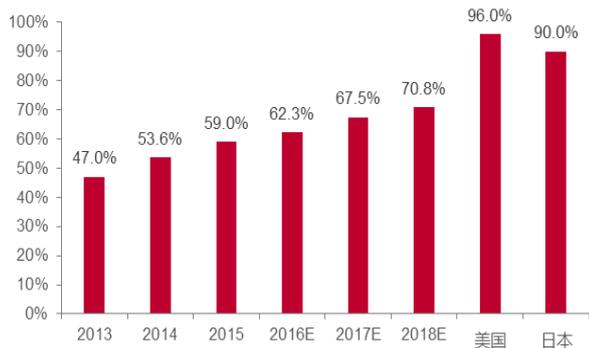


来源: 智研咨询、中泰证券研究所

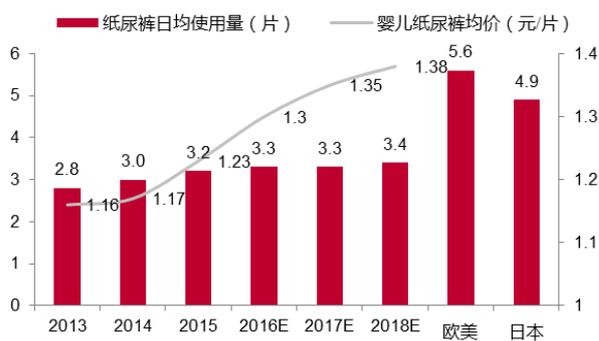
图表 61: 我国 0-2 岁新生儿人口数 (万)



来源: 智研咨询、中泰证券研究所

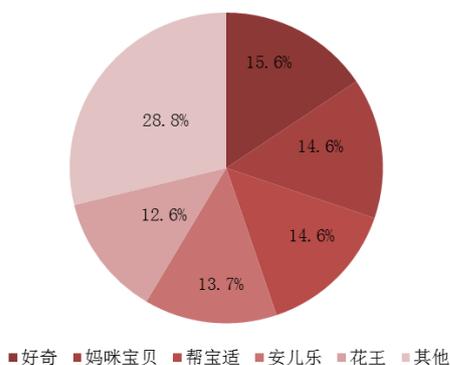
图表 62：我国及发达国家纸尿裤渗透率


来源：智研咨询、中泰证券研究所

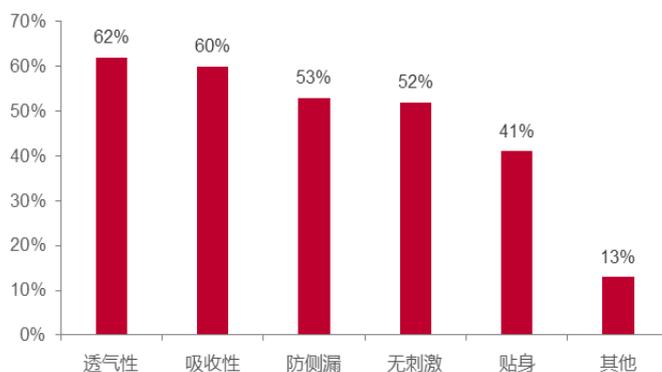
图表 63：我国及发达国家纸尿裤使用量及单片价格


来源：智研咨询、中泰证券研究所

- 纸尿裤是品牌众多但集中度较高的行业。目前我国共有纸尿裤品牌 1200 多个，其中前五大品牌-好奇、妈咪宝贝、帮宝适、安儿乐和花王占据总体市场份额的 71%。从龙头品牌的定位来看，迎合购物者诉求是提升品牌核心竞争力的重中之重。如好奇和花王主推的吸收和透气，妈咪宝贝主打的干爽与呵护以及帮宝适主推的吸收性强和佩戴舒适均有明确的品牌定位，并契合了广大消费者的诉求。“舒芽奇”纸尿裤针对客户需求进行科技创新，功能上增加了“PH 值 4.5 弱酸性表层”和“100%天然植物材料抑菌除臭层”，避开了与传统龙头纸尿裤定位的冲突，且抓住消费者针对纸尿裤无刺激的消费诉求，品牌定位明确，有望开启纸尿裤品类的新篇章。

图表 64：纸尿裤各品牌市场份额


来源：中国婴童网、中泰证券研究所

图表 65：消费者对纸尿裤的功能诉求


来源：中童观察、中泰证券研究所

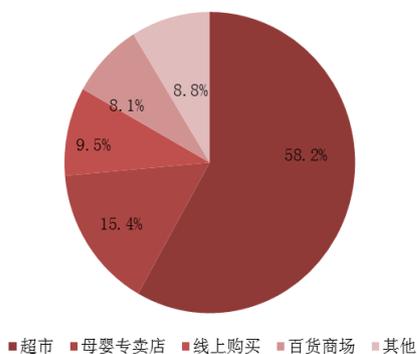
图表 66：纸尿裤各主要品牌简介

品牌	公司及产品简介	品牌消费者诉求定位	产品图片
好奇	好奇HUGGIES纸尿裤是美国金佰利旗下的纸尿裤品牌，诞生于1978年。2004年推出婴儿个人护理产品，在中国市场推出的产品包括：好奇超薄柔软透气纸尿裤，好奇成长裤和好奇婴儿柔润湿巾。	吸收量大，透气性好	
妈咪宝贝	妈咪宝贝纸尿裤来自日本，自2000年进入中国市场。尤妮佳集团是日本著名的婴儿纸尿裤品牌，于1961年成立，其业务现已扩展至亚洲、中东、欧洲等地，拥有坚实的商品开发力和市场营销力。	表面干爽，细致呵护	
帮宝适	帮宝适，美国宝洁公司的著名婴儿纸尿裤产品，行销全球一百多个国家。1997年帮宝适进入中国。始创于1837年的宝洁公司，是世界最大的日用消费品公司之一。宝洁公司全球雇员10万多，在全球80多个国家设有工厂及分公司所经营的300多个品牌的产品畅销160多个国家和地区，其中包括织物及家居护理、美发美容、婴儿及家庭护理、健康护理、食品及饮料等。	吸水性好，佩戴舒适	
安儿乐	安儿乐纸尿裤诞生于1996年，是恒安集团旗下的婴儿纸尿裤品牌，也是中国专业婴幼儿日常健康护理品牌。作为中国走向国门的纸尿裤品牌，安儿乐成功的进入东南亚、非洲等国外市场。恒安国际集团有限公司于1998年在香港成功上市，是早期进入中国卫生巾市场的企业之一，是国内大规模的妇女卫生巾和婴儿纸尿裤生产企业，经营领域涉及妇幼卫生用品和生活用纸。	强力吸收，干爽不闷热	
花王	花王纸尿裤是来自日本的花王株式会社，由花王中国经销。花王株式会社成立于1887年，花王前身是西洋杂货店“长濑商店”（花王石碱），主要销售美国产化妆香皂以及日本国产香皂和进口文具等，花王创业人是长濑富郎。目前花王产品涉及化妆品等600多种，大都是高分子化学用品。	透气易吸收	

来源：中泰证券研究所

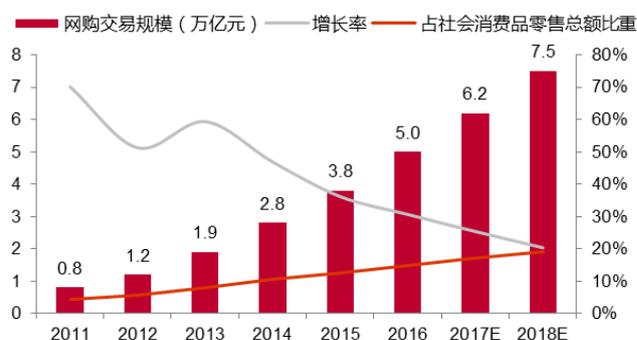
- 产品销售渠道方面，由于一站式购物的便利性，超市是纸尿裤最大的销售渠道，恒安集团研究数据显示，超市纸尿裤销售占据销售总额的58%。但是，由于消费者在超级市场购物的平均时间只有27分钟（尼尔森研究数据），他们选择新品牌时会更加慎重。同时由于超市渠道对于经营业绩的压力，引入新品牌时会有更多的考量，因此传统超市渠道并非培育新品牌的温床。与此相反，线上销售和母婴渠道则因其专业性以及更清晰的消费者信息沟通，对新产品的推广更加有效。特别是线上渠道，近年来婴童用品线上交易成交额保持每年20%以上的增长，而渗透率仅为6%，可以预见，该渠道将是纸尿裤行业大有可为的领域。“舒芽奇”上市之初选择线上渠道和母婴渠道作为主要切入点，其战略符合婴童用品新品牌培育的市场规律。

图表 67：纸尿裤销售渠道



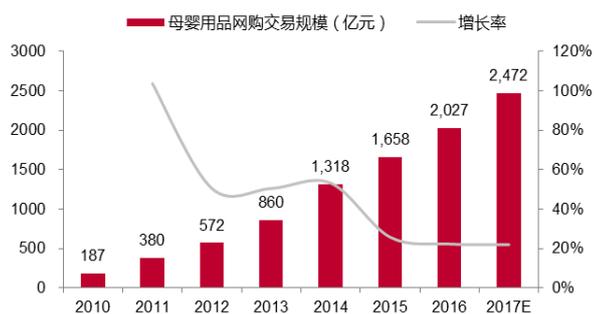
来源：恒安集团、中泰证券研究所

图表 68：线上交易发展规模发展迅速



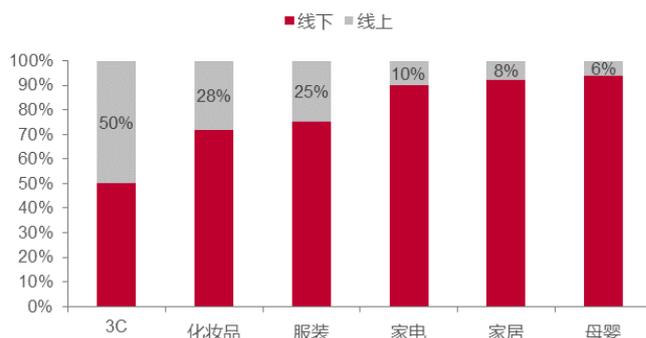
来源：艾瑞咨询、中泰证券研究所

图表 69：母婴用品线上交易保持 20% 以上增速



来源：艾瑞咨询、中泰证券研究所

图表 70：母婴用品线上渗透率仅为 6%

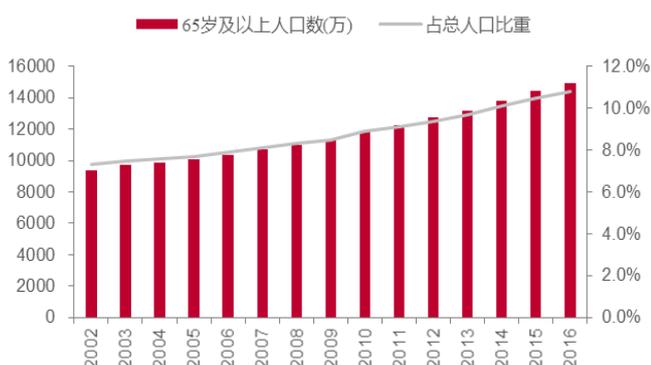


来源：艾瑞咨询、中泰证券研究所

进军养老业，试水成人纸尿裤市场

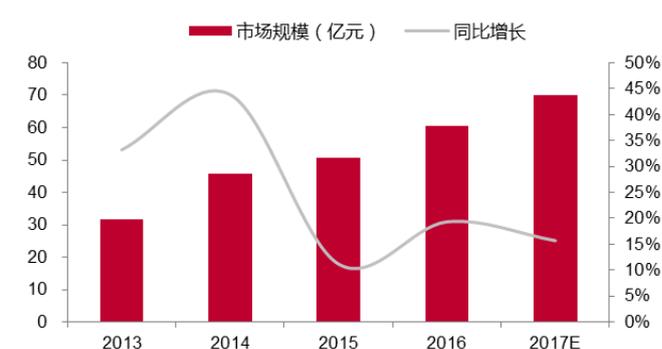
- 今年 2 月，太阳纸业子公司太阳生活用纸有限公司拟出资 6000 万元，合伙北京同仁堂设立养老产业基金，标志着公司迈出走进成人纸尿裤等涉及养老产业产品的重要一步。
- 近年来我国老龄化趋势加重，2016 年全国 65 岁以上人口数接近 1.5 亿人，占总人口数的 10.8%，对比 2002 年的 7.3% 有显著上升趋势。数量较大且快速增长的老龄化人口为我国成人纸尿裤产业的发展提供了潜在用户群体。据中商产业研究院数据，2017 年我国成人失禁用品市场规模将达到 70 亿元。同时，我国目前成人失禁用品的渗透率仅为 3%，若以发达国家 12% 的市场渗透率作为参照，则未来市场空间极为广阔。

图表 71：我国 65 岁以上人口数及占比



来源：国家统计局、中泰证券研究所

图表 72：成人纸尿裤市场规模及增速



来源：中商产业研究院、中泰证券研究所

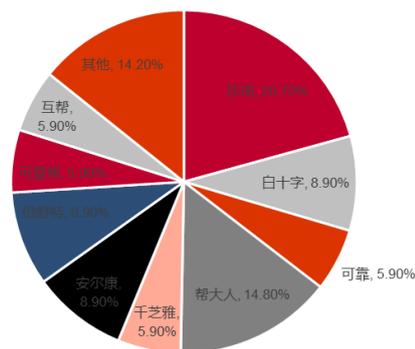
- 从行业内格局来看，与婴儿纸尿裤市场情况不同，国内成人纸尿裤生产企业相对较少，且多数企业并非专营，只是属于兼营成人纸尿裤性质。专营且系列化的厂家全国只有珠海的健朗生活用品有限公司及浙江千芝雅等少数几个厂家。同时，即便是专业的厂家，开机率也严重不足。行业内并无真正意义上的龙头企业。因此我们认为目前中国成人失禁用品由于还处于导入期，品牌集中度并不高，但这也是企业树立品牌的最佳时机。太阳纸业选择切入养老产业，是一个颇具发展机遇的战略决策。

图表 73：国内成人失禁用品的主要生产企业

排名	企业名称	品牌	产品范围
1	福建恒安	安尔康	成人纸尿裤、纸尿裤、护理垫
2	天津白十字	洒露把	成人纸尿裤、纸尿裤、护理垫
3	杭州侨资	可靠	成人纸尿裤/片、纸尿裤、护理垫
4	天津小护士	小护士	护理垫
5	上海全日美	包大人	成人纸尿裤/片、护理垫
6	顺德新感觉	新感觉	成人纸尿裤/片、护理垫(OEM)
7	义务安柔	安利康	成人纸尿裤、护理垫
8	杭州珍琦	珍琦	成人纸尿裤/片、纸尿裤、护理垫
9	上海必有福	必有福	成人纸尿裤/片、护理垫
10	佛山稳得福	稳得福, 老夫子	成人纸尿裤/片、护理垫

来源：产业信息网、中泰证券研究所

图表 74：成人失禁用品生产商市场份额（按产量）



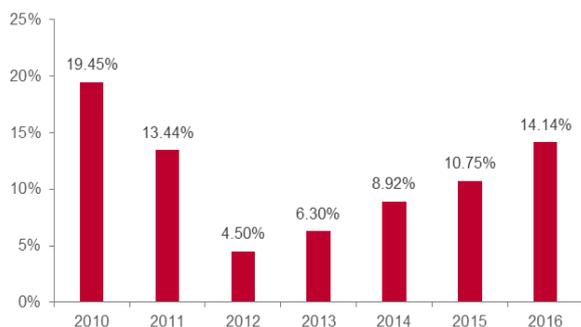
来源：产业信息网、中泰证券研究所

净资产收益率领先，低估值的行业翘楚

净利提升，杠杆回调，净资产收益率提升显著

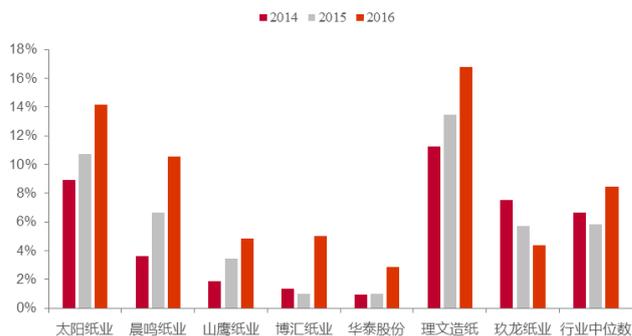
- 自 2013 年太阳纸业提出“四三三”战略以来，随着结构的不断优化和规模扩张带来的成本优势逐渐显现，公司净资产收益率水平持续提升。2012 年，公司净资产收益率仅为 4.5%，截止 2016 年，公司实现净资产收益率 14.14%（注：为保持与公司股权激励考核指标计算方法一致，此处净资产收益率所用净利润为归母净利润，故与盈利预测中计算结果略有差别），在行业内居于前列，较可比公司净资产收益率水平而言具有较为明显的优势。以下我们将通过杜邦分析法对太阳纸业净资产收益率情况进行透视。

图表 75：2012 年以来太阳纸业 ROE 逐年提升



来源：公司年报、中泰证券研究所

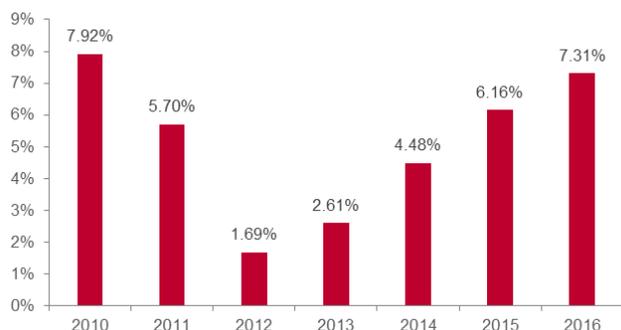
图表 76：造纸业龙头企业 ROE 对比



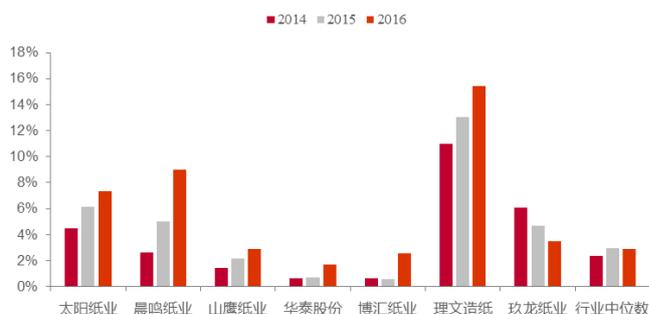
来源：公司年报、中泰证券研究所

- 净利润率方面，太阳纸业 2012 年归属母公司股东的净利润与营业收入比率仅为 1.69%，此后该比率逐年提升，至 2016 年达到 7.31%。与行业内可比公司对照，太阳纸业盈利能力处于较高水平。从毛利角度看，公司产品毛利水平持续改善。2012 年至 2016 年，占公司主营业务比重最大的文化纸、铜版纸和溶解浆业务毛利水平持续向好。文化纸方面，2012 年毛利率为 12.16%，至 2016 年提升至 23.18%；铜版纸方面，

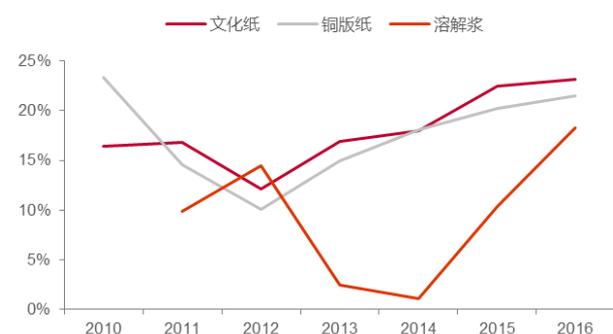
毛利率由 2012 年的 10.06% 逐步提升至 2016 年的 21.52%；溶解浆毛利水平则由 14.45% 提升至 18.27%。毛利水平的逐年改善充分显示了公司管理层在成本控制方面的能力。三费方面，销售费用在公司近年业务扩张的背景下仅有小幅提升，而管理费用和财务费用下降较为明显，对盈利能力的提升起到了促进作用。

图表 77：2012 年以来太阳纸业净利率逐年提升


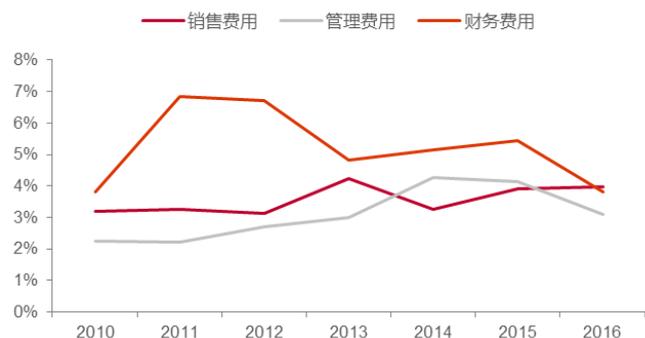
来源：公司年报、中泰证券研究所

图表 78：太阳纸业净利率水平业内领先


来源：公司年报、中泰证券研究所

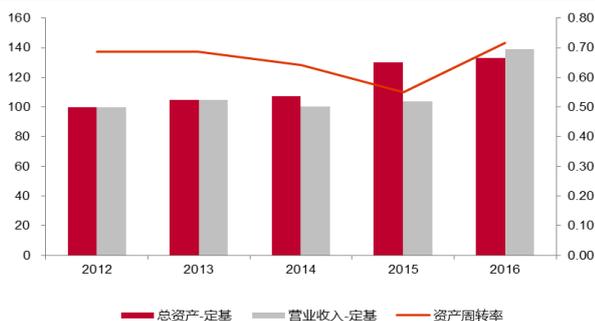
图表 79：公司主要产品毛利水平大幅改善


来源：公司年报、中泰证券研究所

图表 80：太阳纸业三费变化情况


来源：公司年报、中泰证券研究所

- 资产周转率方面，太阳纸业 2012 年至 2016 年周转率分别为 0.69、0.69、0.64、0.55、0.72 次，遵循“四三三”战略的指导思路，太阳纸业近年总资产水平稳步提升，2016 年总资产较 2012 年增长 33%。资产周转率在近三年波动主要与主营业务增速有关，2016 年资产周转率较上年同期大幅提升的原因在于公司主营业务收入增长远高于总资产增长。对比同行业而言，太阳纸业资产周转率处于较高水平，且远高于行业中位值。表明公司全部资产从投入到产出的流转速度在行业内居于领先。

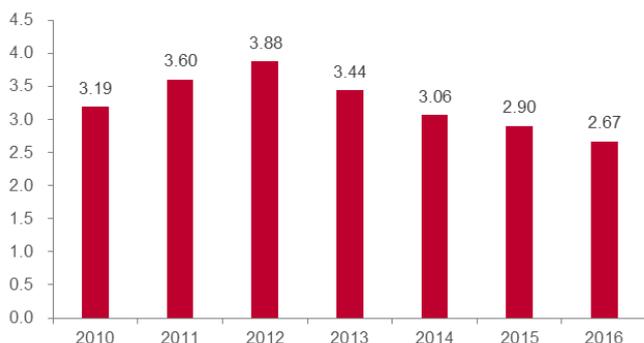
图表 81：太阳纸业资产周转率变化情况


来源：公司年报、中泰证券研究所

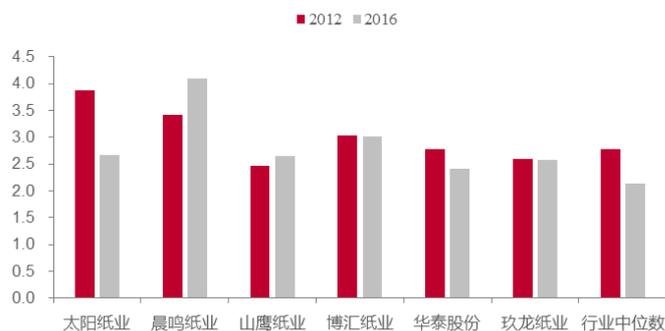
图表 82：造纸业龙头企业资产周转率对比


来源：公司年报、中泰证券研究所

- 从权益乘数角度看，随着太阳纸业规模的扩张的逐步落地和净资产的提升，杠杆水平处于回调过程。2012年，太阳纸业权益乘数为3.88，大幅高于行业内可比公司。至2016年，权益乘数降至2.67，持平甚至略低于业内可比公司，略高于行业中位数。我们认为，太阳纸业杠杆水平的逐步回调表明公司的资产与负债关系正趋于改善，公司作为投资标的的风险已大幅降低。

图表 83：2012年以来太阳纸业杠杆水平逐年下降


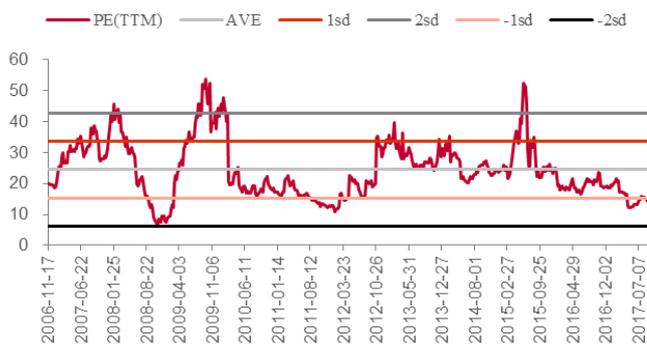
来源：公司年报、中泰证券研究所

图表 84：造纸业龙头企业杠杆水平对比


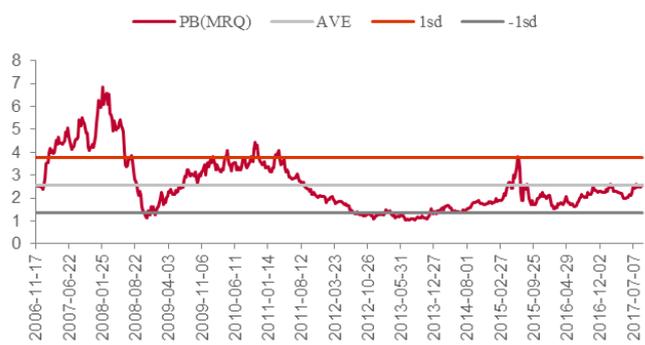
来源：公司年报、中泰证券研究所

估值分析：被低估的龙头企业

- 从历史情况看，太阳纸业目前的估值水平居于低位。公司自2006年登陆A股以来，市盈率和市净率水平一路走高，后因2008年金融危机影响估值水平随A股整体市场下降。此后在2009年因纸价大涨行情出现，公司市盈率水平一路上升达到历史高点，接下来因4万亿经济刺激政策导致产能集中投放，造纸业景气度下降，估值水平一路低位运行。2015年伴随A股牛市估值重回高峰，此后一直低位运行。目前公司PE(TTM)为14倍，略低于历史均值-1sd水平。当前PB(MRQ)为2.6倍，与历史水平平均值相当。同比历史数据，我们认为太阳纸业估值水平有足够提升空间。

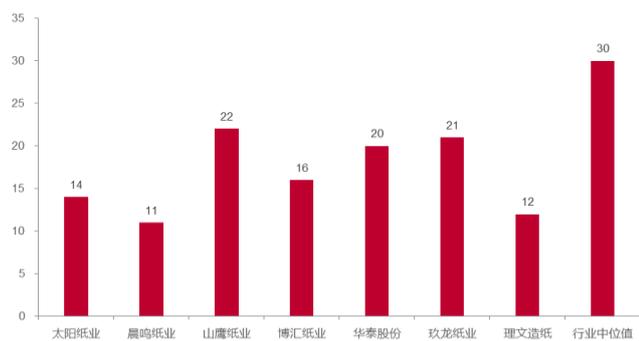
图表 85: 太阳纸业历史 PE 变动情况


来源: Wind、中泰证券研究所

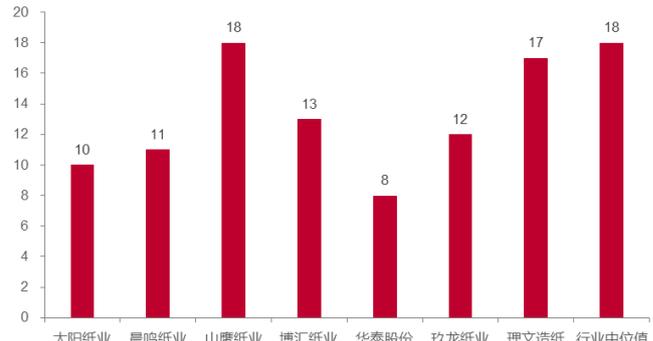
图表 86: 太阳纸业历史 PB 变动情况


来源: Wind、中泰证券研究所

- 对比同行业估值水平看, 目前太阳纸业 PE (TTM) 为 14 倍, 远低于行业中位值 30 倍。同时可以看到, 行业内龙头公司, 如山鹰纸业、玖龙纸业、华泰股份等, PE (TTM) 均在 20 倍以上。公司目前企业价值倍数为 10 倍, 而行业中位值为 18 倍, 对标行业内龙头公司, 仅华泰股份企业价值倍数略低于太阳纸业。综合分析, 我们认为太阳纸业目前估值水平在行业内偏低。

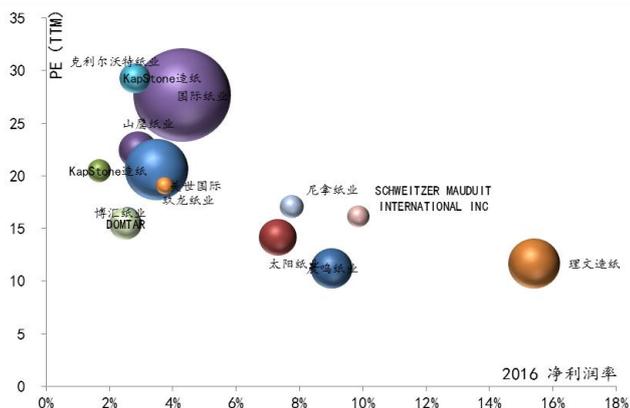
图表 87: 造纸业龙头 PE 值对比


来源: Wind、中泰证券研究所

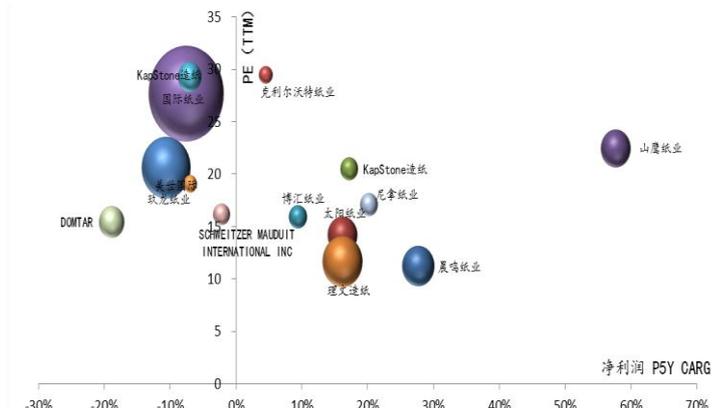
图表 88: 造纸业龙头 EV/EBITDA 对比


来源: Wind、中泰证券研究所

- 从国际市场来看, A 股, 港股和美股纸制品行业 PE (TTM) 中位值分别为 30 倍, 12 倍和 17 倍。虽然 A 股整体估值水平较高, 但从龙头企业情况看, 估值水平并未明显高过国际上的可比公司。更重要的是, 相比海外市场的成熟企业而言, 国内龙头公司的盈利能力和成长性更加突出。以太阳纸业和全球造纸业龙头国际纸业对比为例, 太阳纸业市值相当于国际纸业的 15%, 但从盈利能力和成长性看, 太阳纸业 2016 年净利润率 7.3%, 远高于国际纸业的 4.3%。太阳纸业过往 5 年净利润 CARG 16.2%, 而国际纸业为 -7.6%。当前 PE (TTM) 太阳纸业为 14 倍, 国际纸业为 28 倍。综合上述分析我们认为, 考虑盈利能力及其持续成长性, 太阳纸业目前的估值水平有进一步提升的空间。

图表 89：国内外造纸龙头估值对比（1）


来源：Wind、中泰证券研究所

图表 90：国内外造纸龙头估值对比（2）


来源：Wind、中泰证券研究所

投资建议

- 核心假设：未来 3 年是太阳纸业扩张和大发展的三年，伴随 130 万吨浆纸产能的落地和美国生物精炼项目的布局完成，太阳纸业业绩有望取得重大突破。我们预估公司 2017-19 年实现销售收入 186、211、238 亿元，同比增长 29.0%、13.4%、12.8%；实现归属于母公司净利润 18.3、22.8、28.3 亿元，同比增长 73.0%、24.7%、24.1%；对应 EPS 为 0.72、0.90、1.12 元。**
- 考虑太阳纸业目前处于公司历史估值低位，且对比同行业及国际龙头企业估值有较大的提升空间，参照同行业山鹰纸业 18 年 12 倍 PE，玖龙纸业 11 倍 PE，我们给予太阳纸业 2018 年 13 倍 PE，对应目标价格 11.7 元，给予“买入”评级。**

图表 91：太阳纸业三大财务报表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	10,468	10,825	14,455	18,642	21,141	23,840	货币资金	1,430	1,528	1,043	1,077	1,622	2,254
增长率	-4.01%	3.5%	33.5%	29.0%	13.4%	12.8%	应收账款	1,790	3,397	4,177	4,984	5,782	6,569
营业成本	-8,361	-8,293	-11,287	-14,185	-15,061	-17,334	存货	1,124	1,400	1,139	1,634	1,890	2,187
% 经营收入	79.9%	76.6%	78.1%	76.1%	74.1%	72.7%	其他流动资产	460	702	972	1,038	1,104	1,188
毛利	2,097	2,532	3,168	4,458	5,480	6,506	流动资产	4,795	7,027	7,331	8,733	10,397	12,197
% 经营收入	20.1%	23.4%	21.9%	23.9%	25.9%	27.3%	% 总资产	29.4%	35.6%	36.3%	37.0%	38.0%	38.7%
营业税金及附加	-47	-40	-101	-93	-108	-119	长期投资	739	231	261	299	321	346
% 经营收入	0.4%	0.4%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	9,464	11,360	11,587	13,520	15,587	17,875
营业费用	-342	-423	-572	-746	-888	-1,001	% 总资产	58.1%	57.6%	57.4%	57.3%	57.0%	56.8%
% 经营收入	3.3%	3.9%	4.0%	4.0%	4.2%	4.2%	无形资产	511	544	564	590	607	625
管理费用	-446	-449	-449	-559	-698	-787	非流动资产	11,499	12,691	12,863	14,860	16,966	19,296
% 经营收入	4.3%	4.1%	3.1%	3.0%	3.3%	3.3%	% 总资产	70.6%	64.4%	63.7%	63.0%	62.0%	61.3%
息税前利润 (EBIT)	1,262	1,620	2,046	3,059	3,788	4,599	资产总计	16,293	19,718	20,194	23,593	27,364	31,493
% 经营收入	12.1%	15.0%	14.2%	16.4%	17.9%	19.3%	短期借款	5,460	6,452	5,115	5,015	4,915	4,815
财务费用	-539	-590	-560	-708	-846	-954	应付款项	2,053	2,425	3,057	3,468	3,814	3,986
% 经营收入	5.2%	5.5%	3.8%	3.8%	4.0%	4.0%	其他流动负债	186	263	340	523	466	514
资产减值损失	4	-10	-64	-37	-42	-48	流动负债	7,698	9,140	8,512	9,006	9,196	9,315
公允价值变动收益	-3	3	0	0	0	0	长期贷款	1,007	1,720	1,423	1,423	1,423	1,423
投资收益	-56	-136	21	23	26	26	其他长期负债	1,763	1,464	1,919	1,919	1,919	1,919
% 税前利润	—	—	1.4%	1.0%	0.9%	0.7%	负债	10,468	12,324	11,854	12,348	12,538	12,657
营业利润	668	886	1,453	2,337	2,926	3,623	普通股股东权益	5,421	6,986	7,963	10,709	14,079	17,822
营业利润率	6.4%	8.2%	10.1%	12.5%	13.8%	15.2%	少数股东权益	404	408	377	536	747	1,014
营业外收支	16	154	15	15	15	15	负债股东权益合计	16,293	19,718	20,194	23,593	27,364	31,493
税前利润	683	1,040	1,468	2,352	2,941	3,638	比率分析						
利润率	6.5%	9.6%	10.2%	12.6%	13.9%	15.3%	每股指标						
所得税	-136	-285	-310	-365	-449	-540	每股收益 (元)	0.20	0.26	0.42	0.72	0.90	1.12
所得税率	20.0%	27.4%	21.1%	15.5%	15.3%	14.9%	每股净资产 (元)	2.36	2.75	3.14	3.08	3.15	3.37
净利润	547	755	1,158	1,987	2,493	3,098	每股经营现金流 (元)	1.13	0.27	1.11	1.01	1.34	1.54
少数股东损益	78	88	101	159	212	266	每股股利 (元)	0.00	0.00	0.05	0.05	0.00	0.00
归属于母公司的净利润	469	667	1,057	1,828	2,281	2,831	回报率						
净利润率	4.5%	6.2%	7.3%	9.8%	10.8%	11.9%	净资产收益率	8.6%	9.5%	13.3%	17.1%	16.2%	15.9%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	2.9%	3.4%	5.2%	7.7%	8.3%	9.0%
净利润	547	755	1,158	1,987	2,493	3,098	投入资本收益率	9.2%	8.2%	10.7%	14.5%	15.5%	16.3%
少数股东损益	0	88	101	159	212	266	增长率						
非现金支出	751	758	959	1,065	1,202	1,342	营业总收入增长率	-4.0%	3.5%	33.5%	29.0%	13.4%	12.8%
非经营收益	551	617	470	419	414	405	EBIT 增长率	21.9%	28.4%	26.3%	49.5%	23.8%	21.4%
营运资金变动	759	-1,444	228	-901	-703	-949	净利润增长率	64.7%	42.2%	58.5%	73.0%	24.7%	24.1%
经营活动现金净流	2,608	774	2,917	2,729	3,618	4,162	总资产增长率	2.5%	21.0%	2.4%	16.8%	16.0%	15.1%
资本开支	1,924	2,611	1,668	2,884	3,177	3,527	资产管理能力						
投资	0	447	55	-38	-23	-24	应收账款周转天数	24.2	27.5	29.1	27.8	28.2	28.2
其他	-50	-36	61	23	26	26	存货周转天数	53.8	55.6	41.1	42.1	44.1	46.1
投资活动现金净流	-1,974	-2,199	-1,552	-2,899	-3,174	-3,526	应付账款周转天数	53.9	60.0	47.1	52.5	51.9	51.3
股权筹资	6	1,005	0	100	100	100	固定资产周转天数	271.5	276.0	251.4	239.0	244.1	249.0
债权筹资	-555	1,320	-736	981	1,031	1,081	偿债能力						
其他	-635	-264	-972	-719	-819	-919	净负债/股东权益	100.2%	96.6%	83.8%	61.0%	41.9%	29.1%
筹资活动现金净流	-1,184	2,061	-1,708	362	312	262	EBIT 利息保障倍数	2.3	2.7	3.7	4.3	4.5	4.8
现金净流量	-549	635	-343	193	757	898	资产负债率	64.2%	62.5%	58.7%	52.3%	45.8%	40.2%

来源：中泰证券研究所

风险提示

原材料价格大幅上涨风险

- 造纸行业原材料占总成本比重超过 70%，若未来废纸、纸浆等原材料价格持续上涨，而造纸企业不能顺利将涨价因素向下游传递，将可能导致公司盈利不及预期。

宏观经济波动风险

- 造纸业是典型的周期性行业，历史经验表明行业景气度与宏观经济形势密切相关，宏观经济的波动可能对行业，以及公司的盈利能力造成较大影响，应予关注。

海外投资政策风险

- 公司目前在建产能包括老挝化学浆项目和美国生物质新材料项目，由于国外行业的监管约束政策与国内可能存在差异，投资者应关注相应政策风险。

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。