

# 太阳纸业 (002078) \ 轻工制造

## ——未雨绸缪的才是最后赢家

投资建议: **推荐**  
 首次覆盖

当前价格: 9.08元  
 目标价格: 12元

### 投资要点:

#### ► “洋垃圾”禁令催涨国废价格导致纸价坚挺

2016年我国进口废纸浆为2300万吨, 占总纸浆消耗量约24%。“洋垃圾”禁令造成的严格监管将限制未挑选废纸的进口, 废纸价格提升将会提高造纸成本并且转嫁至消费端, 同时进口木浆价格上涨也支撑纸价继续上行, 利好上游议价能力强的大型造纸企业。

#### ► 原材料上涨叠加纸厂转嫁能力大幅提升业绩

2010年行业高峰以来, 在供给侧改革+环保双重作用下, 小型纸厂不断出局, 造纸行业是较典型资源约束型行业, 主要渠道被大型造纸企业垄断, 2016年全国纸和纸板产量10855万吨, 前十大纸厂垄断将近4成市场份额, 且有愈发集中趋势, 其中铜版纸高度垄断, 导致龙头议价能力高。

#### ► “四三三”发展战略有效提升抗风险能力

纸价2011年大幅回落导致公司2012年归母净利下降65%, 依赖单一产业导致抗风险能力弱, 近年来公司逐步实施纸制品、生物质新材料、快速消费品各占40%、30%、30%利润的“四三三”战略, 提高抗风险能力。

#### ► 林浆纸一体化打通良性循环的产业链

我国林业资源匮乏, 人均森林蓄积量9.1立方米, 与世界平均比为1:8.2。大量木浆废纸浆需要进口, 太阳纸业积极海外布局林业资源。老挝30万吨化学浆和美国的70万吨化学精炼项目实施后可缓解上游成本压力。

#### ► 首次覆盖给予“推荐”评级。

公司纸品受益行业高景气度业绩提升、溶解浆价格处于上行阶段、行业地位稳固。预计2017-2019年EPS分别为0.71元、0.85元与0.92元。对应PE分别为13.31、11.12和10.27倍。首次覆盖给予推荐评级。

#### ► 风险提示

纸价回落 海外项目进展受阻 人民币贬值

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	2,536/2,531
流通A股市值 (百万元)	22,981
每股净资产 (元)	3.43
资产负债率 (%)	60.93
一年内最高/最低 (元)	10.19/6.20

### 一年内股价相对走势



钱建 分析师  
 执业证书编号: S05905101240001  
 电话: 0510-85613752  
 邮箱: qj@glsc.com.cn

### 相关报告

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	10,825.12	14,455.49	17,946.49	20,638.47	23,115.08
增长率 (%)	3.51%	33.54%	24.15%	15.00%	12.00%
EBITDA (百万元)	2,290.08	2,877.05	4,018.69	4,610.80	4,935.23
净利润 (百万元)	666.66	1,056.76	1,807.43	2,143.80	2,320.47
增长率 (%)	42.20%	58.52%	71.03%	18.61%	8.24%
EPS (元/股)	0.26	0.42	0.71	0.85	0.92
市盈率 (P/E)	36.44	22.99	13.44	11.33	10.47
市净率 (P/B)	3.48	3.05	2.57	2.17	1.86
EV/EBITDA	13.86	10.99	8.09	6.96	6.40

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所

## 正文目录

<b>1.</b>	<b>造纸行业经多年洗牌目前重回高景气度</b>	<b>4</b>
1.1.	近年来行业自发洗牌+环保趋严去产能导致造纸行业现拐点	4
1.2.	目前我国造纸产业趋于垄断态势	6
1.3.	龙头企业盈利大幅度提高	7
<b>2.</b>	<b>太阳纸业“四三三”战略大大提高抗风险能力</b>	<b>8</b>
2.1.	产业用纸享受行业景气度带来的盈利改善	8
2.2.	生物质精炼技术是未来公司一大看点	12
2.3.	进军快消领域抢占又一行业制高点	14
<b>3.</b>	<b>公司仍是行业估值洼地</b>	<b>16</b>
3.1.	公司收益能力对标行业公司	16
3.2.	公司以及行业龙头将迎来价值重估	18
3.3.	盈利预测及估值比较。	19

## 图表目录

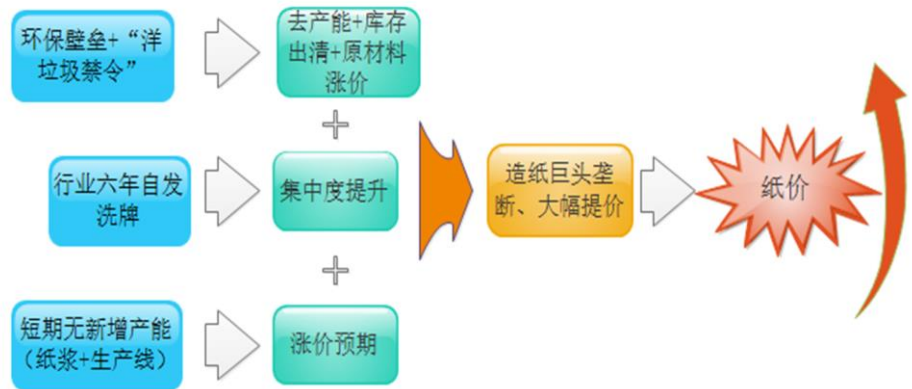
图表 1:	图解纸价上涨原因	4
图表 2:	造纸及纸制品单位数目变化情况	4
图表 3:	我国近年来快递件数增长情况	4
图表 4:	2014 年以来漂白化学浆价格走势	5
图表 5:	我国纸浆进口数量变化情况	5
图表 6:	2016 年我国各纸张消费量占比	6
图表 7:	2016 年我国纸浆消耗占比	6
图表 8:	一年来主要纸企股价和美元中间价走势对比	7
图表 9:	我国主要纸企 2016 年产量同比增长情况	7
图表 10:	近年来箱板纸价格走势	7
图表 11:	近年来双胶纸出厂价情况	7
图表 12:	近年来铜板纸价格走势	8
图表 13:	近期日废到岸价格走势	8
图表 14:	太阳纸业产能情况	8
图表 15:	太阳纸业各项业务收入占比	9
图表 16:	2017 年中报公司各项产品毛利率情况	9
图表 17:	各主要纸张性能及进出口情况	10
图表 18:	太阳纸业近几年溶解浆毛利情况	10
图表 19:	文化纸毛利率对比同行业公司	11
图表 20:	铜版纸毛利率对比同行业公司	11
图表 21:	太阳纸业未来产能扩张情况	11
图表 22:	木材中可提取的生物质产品	12
图表 23:	进口溶解浆数量	13
图表 24:	近年来溶解浆价格走势	13
图表 25:	我国近几年棉花播种情况	13
图表 26:	近年来棉花和粘胶价格走势	13
图表 27:	服装原材料产业链关系图解	14
图表 28:	幸福阳光系列产品	15
图表 29:	我国人均生活用纸量增长情况	15
图表 30:	我国近几年来婴儿纸尿裤消耗情况	15
图表 31:	我国近年来成人纸尿裤销售情况	15

图表 32: 四大造纸龙头对比.....	16
图表 33: 太阳纸业近几年利润情况.....	17
图表 34: 主要 A 股造纸公司 PE (TTM) 排名情况 .....	17
图表 35: 太阳纸业近几年三费情况.....	17
图表 36: 太阳纸业近年来销售利率情况 .....	17
图表 37: 太阳纸业近年营业收入 .....	18
图表 38: 太阳纸业历年 PB 值 .....	18
图表 39: 2006~2015 年造纸行业万元工业产值化学需氧量排放强度.....	19
图表 40: 可比公司估值比较 .....	19
图表 41: 财务预测摘要 .....	20

## 1. 造纸行业经多年洗牌目前重回高景气度

### 1.1. 近年来行业自发洗牌+环保趋严去产能导致造纸行业现拐点

图表 1：图解纸价上涨原因



来源：国联证券研究所

自 2016 年底以来，纸价上涨逻辑可以归结为以下三点：1、环保检查趋严和排污许可证制度等壁垒导致小厂关闭产能，一时供求趋紧 2.行业通过 6 年红海竞争龙头把握主动权、市占率不断提高的格局逐渐清晰，高污染的小厂不断出局。3.短期内龙头难有新增产能导致市场紧张情绪难以一时缓解。

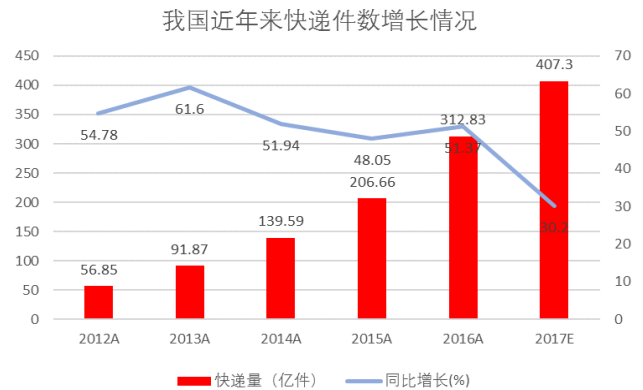
供给端来看：2010 年至 2015 年间，造纸企业淘汰总产能约 3600 万吨，有效缓解了行业产能过剩问题，一大批利用草浆造纸企业被淘汰。叠加目前环保趋严的背景，行业集中度不断提升，一边是纸厂数量平稳下降，一边是日益增长的消费需求。需求端上：根据《中国造纸年鉴》数据，人均生活用纸量已经由 2007 年的 2.70 千克/人增长到 2015 年的 5.20 千克/每人。同时这几年快递业的蓬勃发展也催生了巨大的瓦楞纸和箱板纸需求。

图表 2：造纸及纸制品单位数目变化情况



来源：国家统计局

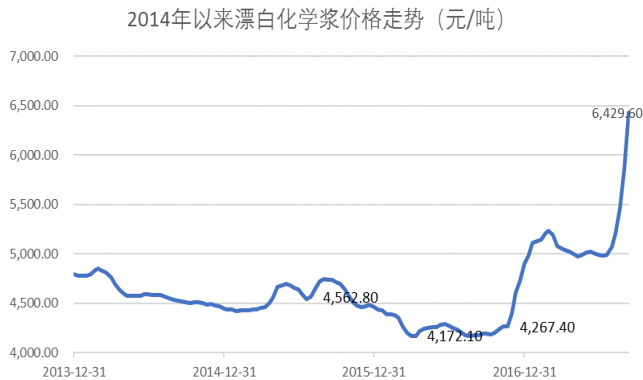
图表 3：我国近年来快递件数增长情况



来源：国家邮政局、国联证券研究所

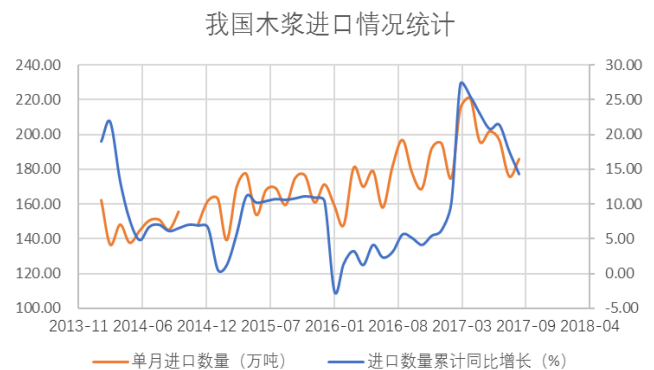
自 2016 年中以来，国产漂白化学浆价格走势一路向上，目前突破 6500 元/吨。进口漂阔木浆单价已经从 2016 年 8 月的 4000 元/吨到目前突破 6000 元/吨。

图表 4：2014 年以来漂白化学浆价格走势



来源：国家统计局

图表 5：我国纸浆进口数量变化情况



来源：Wind、国联证券研究所

根据国家排污许可信息公开系统 2017 年 9 月 26 日，造纸和纸质印刷品公司共发放排污许可证 2659 张，有效期 3 年。而根据国家统计局数据，截至到 2017 年 7 月，我国造纸及纸制品单位数为 6616 家，8 月 14 日，中华人民共和国环境保护部部署开展全国范围内的火电、造纸行业排污许可证执法检查。工作重点为：1、严厉打击无证排污行为 2、查处超许可限值排污行为 3、督促企业落实自行监测要求。各省级环境保护主管部门要做好检查工作的部署安排，2017 年 8 月 31 日前，组织完成清单内造纸企业无证排污行为查处工作。2017 年 11 月 30 日前，组织完成对持证企业超许可浓度限值排污和未落实自行监测要求行为的查处工作。

2017 年 4 月中央全面深化改革会议提出《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》，对固体废物进口分批分类实施综合管理，这一部分未经分拣的废纸约占总进口量的 20%，国外废纸进口的限制将进一步催涨国废的价格，一直以来，国外的废纸由于质量普遍优于国废，一旦回收渠道成熟可集中运输、成本较低，7 月 18 日，中国环保部向世界贸易组织提交文件，要求紧急调整进口固体废物清单，拟于 2017 年底前，禁止进口 4 类 24 种固体废物，包括生活来源废塑料、钒渣、未经分拣的废纸和废纺织原料等高污染固体废物。进一步体现了我国保护环境、打击高污染的部分固体垃圾的决心。

在国家环保稽查力度不断加强的背景和行业逐步走向规范化、绿色化的趋势下，供给端会出现进一步的收缩，小型纸企将逐步退出市场竞争，利好在资源、渠道、资金、技术上有优势的大型纸企，这也是近年来行业集中度不断提升的最主要原因。根据未来几年龙头企业扩产能情况、本次造纸行业周期预计将持续到 2018H1，且本次行业周期和上一轮有本质区别，以玖龙纸业、理文造纸、晨鸣、太阳为代表的龙头企业将牢牢占据先发优势，小厂产能由于环保壁垒将进一步受限，根据目前供需格局研判，纸价可能在 2018 年由于龙头企业产能释放预期缓慢下降。

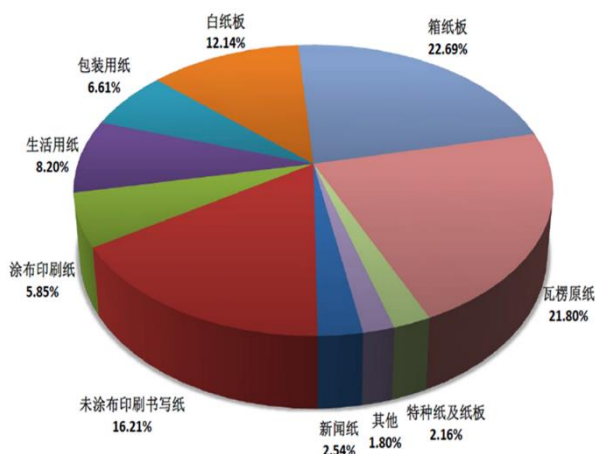


## 1.2. 目前我国造纸产业趋于垄断态势

根据《中国造纸工业 2016 年度报告》，2016 年纸及纸制品产量为 10855 万吨，同比增长 1.35 个百分点，前 10 大纸厂有 9 家产量增速高于平均值，而山东太阳控股集团更是增幅排名第一。2016 年前十大造纸企业产能占比 39.33%，相比 2015 年的 37.1% 提升了 2.23 个百分点，而早在 2011 年，前十大造纸企业市占率仅为 28.1%，行业集中度不断提升。

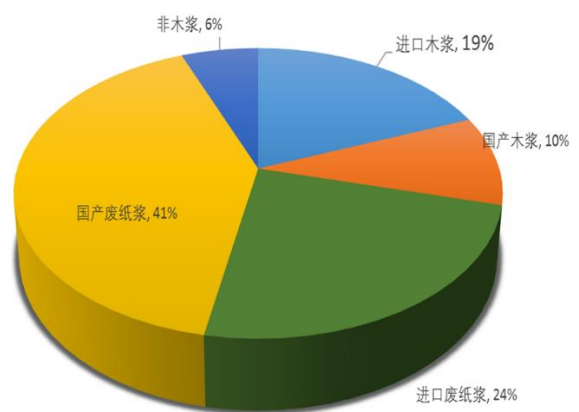
就 2016 年具体纸张市场而言，据初步测算，2016 年双胶纸 CR4 超过 40%，箱板纸 CR3 约 48%，白卡纸 CR4 约为 60%，铜版纸 CR4 约为 90%，大型纸企多年积累的渠道资源丰富（废纸收购渠道+进口木浆拿货渠道+销售渠道）加上排污许可等环保壁垒，有更多的资金、技术实力扩产能以及投资新纸种生产线。以目前各大厂商扩产能计划来看 2020 年十大纸厂将垄断国内 50% 以上的份额可能性较高。

图表 6：2016 年我国各纸张消费量占比



来源：中国造纸协会

图表 7：2016 年我国纸浆消耗占比

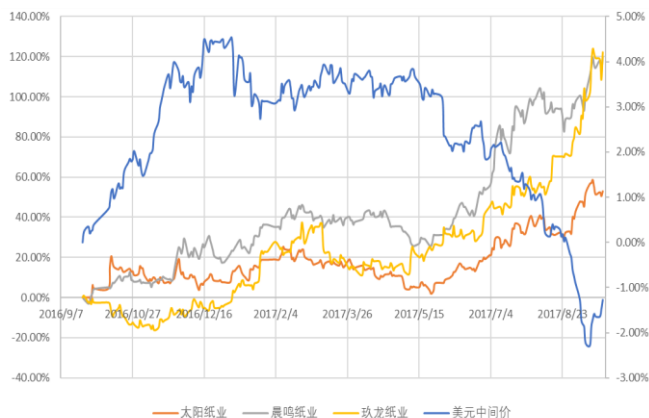


来源：中国造纸协会、国联证券研究所

2016 年纸张消耗量对比 2015 年主要纸种中箱板纸和瓦楞纸以及生活用纸、特种纸增速在提高，而新闻纸则有 11.37 个百分点的下降，体现了目前社会用纸以包装纸为主流、下游包括快递件、医药包装、饮料白酒、电器产品等，下半年由于“双 11”等活动和春节等消费推动，包装纸需求量较大，行业景气度有望进一步提升。

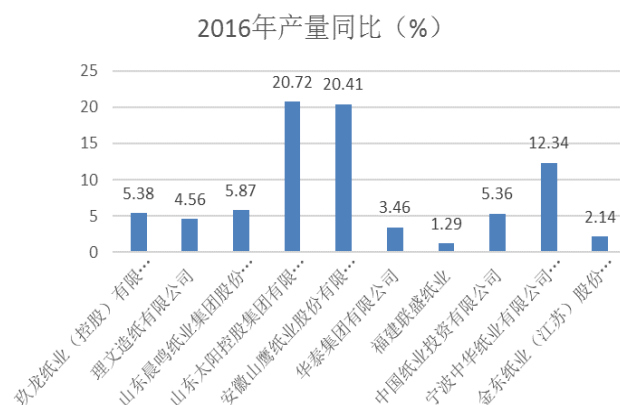
今年五月份以来，人民币迎来一波 5% 左右的升值，对应的造纸企业公司股价也迎来上涨，人民币升值对应着企业购买力增强，由于我国造纸企业对进口木浆和纸浆依赖较强，更强的购买力可以降低企业的采购成本，抵消一部分原材料上涨的不利因素。虽然人民币汇率走势对造纸企业没有决定性影响，但是在环保趋严、厂商缩减的大背景下、人民币升值无疑助推了造纸企业的盈利能力。

图表 8：一年来主要纸企股价和美元中间价走势对比



来源：Wind、国联证券研究所

图表 9：我国主要纸企 2016 年产量同比增长情况

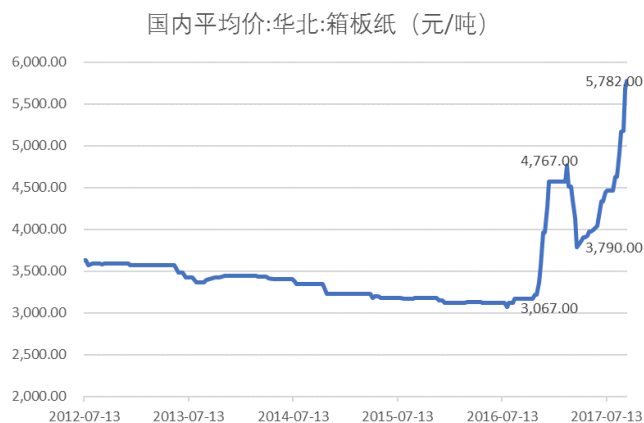


来源：中国造纸协会、国联证券研究所

### 1.3. 龙头企业盈利大幅度提高

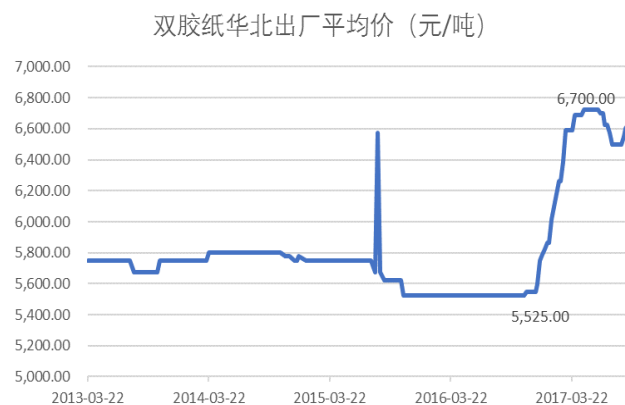
受益于纸价大幅上涨，造纸龙头企业业绩亮眼。晨鸣纸业 2016 归母净利润率 20.64 亿元，同比增长 102.11%。2017H1 归母净利 17.46 亿元，同比增长 85.86%。理文造纸 2016 年和 2017H1 分别同比增长 22.78 和 53.35 个百分点。主要龙头企业均迎来大幅度业绩改善。

图表 10：近年来箱板纸价格走势



来源：纸业联讯、国联证券研究所

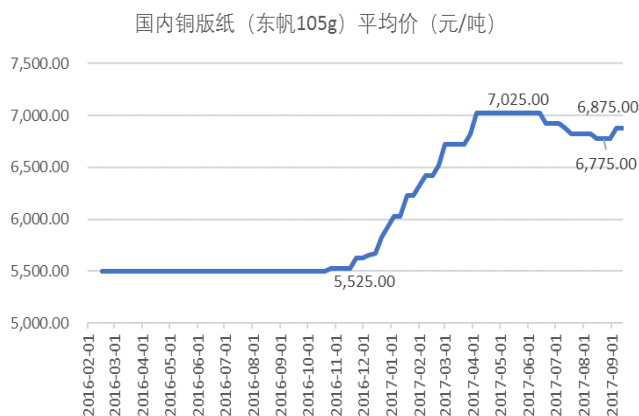
图表 11：近年来双胶纸出厂价情况



来源：纸业联讯、国联证券研究所

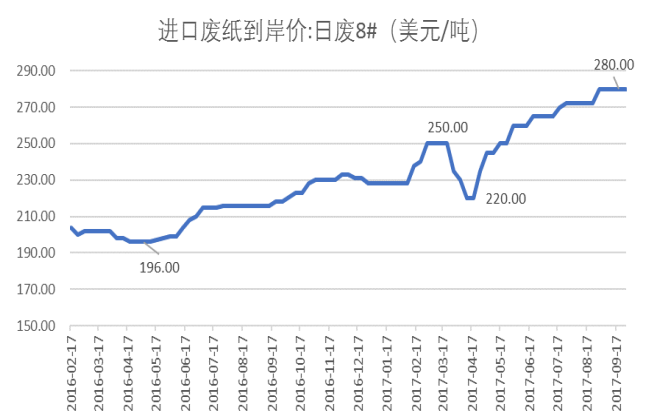
本轮造纸企业龙头利润大幅提升主要有以下几点原因：1.环保限产使得供给端收缩。2.“洋垃圾”禁令的出台限制了部分进口废纸量催涨了国废的价格 3.行业集中度的提升导致龙头议价能力增强。

图表 12：近年来铜板纸价格走势



来源：纸业联讯、国联证券研究所

图表 13：近期日废到岸价格走势



来源：Wind、国联证券研究所

## 2. 太阳纸业“四三三”战略大大提高抗风险能力

### 2.1. 产业用纸享受行业景气度带来的盈利改善

股权结构：山东太阳控股集团有限公司占比 48.4%，是绝对的第一大控股股东，其次复星系以 7.49% 的控股比例排名第二。剩余股权较为分散。

太阳纸业是我国纸制品产能规模第四的大型民营造纸集团，主营从事机制纸、纸制品、木浆、纸板的生产和销售。产能方面：公司的浆纸年生产能力预计将达到 452 万吨，其中铜版纸 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 80 万吨、淋膜原纸 30 万吨、静电复印纸 10 万吨、工业原纸 10 万吨等。山东太阳控股集团是全球先进的林浆纸一体化跨国造纸集团，中国造纸行业领军企业，位列中国 500 强企业第 306 位，世界造纸百强。

图表 14：太阳纸业产能情况

产能情况 (万吨)	双胶纸	铜版纸	箱板纸	化机浆	溶解浆	淋膜原纸	生活用纸	静电复印纸	工业原纸	特种纸	合计
2016	100	90	80	70	50	30	12	10	10		452
2017	100	90	80	70	50	30	12	10	10		452
2018E	100	90	80+80	70+30	50	30	12	10	10	20	582

来源：公司公告、国联证券研究所

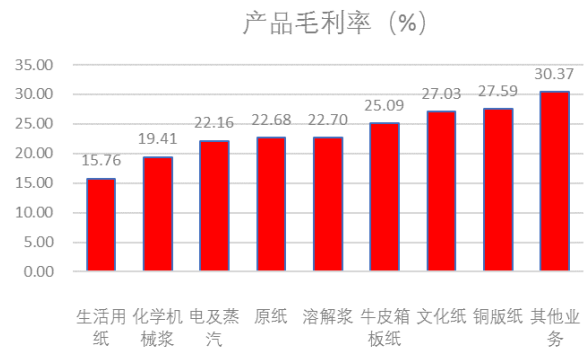


图表 15: 太阳纸业各项业务收入占比



来源: Wind、国联证券研究所

图表 16: 2017 年中报公司各项产品毛利率情况



来源: Wind、国联证券研究所

公司 80 万吨牛皮箱板纸产能 2016 年释放初期, 贡献了 5.06 亿的营业收入和 1.1 亿利润, 而 2017 年中旬随着产能逐步释放, 已经贡献 10.56 亿收入和 2.65 亿利润, 作为本次纸价上涨的明星品种, 随着八九月的大幅提价, 而且下半年又是包装旺季, 目前供给端紧张情况并无明显放缓趋势。全年将贡献可观业绩。箱板纸是为数不多的目前还处于净进口的纸张, 早期美国白卡纸由于较高的品质获得市场青睐, 目前太阳纸业的低克重高档的牛皮纸以较好的耐撕性、防水性赢得了国内市场的认可。项目位于山东省济宁市邹城市太平镇造纸工业园区, 交通便利, 山东是水产品供应大省, 同时毗邻日照、青岛等海港。

受益于公司林浆纸一体化的早期布局, 在原材料上游端, 太阳纸业拥有年产能 70 万吨的化学机械浆, 是全球最大的单一化机浆生产基地。化机浆价格从 2016 年 4 月的 3000 元/吨上涨至 2017 年 9 月底的 5600 元/吨, 涨幅接近 70%。无论是外销还是内部自用, 都大大减轻了作为铜版纸、双胶纸上游原材料价格上升带来的压力。基于短时间内纸价将小幅上扬或者维持高位震荡的判断, 预计化机浆将继续为公司上游缓解成本压力。

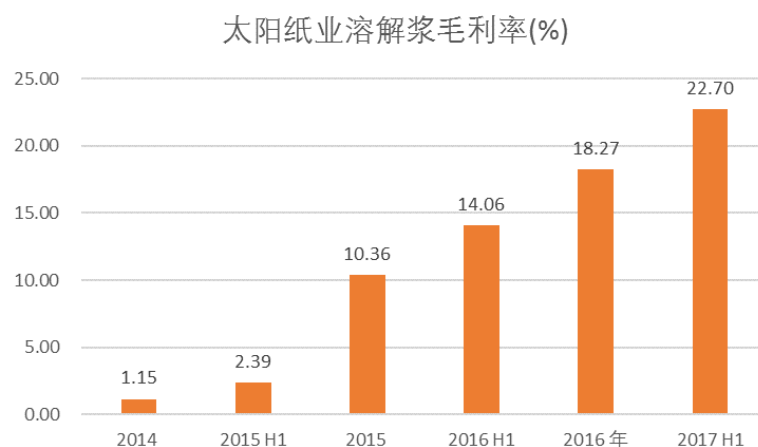
图表 17: 各主要纸张性能及进出口情况

纸张种类	2017年9月 平均售价 (元/吨)	克重 (g/m <sup>2</sup> )	性能	适用产品	2016年 我国产能	2016年进 出口情况
白卡纸	6500	170-400	定量、厚度均一性好, 挺度、松厚度高, 模切成盒性能好; 纸张白度高, 色相稳定	高档礼盒、中高档烟包印刷、化妆品盒;	约 1100 万吨	净出口约 200 万吨
铜版纸	6700	58-250	纸面涂层均匀、光泽度、纸张松厚度好、高强度, 白度好、色彩亮丽、图像逼真	高档画册、图片、杂志、高档书籍内页、挂历、海报	565 万吨	净出口 100 万吨
文化纸	6600	50、60-120	白度高, 挺度好、强度指标高、表面平滑细腻、套版准确、印刷清晰	书刊、课本、杂志、封面、插图、笔记本、试卷、教材、教辅等	1689 万吨	净出口 81 万吨
箱板纸	5200	80-120	坚韧, 耐破度、环压强度和撕裂度高, 较高的抗水性	与瓦楞纸芯粘合制成瓦楞纸箱, 用来包装家用电器、百货、水产品等	2364 万吨	净进口 59 万吨

来源: Wind、国联证券研究所

公司的各项业务目前稳中向好, 各纸张毛利率均处于行业领先地位, 其中溶解浆业务收入从 2014 的 6.19 亿增长到 13.63 亿, 毛利率从 2014 年度的 1.15% 稳步增长到 2017 年中报的 22.7%。随着美国项目的推进和老挝化学浆的实施。未来生物质精炼项目将成为太阳纸业脱颖而出的又一重要战略支撑点。

图表 18: 太阳纸业近几年溶解浆毛利情况

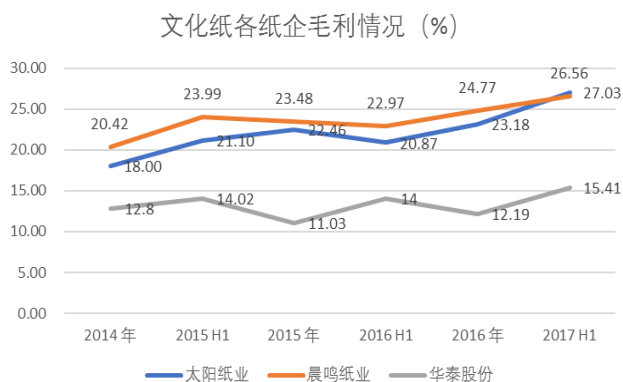


来源: Wind、国联证券研究所

公司牛皮箱板纸 2016 年刚投产便有 21.73% 的毛利率, 2017 年中达到 25.09% 的毛利率。以目前的营收规模和后续产能扩建情况, 牛皮纸和文化纸、铜版纸将成为拉动太阳纸业业绩的保障。文化纸在主要纸张里集中度相对分散, 属于垄断竞争市场, 公司技术准入门槛相对较低, 需求和产能都相对稳定, 随着二胎政策的放开和小学生入园数的增长, 对课本的需求将有力支撑双胶纸的市场, 而铜版纸市场更加接近于寡

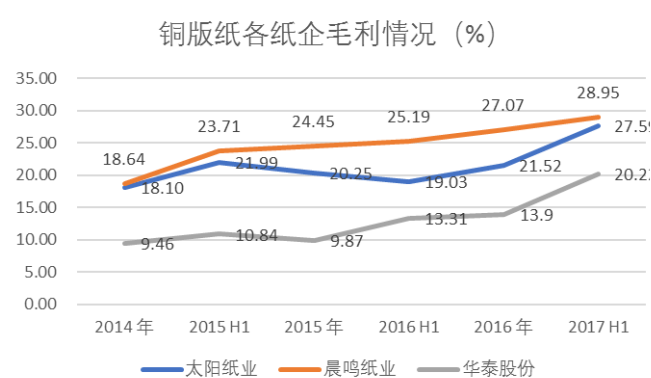
头市场特征，双胶纸和铜版纸据最新中报披露显示毛利双双超过 27%，为公司贡献稳定的业绩来源。

图表 19：文化纸毛利率对比同行业公司



来源：Wind、国联证券研究所

图表 20：铜版纸毛利率对比同行业公司



来源：Wind、国联证券研究所

从产能扩张角度而言，目前公司并未盲目扩产能，而是根据目前市场发展需求和公司自身业务特点出发。目前特种纸尚存进口替代空间，老挝的化学浆项目可以在成本端有效降低对原材料涨价的风险，且公司溶解浆生产技术在手可以转产溶解浆，80万吨的箱板纸扩建产能虽然不比玖龙纸业等大型包装纸龙头，面对目前包装行业旺盛的需求叠加小厂产能限制，公司低克高档的牛皮纸具有强有力的竞争力。综上，我们认为公司的产能在迈向高端，在产业用纸享受高景气度同时加大对未来有潜力品种的投入，目光十分长远。

图表 21：太阳纸业未来产能扩张情况

产品	产能	投产日期	投入 (亿元)	预计年收入 (亿元)	预计年利润 (亿元)
特种纸	20 万吨	2018 年一季度	6	13	1.4
化学浆	30 万吨	2018 年二季度	19.58	-	3.2
箱板纸	80 万吨	2018 年三季度	21	29	3

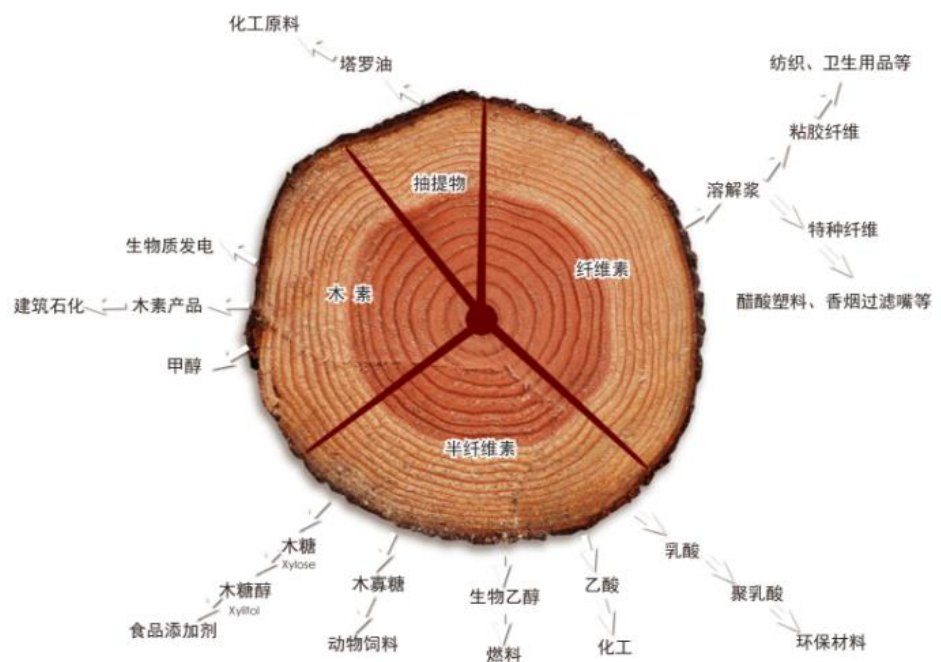
来源：公司公告、国联证券研究所

## 2.2. 生物质精炼技术是未来公司一大看点

溶解浆是由天然纤维素组成的化学木浆，用途广泛。粘胶纤维在质地上与棉花相近，舒适性、透气性、环保等各方面较涤纶都有明显优势，所以粘胶纤维在纺纱中的比例在不断提高。溶解木浆和棉绒浆又是粘胶纤维的主要上游材料，因此国内对溶解浆需求持续旺盛。2006年-2015年间我国溶解浆进口量增长了467%。目前公司年产溶解浆50万吨，同时可提炼一万吨的木糖以及以及其他副产品，目前规模国内第一、世界第三。一直以来我国对溶解浆依存度超过60%，主要原因是我国林业资源不丰富，再一个国产溶解浆由于生产技术相对落后导致生产成本高，太阳纸业的连续蒸煮法技术开创了国内溶解浆提炼技术的先河。

技术储备上：在美国阿肯萨斯州的溶解浆项目将采用全球最先进的生产工艺BAT，能够达到更为严格的环保控制水平，项目环保、可持续性标准将在美国浆纸行业树立新的标杆。利用最佳可得污染控制技术BACT。电力能源自给率约为300%，意味着有多余的电能可供出售，可见公司生物质精炼技术已经走在世界前沿。

图表 22：木材中可提取的生物质产品



来源：公司官网

2016年溶解浆价格由年初6670元/吨上升至11月初的8700元/吨，涨幅30%。我国是世家第一大棉花生产国，纺织业的需求旺盛和我国棉花种植面积近几年来连续下滑导致棉价2016年有一波23%左右反弹，棉价企稳反弹也支撑了粘胶纤维价格，从而带动了上游溶解浆的价格。未来棉花价格在供给端收缩的背景下下行空间不大，涤纶由于吸湿性差，硬度在三种棉纺原料中最硬对纺纱机械有轻微损伤，粘胶由于其良好的吸湿性和透气性在三者中的比例不断提升，未来是具有替代棉花的潜力品种。

图表 23: 进口溶解浆数量



来源：中国造纸年鉴

图表 24: 近年来溶解浆价格走势



来源：中国造纸年鉴、国联证券研究所

目前棉花价格和粘胶价格均处于历史相对较低位置，且两者关联性较强，就价格而言有较大的提价空间。据中纤网消息，国庆节后太阳纸业上调溶解浆出厂价，将超过 8000 元/吨，意味着溶解浆价格步入稳步上涨的上升通道。

图表 25: 我国近几年棉花播种情况



来源：国家统计局

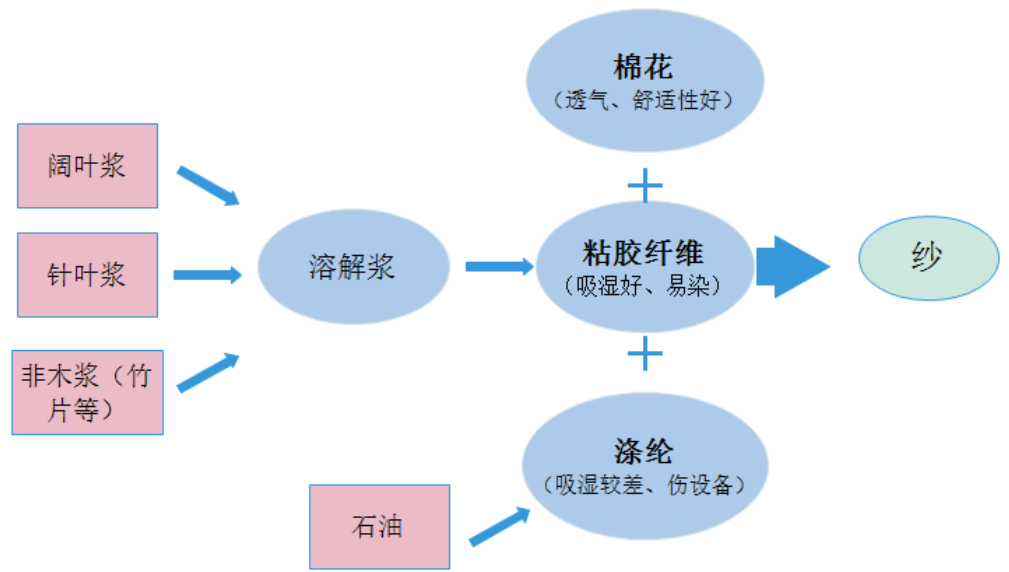
图表 26: 近年来棉花和粘胶价格走势



来源：Wind、国联证券研究所

2015-2016 年人民币大幅贬值缩小了国内外价差国产溶解浆和进口溶解浆价格差收窄，增加的 20-40 万吨需求被国产溶解浆填补，公司年产 50 万吨溶解浆目前国内第一、世界第三，随着棉花种植面积减少以及粘胶纤维在纺纱中比例的提升，由于目前尚且存在 220 万吨的进口替代需求，国内的溶解浆技术（太阳纸业连续蒸煮法全球领先，可提炼木糖）又在进步，公司已经走在国内溶解浆的最前沿。

图表 27：服装原材料产业链关系图解



来源：互联网、国联证券研究所

### 2.3. 进军快消领域抢占又一行业制高点

快消领域的产品是公司“四三三”发展规划中的重要部分，目前已经投放市场的包括生活用纸和纸尿裤等产品。公司于 2017 年 5 月推出了“悦木-原”系列生活用纸产品，在原有无添加系列得的健康理念基础上，加强工艺的改进让产品物理特征方面在无添加的基础上更加符合消费者的消费习惯。同时，全系列产品加入了“环保”理念（FSC 森林可持续认证），打造“健康”+“环保”的消费观念。为进一步提升产品的高档化和差异化，公司计划在 2017 年下半年推出乳霜系列、超超柔系列产品。

2017 年 7 月 18 日，公司与北京众鸣世纪科技有限公司（以下简称“众鸣世纪”）签订了《太阳纸业与众鸣世纪之战略合作协议》，众鸣世纪将以旗下的母婴互联网平台宝宝树作为与公司的合作对象，根据协议，双方将依托公司生产制造工艺，以及宝宝树相关平台、消费群体资源优势，共同开发符合市场需求的食品级母婴系列高档生活用纸；发挥宝宝树相关平台优势，协助公司在生活用纸等相关领域进行产品推广；共同开发、定制一些其他符合市场需求的高档母婴系列产品。

儿童纸尿裤方面，2017 年 7 月 19 日，升级款的 Suyappy 舒芽奇空气纸尿裤正式上市，定位于高端的儿童纸尿裤新品也正在研发试用过程中，并计划于 2018 年上半年市场推出。

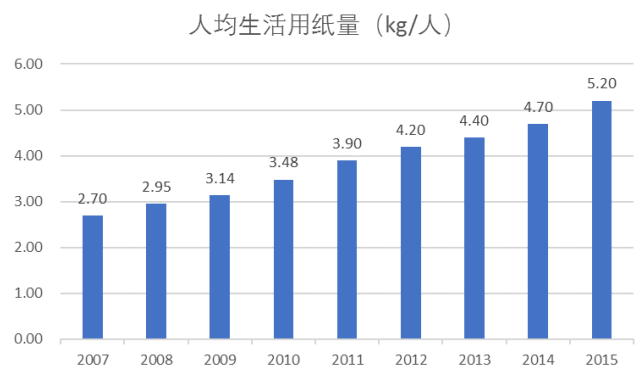


图表 28：幸福阳光系列产品



来源：公司官网

图表 29：我国人均生活用纸量增长情况

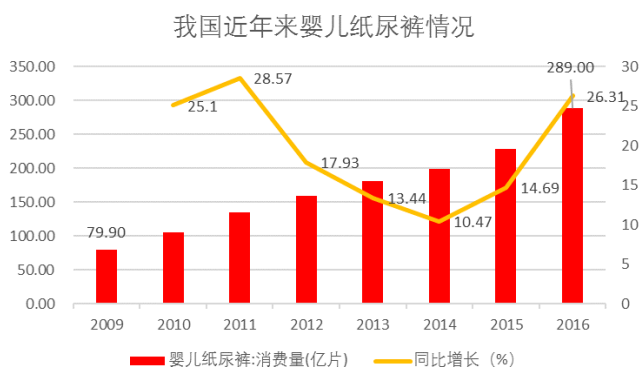


来源：中国造纸年鉴、国联证券研究所

2016 年 10 月，公司公告与上海复星高科技（集团）有限公司签订战略合作协议。并且太阳控股转让太阳纸业总股本的 7.49% 给复星瑞哲泰富。主要事宜包括以下三点：（1）发挥复星集团及其旗下相关公司的资源优势、产业优势，协助公司在生活用纸及纸尿裤等快速消费品领域进行战略梳理，围绕太阳纸业“四三三”的转型布局提供战略性指导建议和资源导入。（2）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、养老等）与公司的业务合作。（3）在全球范围内围绕生活用纸及纸尿裤领域、林浆纸一体化等项目的共同投资及并购整合。

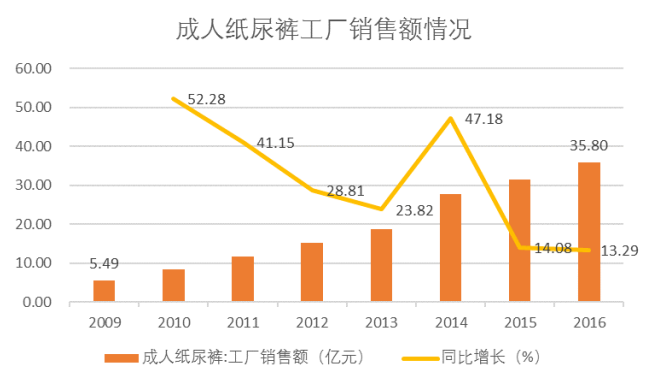
通过与复星强强联合，借助复星渠道优势以及投资端聚焦 B2F（Business to Family）的理念，公司“四三三”战略步伐有望进一步加快。

图表 30：我国近年来婴儿纸尿裤消耗情况



来源：中国生活用纸年鉴、国联证券研究所

图表 31：我国近年来成人纸尿裤销售情况



来源：中国造纸年鉴、国联证券研究所

2016 年公司与 Crecia 公司合作推出舒雅琦纸尿裤，同时，2017 年 2 月太阳纸业的控股子公司山东太阳生活用纸有限公司将与北京同仁堂养老投资管理有限责任公司等共同出资设立养老产业基金，从公司一系列步伐包括在美国阿肯色州大手笔的投资生物质提炼（可产绒毛浆）可以看到公司看好未来 1.消费升级带来的儿童纸尿裤较快增长 2.应对人口老龄化带来的巨大成人纸尿裤需求。

快消品领域是公司“四三三战略”重要的一环，2016 年我国生活用纸消费量 854 万吨，较上年增长 4.53 个百分点，2007~2016 年生产量年均增长率 6.54%，消费量年均增长率 6.71%。其中婴儿纸尿裤和成人纸尿裤的增速远远超过生活用纸增速，看好公司在消费升级带来生活用纸提升的布局。

### 3. 公司仍是行业估值洼地

#### 3.1. 公司收益能力对标行业公司

四大龙头公司各有特色，玖龙纸业以废纸收购渠道和接近 1400 万吨的产能抢占行业制高点、理文纸业以 2017 年上半年 792 港元的吨净利傲视群雄，就产能而言，公司产能排名全国第四，但是产品丰富，双胶纸、铜版纸、牛皮纸等产业用纸均实力雄厚，且未来发力溶解浆业务，2017 年看好公司溶解浆业务发力以及 80 万吨牛皮纸贡献利润。

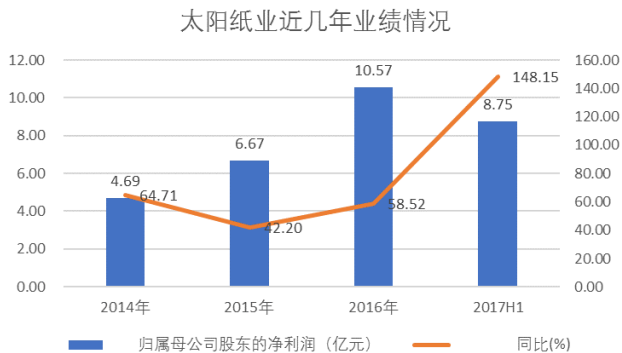
图表 32：四大造纸龙头对比

	玖龙纸业 (2689.HK)	理文纸业 (2314.HK)	晨鸣纸业 (000488.SZ)	太阳纸业 (002078.SZ)
2016年营业收入 (亿元)	398.36	185.86	229.07	144.45
归母净利润 (亿元)	43.83	26.3	20.64	10.57
毛利率	20.37%	22.25%	31.08%	21.92%
净利率	11.07%	15.4%	8.83%	8.01%
核心优势	原材料渠道、能源、运输全产业链	包装纸龙头 (箱板原纸) + 卫生纸双龙驱动	林浆纸一体化 (75% 自给率) + 产融结合	抗风险能力强 (产业用纸+生物质系列+生活用纸)
PE (TTM)	15.2	12.9	13.2	15.9
PE(2017)	12	10.9	11.1	14.2

来源：Wind、国联证券研究所

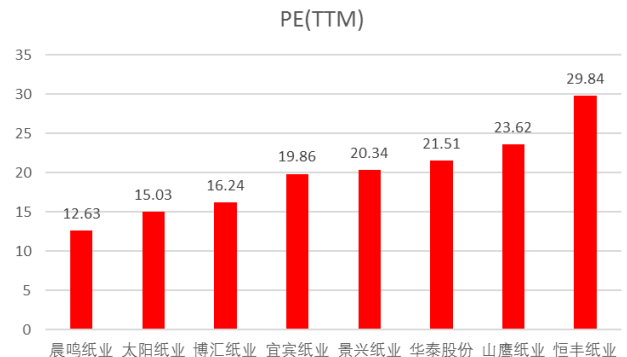
公司近几年的业绩快速增长并非完全依赖于纸价上涨，而是公司战略的率先布局和管理层的快速决策以应对市场的变化。2014 年公司营业收入 104.58 亿元，同比减少 4 个百分点，2015 营业收入 108.25 亿元，同比增长 3.5 个百分点，2016 年营业收入增长 33.54 个百分点，可见公司利润水平远超营业收入增长，一方面公司不断培育新的增长点，溶解浆和生活用纸业务开始发力，另一方面公司主要产品毛利率均处于行业上游，近三年来研发投入均超过 4 个亿，公司的溶解浆连续蒸煮法以及低克重高档（强度高、耐水性好、湿强度高）的牛皮纸生产线均处于技术领先。

图表 33: 太阳纸业近几年利润情况



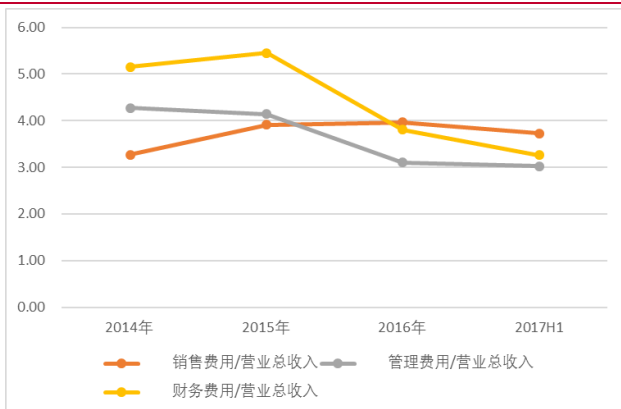
来源: Wind、国联证券研究所

图表 34: 主要 A 股造纸公司 PE (TTM) 排名情况



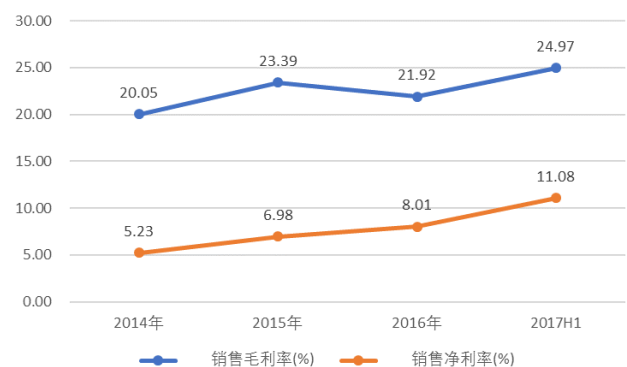
来源: Wind、国联证券研究所

图表 35: 太阳纸业近几年三费情况



来源: Wind、国联证券研究所

图表 36: 太阳纸业近年来销售利率情况



来源: Wind、国联证券研究所

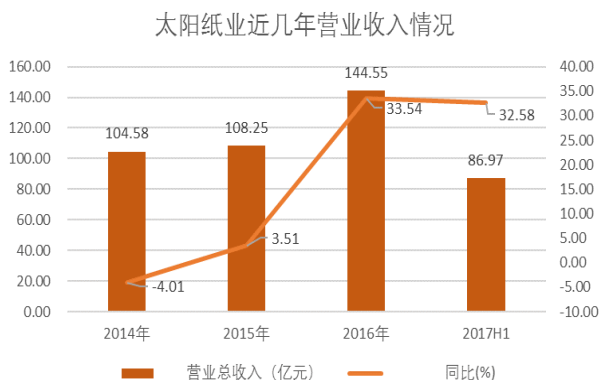
太阳纸业相较于国内 A 股上市公司 PE (TTM) 估值相对便宜, 仅次于晨鸣纸业, 公司过去五年净利润 CAGR 达到 16.2, 其成长性不亚于成熟的国际巨头公司, 其中产业用纸方面: 铜版纸业务由于国内四大龙头垄断程度较高, 将近 40%, 议价能力加上公司部分化学机械浆自给的原因使得公司铜版纸盈利能力坚挺, 毛利率从 2014 年的 18.1% 升至 2017H1 的 27.6%。箱板纸金额瓦楞纸无疑使本轮纸价上涨的最受益品种, 一年来涨价幅度超过 50%, 生物质精炼方面: 溶解浆短期处于价格上升通道, 公司产能国内第一, 由于多年来溶解浆国内不能自给自足, 需要大量进口, 公司 50 万吨的产量采用连续蒸煮法保证了国产溶解浆的质量, 替代进口空间大。生活用纸业务: 预计 2019 年随着 2018 年二季度老挝 30 万吨化学浆项目和美国项目 70 万吨生物精炼项目投产将发力。

### 3.2. 公司以及行业龙头将迎来价值重估

业务布局上：本部 20 万吨的高档特种纸预计 2018 年一季度投产，老挝的 30 万吨化学浆项目处于紧张建设阶段，在当地的速生林种植水平可以和南美巴西等国家媲美，已经陆续进入轮伐期。有效解决了企业原料问题，进一步减轻原料价格周期的影响和反倾销的风险。预计 2018 年二季度投产，80 万吨高档纸板及其改建工程预计 2018 年三季度投产，公司的产能将获得保障，公司的业务也在逐渐迈向利润率更高的高端市场。从长远角度来看，公司的业务贯通上下游并且有抵御市场风险的能力，属于稳健增长型的品种。

技术储备上：未来，美国的 70 万吨化学精炼项目看点，该项目可转产 60 万吨溶解浆，按照 1.03 吨溶解浆可以生产出 1 吨粘胶纤维（1 吨棉花生产 1 吨粘胶纤维）来计算，60 万吨溶解浆就能取代 58.3 万吨的棉花的原料。项目将采用全球最先进的生产工艺 BAT，利用最佳可得污染控制技术 BACT。电力能源自给率约为 300%——可产生 123MW 电力，除满足生产自用外，仍能有约 80MW 的电力盈余可上网出售。

图表 37：太阳纸业近年营业收入



来源：Wind、国联证券研究所

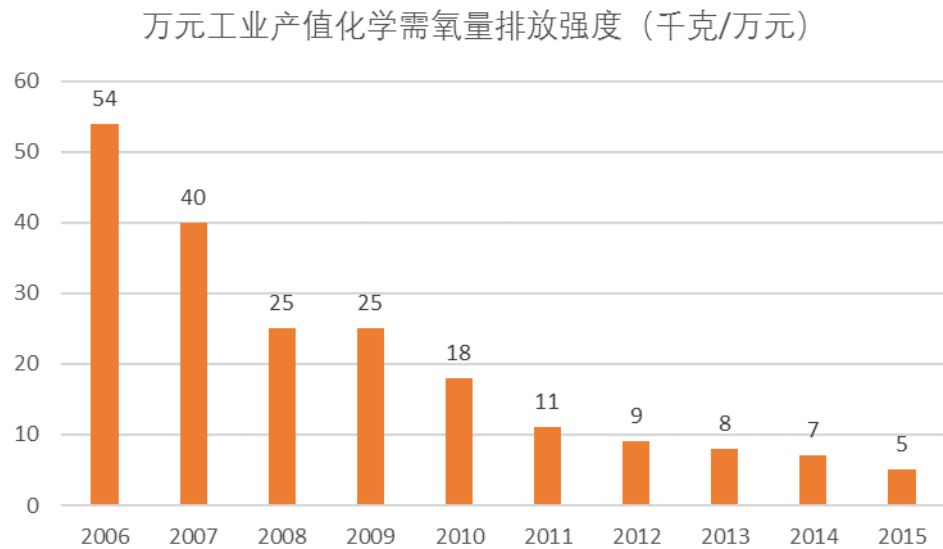
图表 38：太阳纸业历年 PB 值



来源：Wind、国联证券研究所

在 2016 年，造纸企业不断调整结构以适应市场变化和 demand，在环保上不断加大投入，渠道、运输、能源配备等方面进一步规范。龙头企业在林浆纸一体化、金融租赁、生物质提炼方面多点开花，呈现良好的发展态势，2015 年整体水重复利用率 75.5%，目前公司出境水质每升 COD 优于国家环保标准，随着造纸企业研发不断投入，造纸龙头代表了行业内最先进的生产技术，造纸龙头在技术创新上不断攻坚克难，使得造纸企业终有一天告别“高污染”的帽子，龙头企业必将迎来新一轮的价值评估。

图表 39： 2006~2015 年造纸行业万元工业产值化学需氧量排放强度



来源：中国造纸协会、国联证券研究所

### 3.3. 盈利预测及估值比较。

公司主营稳健，纸品受益行业高景气度业绩提升、溶解浆价格处于上行阶段、行业地位稳固。预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.71 元、0.85 元与 0.92 元。对应 PE 分别为 13.31、11.12 和 10.27 倍。首次覆盖给予推荐评级，给予目标价 12 元。

就估值而言，A 股整体平均 PE 中位数在 30 倍附近，公司作为龙头企业之一以目前 13.51 倍的估值有很强的吸引力。

图表 40：可比公司估值比较

证券代码	公司名称	当前股价	总市值	每股收益预测 (元)			动态市盈率		
		(元)	(亿)	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
000488	晨鸣纸业	18.83	298.27	0.99	1.83	2.15	9.96	10.28	8.74
300307	博汇纸业	6.65	88.91	0.15	0.62	0.70	57.29	10.74	9.44
600567	山鹰纸业	4.93	224.36	0.09	0.36	0.42	78.5	13.51	11.62
<b>002078</b>	<b>太阳纸业</b>	<b>9.45</b>	<b>239.65</b>	<b>0.42</b>	<b>0.70</b>	<b>0.86</b>	<b>18.65</b>	<b>13.44</b>	<b>11.33</b>
平均市盈率							41.10	11.99	10.28

来源：Wind 国联证券研究所

风险提示：

纸价回落 海外项目进展遇阻 人民币贬值

**图表 41：财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,398.5	758.56	1,794.6	2,063.8	2,311.51	营业收入	10,825.	14,455.	17,946.	20,638.	23,115.0
应收账款+票据	3,397.4	4,177.4	3,786.7	5,372.11	4,885.8	营业成本	8,292.7	11,287.3	13,459.	15,478.	17,567.
预付账款	280.13	492.32	491.16	639.84	643.77	营业税金及附加	40.26	101.11	90.81	104.43	116.97
存货	1,400.0	1,138.8	2,492.3	1,683.4	3,055.7	营业费用	423.31	572.25	710.45	817.02	915.06
其他	420.99	479.55	479.55	479.55	479.55	管理费用	448.56	448.60	502.50	557.24	600.99
<b>流动资产合计</b>	<b>6,897.1</b>	<b>7,046.7</b>	<b>9,044.4</b>	<b>10,238.</b>	<b>11,376.4</b>	财务费用	590.48	550.04	392.96	383.77	351.02
长期股权投资	100.94	130.28	130.28	130.28	130.28	资产减值损失	10.32	64.20	64.20	64.20	64.20
固定资产	8,625.3	11,284.8	10,597.	11,320.9	11,878.6	公允价值变动	3.08	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	2,735.1	302.01	1,814.0	1,745.0	1,954.0	投资净收益	-131.03	18.30	0.00	0.00	0.00
无形资产	529.74	556.52	539.65	522.78	505.90	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	531.23	481.65	479.04	476.44	473.83	<b>营业利润</b>	<b>891.48</b>	<b>1,450.2</b>	<b>2,725.7</b>	<b>3,232.9</b>	<b>3,499.3</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>12,522.</b>	<b>12,755.</b>	<b>13,560.</b>	<b>14,195.</b>	<b>14,942.</b>	营业外净收益	149.00	18.02	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>19,419.</b>	<b>19,802.</b>	<b>22,604.</b>	<b>24,434.</b>	<b>26,319.</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,040.4</b>	<b>1,468.2</b>	<b>2,725.7</b>	<b>3,232.9</b>	<b>3,499.3</b>
短期借款	5,253.7	4,168.2	4,801.2	4,113.57	3,328.7	所得税	285.37	310.02	681.43	808.24	874.85
应付账款+票据	2,173.6	2,255.8	3,026.2	3,048.1	3,845.8	<b>净利润</b>	<b>755.10</b>	<b>1,158.2</b>	<b>2,044.2</b>	<b>2,424.7</b>	<b>2,624.5</b>
其他	1,449.4	1,748.0	1,437.6	1,905.2	1,582.3	少数股东损益	88.45	101.44	236.84	280.92	304.07
<b>流动负债合计</b>	<b>8,876.9</b>	<b>8,172.0</b>	<b>9,265.1</b>	<b>9,066.9</b>	<b>8,756.9</b>	<b>归属于母公司</b>	<b>666.66</b>	<b>1,056.7</b>	<b>1,807.4</b>	<b>2,143.8</b>	<b>2,320.4</b>
长期带息负债	2,217.0	2,917.0	2,917.0	2,917.0	2,917.0						
长期应付款	795.10	373.06	373.06	373.06	373.06						
其他	136.81	0.00	0.00	0.00	0.00						
<b>非流动负债合计</b>	<b>3,148.9</b>	<b>3,290.0</b>	<b>3,290.0</b>	<b>3,290.0</b>	<b>3,290.0</b>						
<b>负债合计</b>	<b>12,025.</b>	<b>11,462.1</b>	<b>12,555.</b>	<b>12,357.</b>	<b>12,047.</b>						
少数股东权益	407.71	376.58	613.42	894.34	1,198.4						
股本	2,536.6	2,535.8	2,535.8	2,535.8	2,535.8						
资本公积	1,203.3	1,207.6	1,207.6	1,207.6	1,207.6						
留存收益	3,245.9	4,219.8	5,692.5	7,439.3	9,330.0						
<b>股东权益合计</b>	<b>7,393.6</b>	<b>8,339.9</b>	<b>10,049.</b>	<b>12,077.</b>	<b>14,272.</b>						
<b>负债和股东权益</b>	<b>19,419.</b>	<b>19,802.</b>	<b>22,604.</b>	<b>24,434.</b>	<b>26,319.</b>						

现金流量表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	883.85	1,143.2	2,044.2	2,424.7	2,624.5
折旧摊销	747.34	894.91	944.87	1,045.6	1,142.5
财务费用	482.28	424.40	348.11	332.20	293.25
存货减少	-275.78	260.41	-	808.84	-
营运资金变动	-	-32.07	851.94	-	957.16
其它	104.04	161.03	64.20	64.20	64.20
<b>经营活动现金流</b>	<b>773.65</b>	<b>2,851.9</b>	<b>2,899.8</b>	<b>3,431.0</b>	<b>3,709.4</b>
资本支出	2,627.0	1,673.3	1,814.0	1,745.0	1,954.0
长期投资	166.15	19.04	0.00	0.00	0.00
其他	593.67	140.51	0.00	0.00	0.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
债权融资	1,320.2	-736.37	633.03	-687.69	-784.81
股权融资	1,004.8	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-285.62	-984.13	-682.83	-729.21	-722.98
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,039.4</b>	<b>-</b>	<b>-49.79</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>635.22</b>	<b>-408.24</b>	<b>758.56</b>	<b>1,794.6</b>	<b>2,063.8</b>

主要财务比					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	3.51%	33.54%	24.15%	15.00%	12.00%
EBIT	29.62%	28.48%	55.08%	15.98%	6.38%
EBITDA	17.78%	25.63%	39.68%	14.73%	7.04%
归属于母公司	64.71%	58.52%	71.03%	18.61%	8.24%
<b>获利能力</b>					
毛利率	23.39%	21.92%	25.00%	25.00%	24.00%
净利率	6.98%	8.01%	11.39%	11.75%	11.35%
ROE	9.54%	13.27%	19.15%	19.17%	17.75%
ROIC	8.40%	10.63%	15.07%	15.16%	14.99%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	61.93%	57.88%	55.54%	50.57%	45.77%
流动比率	0.78	0.86	0.98	1.13	1.30
速动比率	0.57	0.66	0.66	0.89	0.90
<b>营运能力</b>					
应收账款周转	3.32	3.57	4.91	3.96	4.90
存货周转率	5.92	9.91	5.40	9.19	5.75
总资产周转率	0.56	0.73	0.79	0.84	0.88
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.26	0.42	0.71	0.85	0.92
每股经营现金	0.31	1.12	1.14	1.35	1.46
每股净资产	2.75	3.14	3.72	4.41	5.16
<b>估值比率</b>					
市盈率	36.44	22.99	13.44	11.33	10.47
市净率	3.48	3.05	2.57	2.17	1.86
EV/EBITDA	13.86	10.99	8.09	6.96	6.40
EV/EBIT	20.57	15.95	10.57	9.00	8.33

数据来源：公司报告、国联证券研究所



## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 无锡

国联证券股份有限公司 研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-82833217

### 上海

国联证券股份有限公司 研究所  
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F  
 电话：021-38991500  
 传真：021-38571373

## 分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064