

投资评级：买入(首次评级)

当前价格(元): 8.33  
合理价格区间(元): 9.61~9.88

证券分析师

吴春来

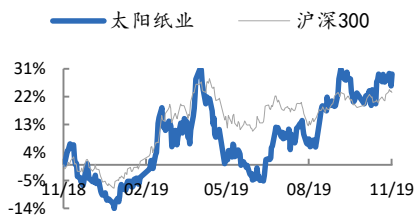
资格编号: S0120519050001  
电话: 021-68761616  
邮箱: wucl@tebon.com.cn

联系人

虞晓文

电话: 021-68761616-6013  
邮箱: yuxw@Tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	8.2	8.7	19.7
相对涨幅(%)	4.7	8.1	11.4

资料来源: 德邦证券研究所

相关研究

股票数据

总股本(百万)	2,591.77
流通A股(百万)	2,591.77
52周内股价区间(元)	8.44-5.5
总市值(百万)	21,589.44
总资产(百万)	31,064.74
每股净资产(元)	5.29

资料来源: 公司公告

## 稳步成长的林浆纸一体化造纸龙头 太阳纸业(002078)

投资要点:

- 稳步成长的林浆纸一体化造纸龙头。**创立于1982年,通过不断引进优秀技术和管理人员,重视研发投入和环保投入,强化“走出去”战略,已成长为覆盖产业用纸、生物质新材料、快速消费品三大部分,有影响力的林浆纸一体化造纸龙头。截至2019年3月,公司共拥有造纸产能412万吨/年,制浆产能170万吨/年。

**盈利能力和经营质量行业领先。**公司扣非后ROE(摊薄)从2012年的2.04%提升至2018年的17.59%。近五年,扣非后ROE(摊薄)在所有上市的纸业龙头中最稳定,且保持行业领先。ROE提升的主要来源是净利率从2012年的2.11%提升至2018年的10.30%。存货周转速度从2015年开始加快,在行业内周转速度较快。资产负债率下降,流动比率上升,偿债能力稳步提升。2018年,公司人均创收267万元,为行业第一。

**文化纸格局相对较好,外废额度收紧带来纸价不确定性。**铜版纸CR4约82%,双胶纸CR4约58%。目前铜版纸行业供需平衡,龙头话语权强。双胶纸下游需求偏刚性,行业集中度有望在大厂扩产挤出小厂的背景下继续提升。文化纸今年淡季不淡且旺季提价,叠加原材料木浆价格下跌,目前行业盈利已达到较高水平。箱板瓦楞纸集中度较低,纸价在今年8、9月份触底,受传统旺季因素四季度提价逐渐落实。但中长期来看,贸易摩擦对国内经济和出口形成压力,行业需求承压,且未来几年行业仍有较密集的新增产能投放,价格走势难以判断,需关注外废额度持续缩减对产业链带来的影响。

**产能投放增业绩,老挝和广西项目奠定中长期发展。**十年前布局老挝基地,2018年30万吨化学浆项目、2019年40万吨废纸浆项目投产,3万公顷林地进入砍伐周期,且林地面积仍在扩大,成本优势开始兑现。2021年80万吨高端包装纸项目、2020年本部45万吨特色文化用纸项目和广西北海林浆纸一体化项目的建成投产,明确了公司未来十年的成长路径,同时原材料和运输成本优势将持续兑现。

**首次覆盖,给予“买入”评级。**预计太阳纸业2019-2021年分别实现营收219.69/234.07/264.54亿元,同比增长0.9%/6.5%/13.0%,实现归母净利润20.54/23.66/29.01亿元,同比增长-8.2%/15.2%/22.6%。2019年11月8日收盘价8.33元对应2019-2021年PB为1.52X/1.32X/1.14X。伴随新产能的陆续投放,各基地前期建设配套设施的成本有望得到摊薄,且老挝林浆纸一体化优势带来的成本优势已能兑现到公司业绩端。ROE受益于原材料木浆价格的下跌和文化纸价格企稳已于今年二季度开始触底回升。当前PB(MRQ)1.58倍仍处于公司历史上的相对低位。伴随行业景气度从底部复苏,新增产能的释放带来公司业绩增厚,且公司历史上相对同行业其他公司享有一定估值溢价,我们给予公司2019年对应PB1.75-1.80倍,对应股价9.61-9.88的判断。首次覆盖,给予“买入”评级。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	18894	21768	21969	23407	26454
(+/-) YoY (%)	30.7	15.2	0.9	6.5	13.0
净利润(百万元)	2024	2238	2054	2366	2901
(+/-) YoY (%)	91.6	10.5	-8.2	15.2	22.6
全面摊薄EPS(元)	0.78	0.86	0.79	0.91	1.12
毛利率(%)	26.0	23.5	20.0	20.8	21.5
净资产收益率(%)	19.6	17.8	14.4	14.5	15.3

资料来源: 公司年报(2017-2018), 德邦证券研究所  
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 目 录

1. 稳步成长为规模和质量领先的综合性造纸龙头 .....	5
1.1 稳步扩张的林浆纸一体化综合性造纸龙头 .....	5
1.2 专注主业，多元布局，平抑周期波动 .....	6
1.3 股权集中，团队稳定，激励促发展 .....	7
1.4 ROE 和经营质量行业领先且持续提升 .....	8
2. 文化纸行业格局较好，外废额度收紧带来纸价不确定性 .....	10
2.1 历史上国内造纸行业周期回顾 .....	10
2.2 中国造纸行业消费结构概览 .....	12
2.3 文化纸行业格局稳定，龙头限产保价的能力强 .....	13
2.4 包装纸供需格局较弱，外废额度收紧和大厂产能投放或加速行业整合 .....	15
2.5 溶解浆价格低位徘徊，公司成本优势明显 .....	18
3. 产能投放增业绩，老挝和广西项目奠定中长期发展 .....	19
3.1 十年前布局老挝林浆纸一体化项目，如今实现量的扩张和质的提升 .....	19
3.2 广西项目毗邻下游市场，与老挝基地互为补充，奠定未来十年发展 .....	21
4. 盈利预测和投资评级 .....	23
4.1 业绩拆分 .....	23
4.2 盈利预测和投资评级 .....	25
5. 风险提示 .....	27

## 图表目录

图 1 近 10 年收入的 CAGR 为 14.14%	5
图 2 近 10 年归母净利润的 CAGR 为 25.60%	5
图 3 太阳纸业发展历程	6
图 4 太阳纸业收入结构 (2019H)	6
图 5 太阳纸业毛利润结构 (2019H)	6
图 6 太阳纸业各产品毛利率走势	7
图 7 多元化布局, 力求平抑周期波动	7
图 8 太阳纸业股权集中 (2019Q3)	8
图 9 公司 ROE 近年来持续增长	8
图 10 公司 ROE 增加主要来源于净利率的提升	8
图 11 存货周转天数和应收账款周转天数	9
图 12 期间费用呈下降趋势	9
图 13 公司资产负债率稳步下降, 偿债能力逐步提升	9
图 14 公司现金流充裕	9
图 15 2010-2015 年全国共淘汰落后产能 3972.23 万吨	10
图 16 造纸及纸制品行业的主营业务收入、利润总额及同比增速	11
图 17 造纸及纸制品业固定资产投资完成额累计值及累计同比 (年度)	11
图 18 造纸及纸制品业固定资产投资完成额累计同比 (月度)	11
图 19 造纸企业股价涨跌幅	12
图 20 中国纸及纸板历年产量和消费量 (万吨)	12
图 21 中国纸及纸板历年产量和消费量的同比增速	12
图 22 中国人均纸及纸板年消费量不断提升	12
图 23 纸及纸板各品种消费量占总消费量比例 (2018)	12
图 24 纸及纸板各品种消费量占总消费量比例的发展趋势 (%)	13
图 25 双胶纸 CR4 约 58% (2018)	13
图 26 铜版纸 CR4 约 82% (2018)	13
图 27 双胶纸产能利用率逐渐提升, 格局向好	14
图 28 铜版纸产销量及同比增速	14
图 29 木浆国内库存高企 (单位: 万吨)	15
图 30 进口针叶浆价格走势	15
图 31 进口阔叶浆价格走势	15

图 32 双胶纸价格走势 .....	15
图 33 铜版纸价格走势 .....	15
图 34 白卡纸 CR4 约 88%.....	16
图 35 瓦楞纸 CR4 约 23%.....	16
图 36 箱板纸 CR4 约 51%.....	16
图 37 白卡纸产量及同比增速 .....	16
图 38 箱纸板产销量及同比增速 .....	17
图 39 瓦楞原纸产销量及同比增速.....	17
图 40 箱板纸库存逐渐消化（单位：万吨） .....	17
图 41 瓦楞原纸库存逐渐消化（单位：万吨） .....	17
图 42 白卡纸库存波动向下（单位：万吨） .....	18
图 43 国废、美废和两者价差走势.....	18
图 44 箱板纸价格走势 .....	18
图 45 瓦楞纸价格走势 .....	18
图 46 白卡纸价格走势.....	18
图 47 溶解浆和下游粘胶短纤的价格走势 .....	19
图 48 老挝是位于中南半岛北部的内陆国家 .....	19
图 49 公司老挝林浆纸一体化项目进展.....	20
图 50 废纸进口数量锐减（万吨） .....	21
图 49 广西毗邻珠三角市场，与老挝项目之间互相补充 .....	22
图 52 太阳纸业 PB-Band （最新公告） .....	26
图 53 太阳纸业今年单二季度开始 ROE 触底回升.....	26
图 54 太阳纸业在历史上享有一定的估值溢价.....	26
表 1 造纸龙头的历史 ROE（扣非/摊薄） .....	8
表 2 造纸龙头主要财务指标对比（2018） .....	9
表 3 2012-2017 年国内浆粕供应情况（单位：万吨） .....	19
表 4 业绩拆分 .....	23

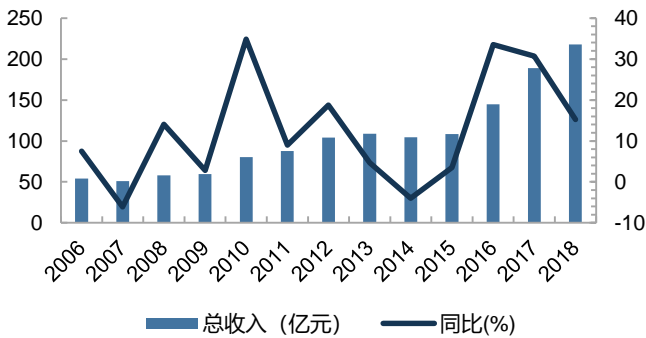
## 1.稳步成长为规模和质量领先的综合性造纸龙头

### 1.1 稳步扩张的林浆纸一体化综合性造纸龙头

太阳纸业创立于 1982 年，在技术落后、装备低档的条件下艰辛创业。通过不断引进优秀技术和管理人才，重视研发投入和环保投入，强化“走出去”的国际化发展战略，公司已成长为业务覆盖产业用纸、生物质新材料、快速消费品三大部分，有影响力的国内林浆纸一体化综合性造纸龙头。截至 2019 年 3 月，公司共拥有合计产能 582 万吨/年，其中造纸产能 412 万吨/年，制浆产能 170 万吨/年。

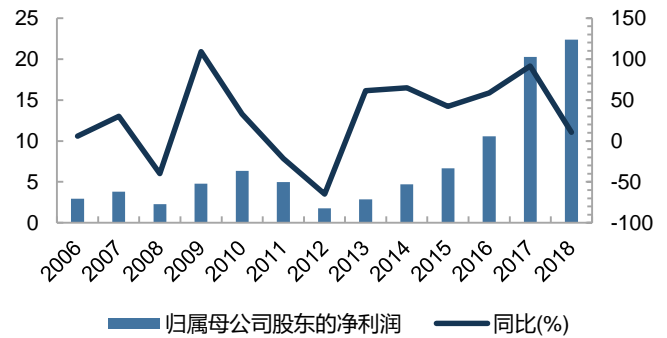
2018 年，公司共实现 217.68 亿元，归母净利润 22.38 亿元。近 10 年，公司收入的复合增长率为 14.14%，归母净利润的复合增长率为 25.60%。

图 1 近 10 年收入的 CAGR 为 14.14%



资料来源: Wind, 德邦证券研究所

图 2 近 10 年归母净利润的 CAGR 为 25.60%



资料来源: Wind, 德邦证券研究所

**1982 年至 1992 年是公司的艰苦创业时期。**董事长李洪信先生积极寻找技术人才。1985 年，太阳纸业与青岛造纸厂联营，学习先进技术的同时也引进了国企管理模式。1992 年，太阳纸业成功晋升为国家二级企业。

**1993 年至 2005 年是公司稳步提升和规模扩张时期。**公司的引资团队积极引入外资解决企业发展所需的资金问题。1993 年，合资企业太阳纸业有限公司成立，公司是当时国内首家利用国产设备生产高档涂布白板纸的企业，产品质量与进口设备生产的产品媲美，表明公司在技术、管理、品牌方面上升了新档次。另一方面，董事长三顾茅庐，在 1999 年邀请到造纸行家应广东先生正式加入，为公司将产品档次提高至高档翻开了新篇章。

**2006-2011 年是公司上市拓疆的高速成长时期。**2006 年公司在深交所上市。同年，公司与美国国际纸业达成合作，成立合资公司万国纸业太阳白卡纸有限公司。2008 年，太阳纸业老挝有限公司成立，加快实施“走出去”战略。同年，面对国家宏观调控与金融危机，公司一方面坚持成本优化战略控制各项成本，另一方面看准形势果断出击，在全行业纷纷压缩投资规模、取消订单的大势中逆市而上，订购了年产 30 万吨高档环保轻型纸生产线，节省大量成本。在研发创新方面，太阳纸业提出“一个中心、两个加快”的战略思路，以科技创新为中心，加快原料结构调整和产品结构调整。公司于 2011 年成功开发出溶解浆系列产品，成为国内首家规模生产溶解浆的企业，采用的连蒸连煮工艺为世界首创。此外，利用技术优势开发的低克重铜版纸，成功打开了日本市场。人才方面，公司引进了多名中高层管理人才，产品结构也开始了向高档化、高附加值方向发展的探索，综合实力跻身世界造纸百强。

**2012 年至今是公司转型升级，继续跨越腾飞的时期。**公司在 2012 年提出并制定了企业“四三三”发展战略。在坚持造纸主业不变的基础上，进军生物质新材料和快速消费品领域，淘汰多条落后生产线和附加值低的产品，推出了轻型纸、天然纤维素、“幸福阳光无添加”等产品，致力于稳步构造造纸产品占 40%、生物质新材料（溶解浆、绒毛浆、木糖等）占 30%、快速消费品（生活用纸、纸尿裤、卫生巾等）占 30%的“四三三”利润格局。



2013年,公司成功从溶解浆水解液中提取出木糖产品,为世界首创。在此阶段,公司成功跻身世界造纸50强。2016年太阳宏河纸业投产的50万吨低克重高强度牛皮箱纸板和50万吨高强瓦楞纸问世,成功进入航空、精密仪器、医疗包装、电商物流、冷冻食品等包装新市场。2019年10月,公司广西北海年产350万吨林浆纸一体化项目举行隆重开工仪式,为公司下一个十年发展奠定基础。

图3 太阳纸业发展历程



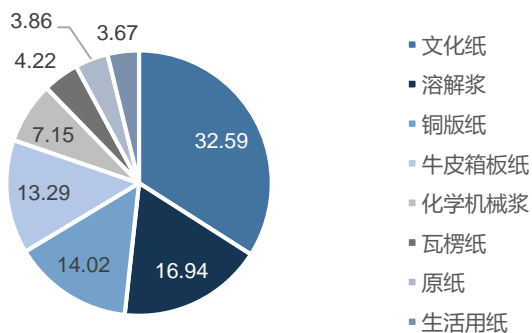
资料来源: 公司官网, 公司公告, 德邦证券研究所

## 1.2 专注主业, 多元布局, 平抑周期波动

公司自创业伊始就坚守主业。一方面拉长产业链条实现林浆纸一体化, 另一方面努力实现产业链上产品的多元化、差异化和价值最大化。通过调整产品矩阵, 公司的业务范围已经覆盖产业用纸、生物质新材料、快速消费品三大部分, 目标是形成这三大支柱产业分别占公司营收40%、30%、30%的产业格局, 从而平抑周期带来的经营波动。

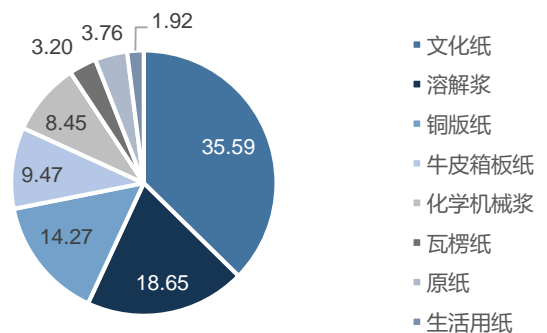
2019年上半年, 公司收入结构中, 文化纸、溶解浆、铜版纸、牛皮箱板纸、化机浆、瓦楞纸分别占到32.59%、16.94%, 14.02%, 13.29%, 7.15%, 4.22%, 原纸和生活用纸分别占3.86%和3.67%。目前公司主营业务中, 文化纸和铜版纸的收入占比仍然比较高, 未来老挝80万吨牛皮箱板纸项目、本部45万吨文化纸项目和广西350万吨林浆纸一体化完成后, 公司各纸品的占比结构将更加均衡。

图4 太阳纸业收入结构 (2019H)



资料来源: Wind, 德邦证券研究所

图5 太阳纸业毛利润结构 (2019H)

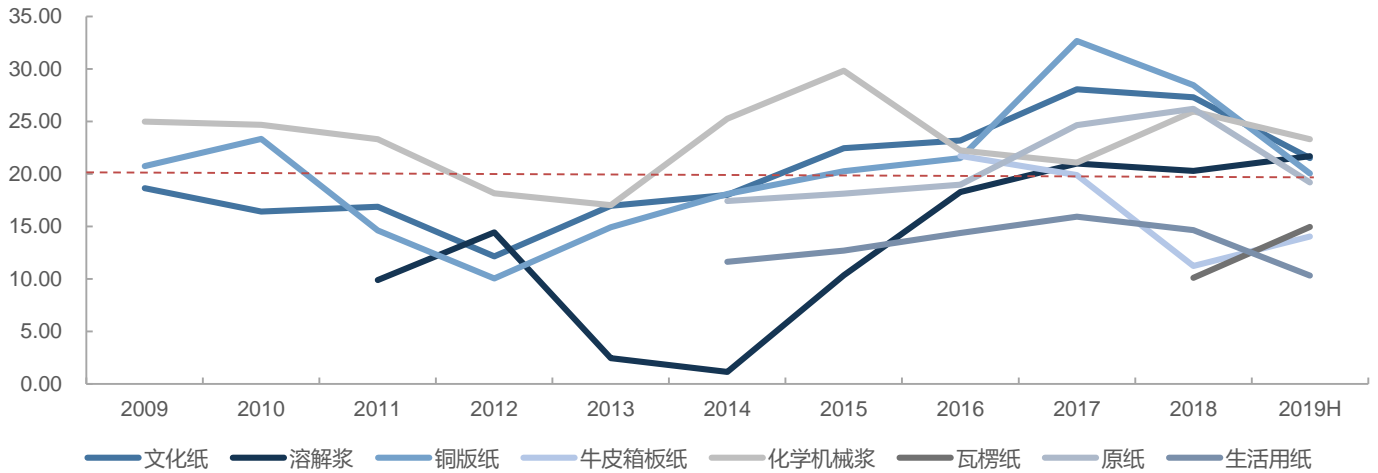


资料来源: Wind, 德邦证券研究所

公司主营业务的毛利率波动较大，主要原因是产品价格和原材料价格受供需和库存周期影响较大。通过提升产品附加值和管理水平、实现林浆纸一体化的产业链纵向延伸，公司力求获得更强的成本优势。

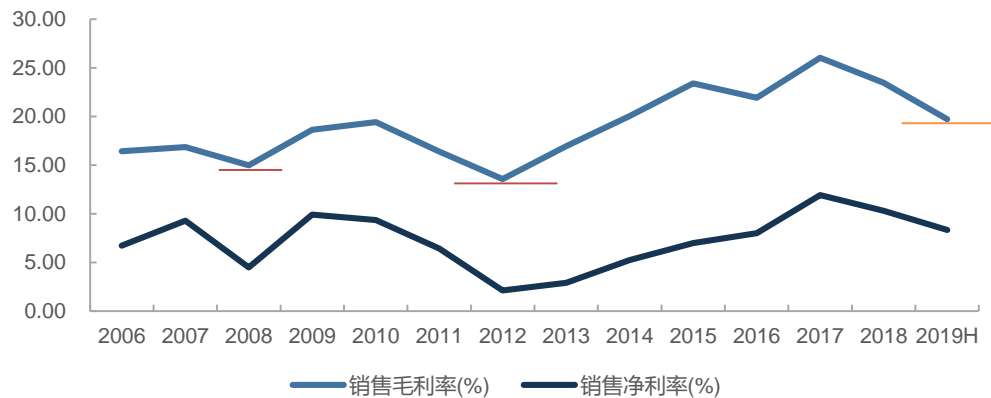
2015年开始，铜版纸和文化纸的毛利率均在20%以上；2019年上半年，公司综合毛利率19.71%，比起公司上市后第一轮周期低点2008年的14.97%，第二轮低点2012年的13.55%，太阳纸业的盈利能力稳中有升。

图6 太阳纸业各产品毛利率走势



资料来源: Wind, 德邦证券研究所

图7 多元化布局, 力求平抑周期波动



资料来源: Wind, 德邦证券研究所

### 1.3 股权集中, 团队稳定, 激励促发展

公司股权集中, 山东太阳控股集团持股 47.66%, 而董事长李洪信持有山东太阳控股集团 67.97% 的股份, 对公司掌控力强。公司的核心管理团队和关键技术、管理领域的中层人员团队凝聚力强, 经验丰富, 对行业发展趋势和市场需求有较强的把握能力。

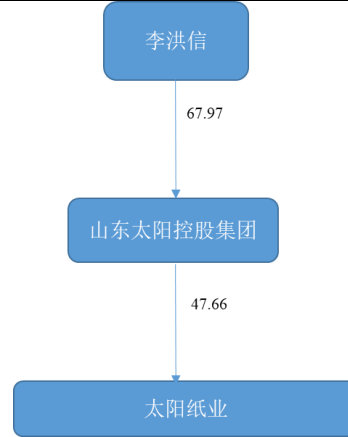
2017 年公司推出限制性股票激励计划 (2017-2019), 是公司上市后第三轮股权激励计划。此次激励计划的激励对象主要为公司 (含控股子公司) 的董事、高级管理人员和核心业务 (技术) 人员, 授予限制性股票股份数量为 5677 万股, 来源为向激励对象发行新增, 授予限制性股票总人数为 674 人, 授予日为 2017 年 9 月 27 日, 上市日期为 2017 年 11 月 8 日。

此次激励计划对公司 2017、2018、2019 年业绩的考核目标为: 以 2016 年扣非

后归母净利润为基数, 2017/2018/2019 年分别较 2016 年增长不低于 60%/80%/100%。由此估算, 2017-2019 年公司扣非后归母净利润将分别至少达到 16.71/ 18.80/ 20.89 亿元。目前, 公司 2017 和 2018 年业绩考核目标已经完成。

经测算, 此次限制性股票激励成本合计为 1.66 亿元。2019 和 2020 年需分摊 3030.88 万元和 558.33 万元费用。

图 8 太阳纸业股权集中 (2019Q3)



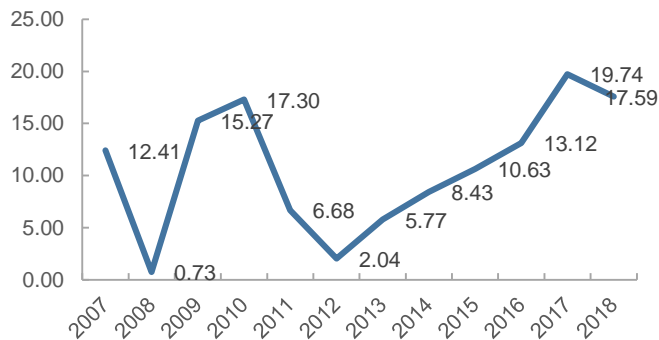
资料来源: 公司公告, 德邦证券研究所

### 1.4 ROE 和经营质量行业领先且持续提升

纵向来看, 公司的盈利能力和经营质量不断优化。扣非后 ROE (摊薄) 从 2012 年的 2.04% 提升至 2018 年的 17.59%。近五年, 公司扣非后 ROE (摊薄) 在所有上市的纸业龙头中最稳定, 且每年均在行业内保持领先水平。

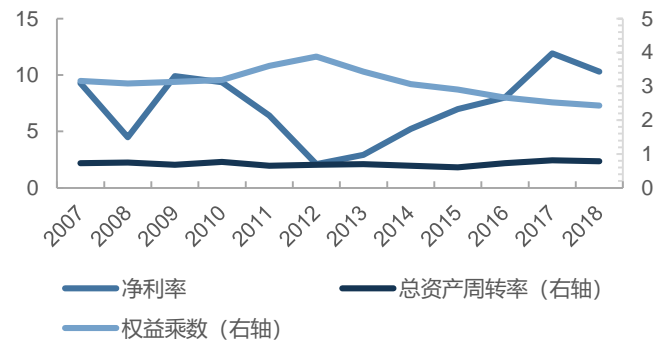
根据杜邦分析, 公司的 ROE 提升主要来源于净利率水平的提升, 两者走势基本一致。公司净利率从 2012 年的 2.11% 到 2018 年的 10.30%。权益乘数在这段时间缓慢下降, 说明公司的杠杆水平下降, 对应其资产负债率从 70.63% 下滑到 57.23% 和财务费用率下降。此外, 公司的资产周转率 2017 和 2018 年分别为 0.82 和 0.78, 达到历史最高水平。

图 9 公司 ROE 近年来持续增长



资料来源: Wind, 德邦证券研究所

图 10 公司 ROE 增加主要来源于净利率的提升



资料来源: Wind, 德邦证券研究所

表 1 造纸龙头的历史 ROE (扣非/摊薄)

	太阳纸业	山鹰纸业	玖龙纸业	华泰股份	晨鸣纸业	博汇纸业
2007	12.41	4.95	14.14	10.67	10.11	8.57
2008	0.73	0.13	11.31	6.58	6.97	10.20
2009	15.27	1.93	11.32	3.23	5.50	7.04
2010	17.30	3.50	9.55	0.30	7.64	5.39



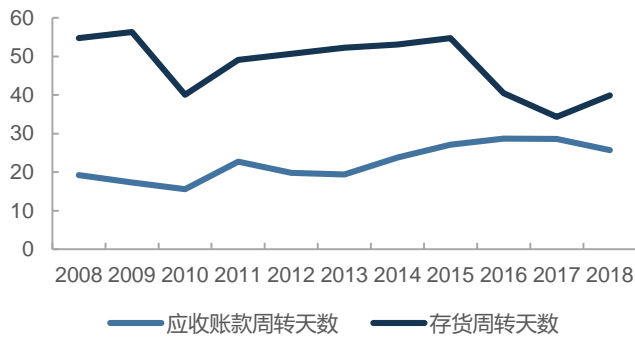
2011	6.68	-0.38	6.59	-0.22	2.11	4.17
2012	2.04	-1.72	6.85	-1.40	-1.16	0.13
2013	5.77	1.78	7.29	-1.40	2.89	-8.20
2014	8.43	0.71	5.60	-2.55	0.94	-2.51
2015	10.63	2.33	4.30	-2.73	10.95	-2.53
2016	13.12	3.35	14.74	1.60	7.25	3.94
2017	19.74	19.29	21.81	9.10	12.33	17.44
2018	17.59	20.31	10.27	8.90	7.80	5.06

备注：玖龙纸业每年的业绩期是从本年度7月1日到下年度6月30日

资料来源：Wind，德邦证券研究所

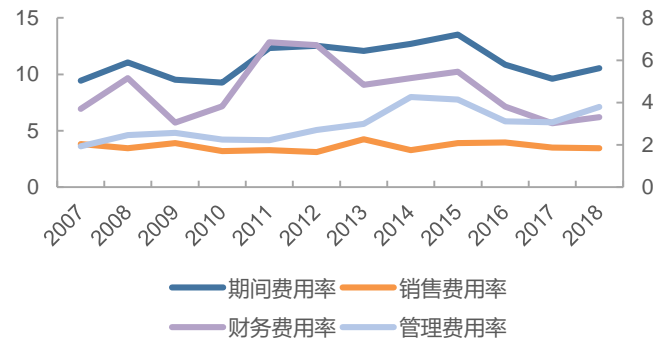
公司的存货周转速度从2015年开始加快，且行业领先。应收账款周转天数有所增加，但在行业内周转速度仍然较快。为实现降本增效，公司从2015年开始期间费用率连续下滑，2018年有所回升，但仍然低于行业平均水平。资产负债率下降，流动比率上升，偿债能力稳步提升。公司历年销售商品提供劳务收到的现金和营业收入之比均超过100%，现金流充裕。2018年，公司人均创收267万元，行业第一。

图 11 存货周转天数和应收账款周转天数



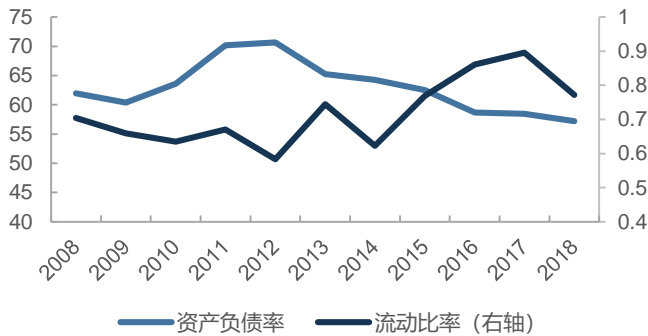
资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 12 期间费用呈下降趋势



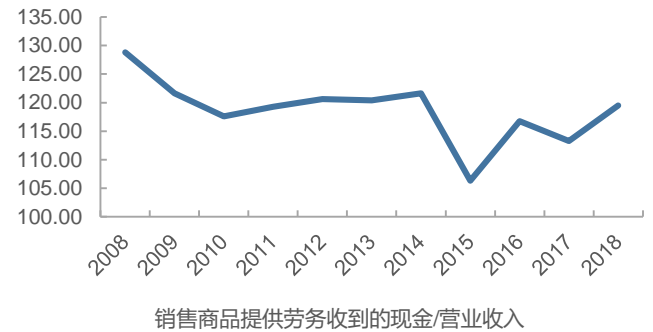
资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 13 公司资产负债率稳步下降，偿债能力逐步提升



资料来源：Wind，德邦证券研究所

图 14 公司现金流充裕



资料来源：Wind，德邦证券研究所

表 2 造纸龙头主要财务指标对比 (2018)

	太阳纸业	山鹰纸业	玖龙纸业	华泰股份	晨鸣纸业	博汇纸业
净利率 (%)	10.30	14.10	7.01	4.88	8.88	3.07
总资产周转率 (%)	0.78	0.78	0.70	1.04	0.27	0.52
权益乘数	2.43	2.67	2.16	1.91	3.99	3.15
毛利率 (%)	23.45	23.05	15.44	14.74	31.27	16.04
期间费用率 (%)	10.54	12.93		8.03	20.19	11.64
销售费用率 (%)	3.45	3.96	2.83	3.15	4.12	3.96
管理费用率 (%)	3.78	5.94		3.67	6.57	2.10
应收账款周转天数	25.70	38.06	32.88	22.00	44.07	40.33
存货周转天数	39.89	46.11	55.71	38.53	116.04	85.54

人均创收 (百万元/人)	2.67	2.20	2.16	1.90	1.66
--------------	------	------	------	------	------

备注：标红是行业领先

资料来源：Wind，德邦证券研究所

## 2.文化纸行业格局较好，外废额度收紧带来纸价不确定性

### 2.1历史上国内造纸行业周期回顾

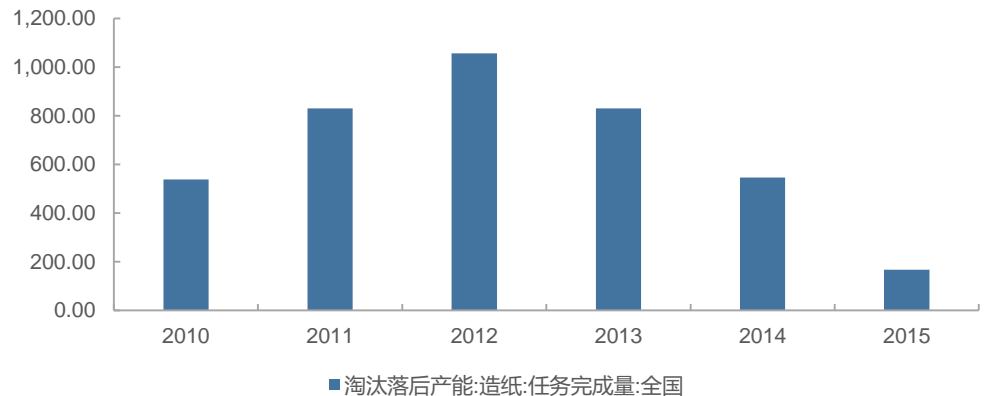
**第一阶段：**从造纸及纸制品行业的主营业务收入、利润总额及同比增速角度来看，2008年之前需求受经济高速增长拉动，2006年环保政策趋严致使行业新增产能减少使得行业供求关系显著改善。2007年纸价上涨带动纸厂盈利快速上升达到这一轮周期高点，当年行业的利润总额同比增长了45.20%。这一轮造纸公司的股价上涨至2008年3月。

**第二阶段：**2008年、2009年行业利润增速回落，主要原因是需求受全球金融危机影响受到冲击，纸价回落。但2009年开始，受金融危机之后出台的政策刺激，国内经济回暖带动造纸行业需求再次快速增长，2010年造纸行业的收入和利润增长再次达到高峰。纸企股价也在2010年四季度开始达到第二轮高位。

**第三阶段：**受景气周期影响，行业供给大幅扩张。2011年行业造纸及纸制品业固定资产投资完成额累计值同比增长31%。纸企当时对宏观经济走势和行业需求过于乐观，为行业步入艰难的产能出清时期埋下隐患。

2012-2015年，受中国经济增长放缓影响，需求由年均增长9%左右降至2%左右，行业进入困难的产能出清时期。2010-2015年全国共淘汰落后产能3972.23万吨。纸价长期低位徘徊，纸企盈利能力受损，扩产意愿低。起初2012和2013年，行业的固定资产投资完成额累计值仍然同比增长了15.52%和18.82%，但到了2014年和2015年，投资完成额增速降至个位数甚至零增长。

图 15 2010-2015 年全国共淘汰落后产能 3972.23 万吨



资料来源：Wind，德邦证券研究所

**第四阶段：**2016年，供给侧改革和严厉的环保督查为产能加速出清提供了政策东风，中小产能加速淘汰，行业集中度得到快速提升。同时，纸企盈利有所恢复，2015年和2016年造纸及纸制品行业的利润总额分别同比增长9.06%和9.34%，增速由2014年的负增长转正。2016年年初，纸企股价触底，2016年底，各纸种价格大幅上涨。

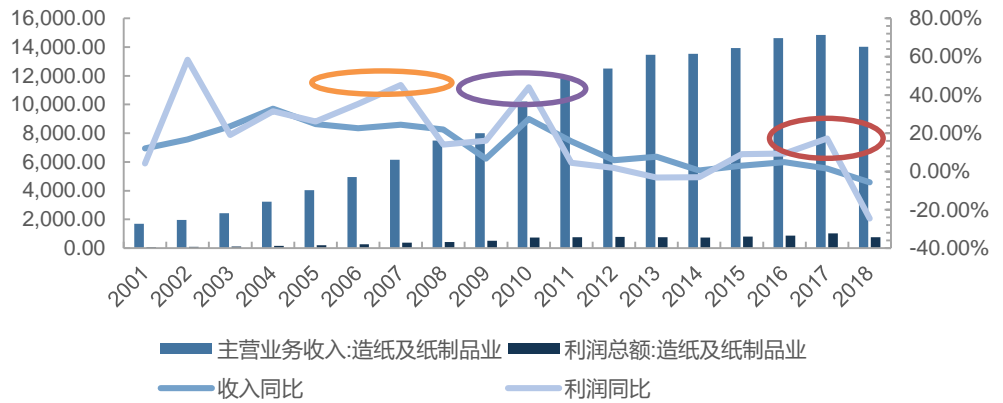
行业集中度提升叠加去产能后行业供需格局改善，2017-2018年行业景气度上行。纸价上涨，2017年造纸及纸制品业的利润总额同比增长在行业收入同比仅增长1.49%的情况下增长17.25%，盈利水平大幅提升。纸企股价在2017年底至2018年初达到这一轮高点。

**第五阶段：**2018年下半年开始，中美贸易摩擦对国内出口和经济增长产生了较

大压力，下游需求受到负面影响，厂商备货趋于谨慎。受此影响，纸价在2018年下半年进入下行通道。文化纸从2019年上半年开始企稳，陆续提价，箱板瓦楞纸在2019年下半年基本步入底部。随着四季度传统消费旺季来临，下游需求支撑叠加前期库存消化，纸企陆续发布涨价函。

供给方面，在上一轮景气周期之后行业没有出现过度扩张，这一轮新增产能投放整体趋于理性。新增产能主要将投放在包装纸领域，文化纸鲜有新增产能建设。2018年全年造纸及纸制品业固定资产投资完成额累计同比增长5.1%，远低于之前几轮产能扩张周期的投资增速，进入2019年以来固定资产投资完成额同比增速为负。

图 16 造纸及纸制品行业的主营业务收入、利润总额及同比增速



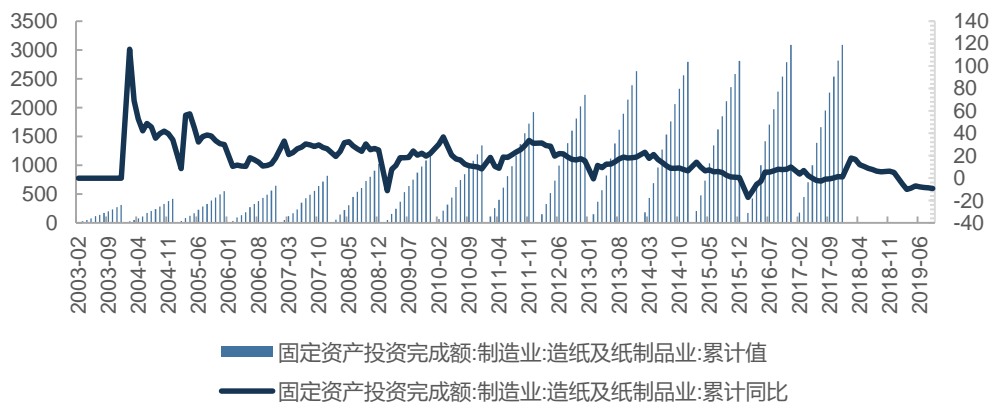
资料来源：Wind，国家统计局，德邦证券研究所

图 17 造纸及纸制品业固定资产投资完成额累计值及累计同比（年度）



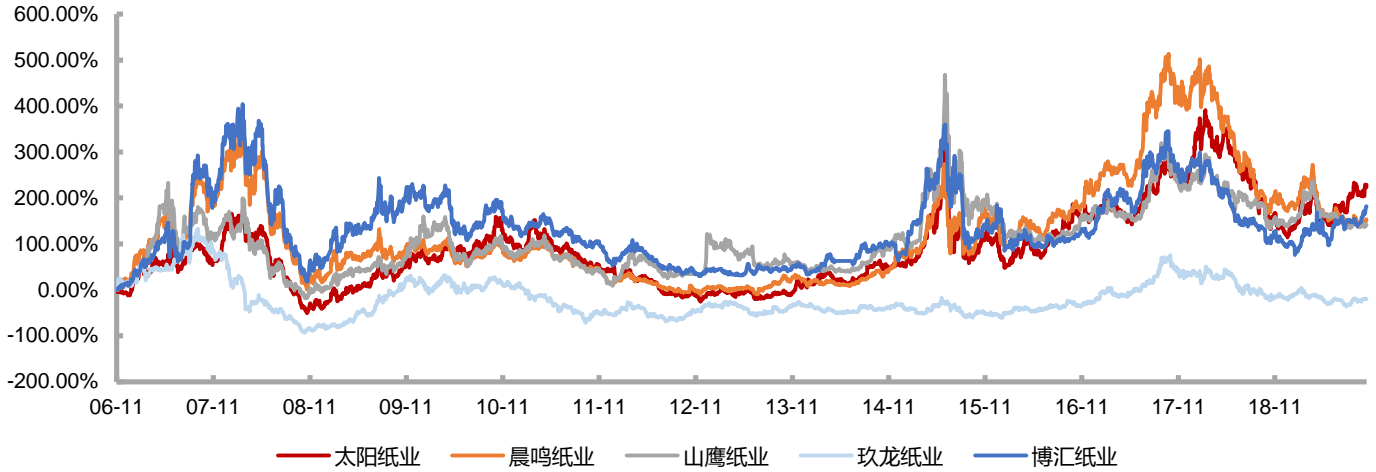
资料来源：Wind，国家统计局，德邦证券研究所

图 18 造纸及纸制品业固定资产投资完成额累计同比（月度）



资料来源：Wind，国家统计局，德邦证券研究所

图 19 造纸企业股价涨跌幅

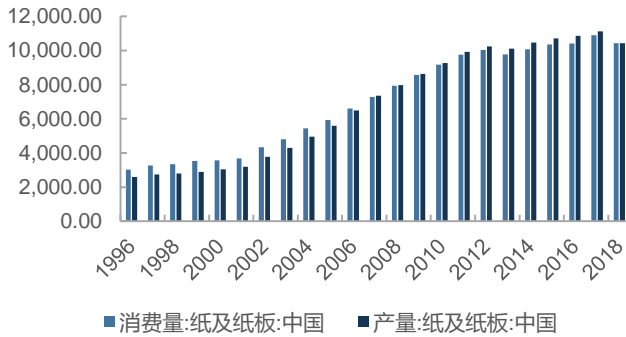


资料来源: Wind, 德邦证券研究所

## 2.2 中国造纸行业消费结构概览

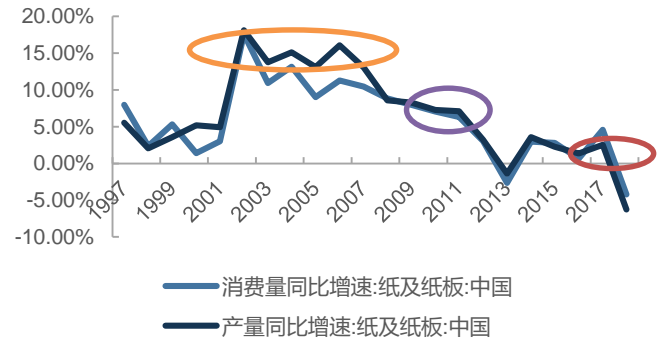
2009~2018年,全国纸及纸板生产量年均增长率为2.12%,消费量年均增长率为2.22%。2010年之前造纸行业供需均呈快速增长态势,2010年之后,全国纸及纸板生产量和消费量增长明显放缓。2018年全国纸及纸板生产量10,435万吨,同比下降6.24%,消费量10,439万吨,同比下降4.20%。人均年消费量总体呈增长态势,但增速放缓,2018年我国人均纸及纸板年消费量75千克。

图 20 中国纸及纸板历年产量和消费量(万吨)



资料来源: Wind, 中国造纸年鉴, 德邦证券研究所

图 21 中国纸及纸板历年产量和消费量的同比增速

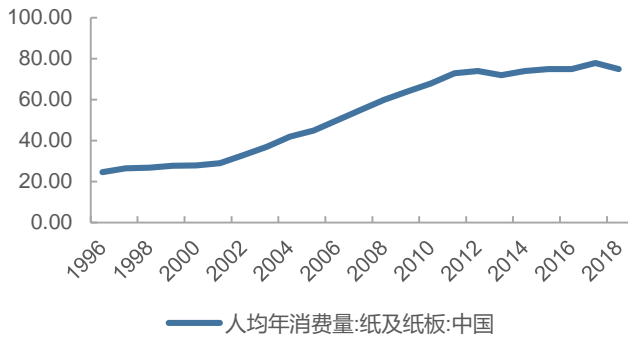


资料来源: Wind, 中国造纸年鉴, 德邦证券研究所

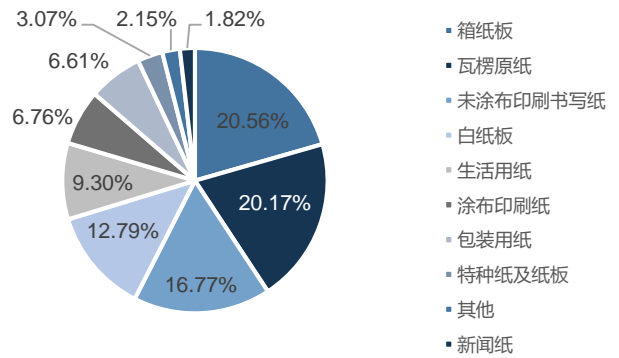
分品类来看,箱纸板、瓦楞原纸和未涂布印刷书写纸是我国前三大纸及纸板的消费品种。2018年三者消费量占总消费量比例分别为20.56%/20.17%/16.77%。从消费趋势来看,箱纸板、瓦楞原纸和生活用纸的消费比例呈增长态势,未涂布印刷书写纸、新闻纸的消费比例长期呈下降趋势,但是近几年比较平稳,铜版纸消费比例整体保持平稳。

图 22 中国人均纸及纸板年消费量不断提升

图 23 纸及纸板各品种消费量占总消费量比例(2018)

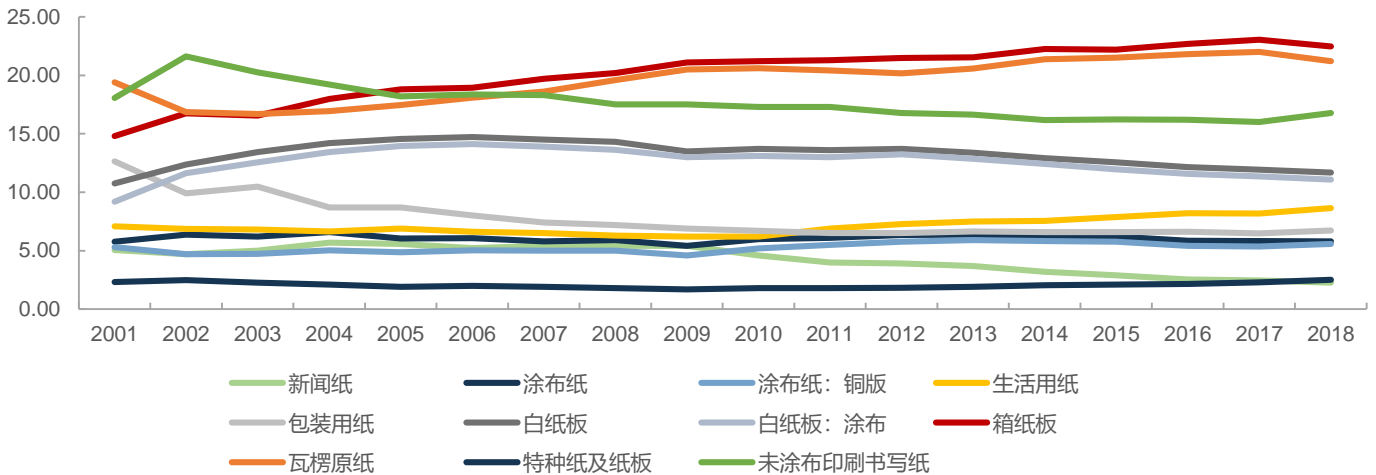


资料来源: Wind, 中国造纸年鉴, 德邦证券研究所



资料来源: Wind, 中国造纸年鉴, 德邦证券研究所

图 24 纸及纸板各品种消费量占总消费量比例的发展趋势 (%)



资料来源: Wind, 中国造纸年鉴, 德邦证券研究所

### 2.3文化纸行业格局稳定，龙头限产保价的能力强

文化纸主要包括涂布纸、非涂布印刷书写纸和新闻纸。涂布纸中 95%以上是铜版纸，非涂布印刷书写纸主要包括胶印书刊纸、胶版纸（双胶纸）、复印纸（办公用纸）、轻型纸等，其中双胶纸占比最高。铜版纸下游主要产品为期刊、画册，占比分别为 68%及 25%。双胶纸下游主要是图书和期刊，占比分别为 89%和 5%。文化纸原材料主要是木浆。

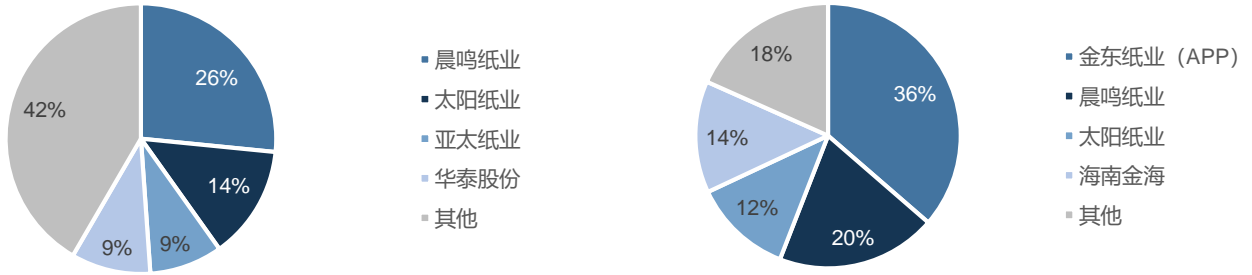
行业格局来看，铜版纸集中度高于双胶纸，铜版纸 CR4 约 82%，双胶纸 CR4 约 58%。铜版纸 2009-2011 年是产能扩张期，2011 年之后部分中小产能出清，行业整体产能从 799 万吨下降到 660 万吨。目前铜版纸行业供需平衡，龙头话语权强。

与铜版纸相比，双胶纸下游需求更稳定，其下游产品如教辅教材、党政期刊、儿童图书等需求偏刚性。因此，双胶纸行业在前期过剩产能消化和 2018 年前连续几年没有新增产能投放的背景下，行业集中度有较大提升。但是行业集中度仍没有达到铜版纸那么高的水平，龙头只有通过增长产量挤出小厂的手段来提升市场份额。2018 年晨鸣纸业投产 100 万吨双胶纸产能，太阳纸业在 2020 年末计划有 45 万吨双胶纸产能投产，其余大厂没有新增双胶纸产能的计划。大厂在行业景气度较弱的时候扩充产能抢夺小厂客户资源，叠加环保督查逼迫小厂不断退出，未来双胶纸行业的集中度有望继续提升。

图 25 双胶纸 CR4 约 58% (2018)

图 26 铜版纸 CR4 约 82% (2018)

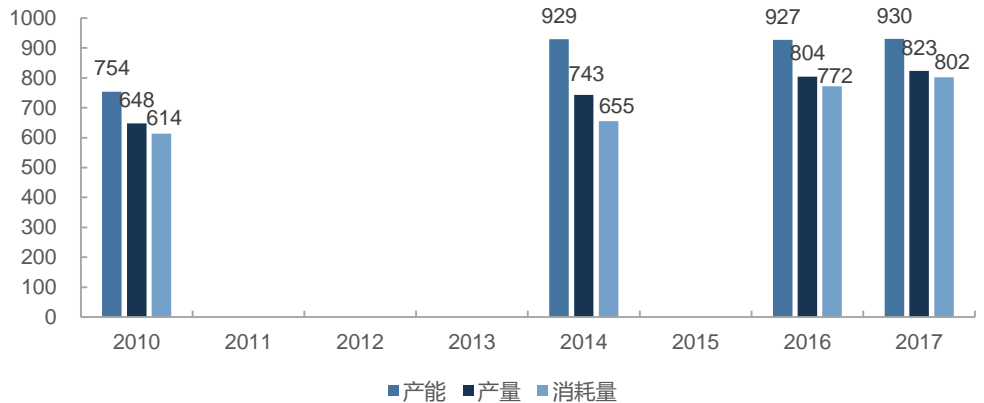




资料来源: 卓创资讯, 德邦证券研究所

资料来源: 卓创资讯, 德邦证券研究所

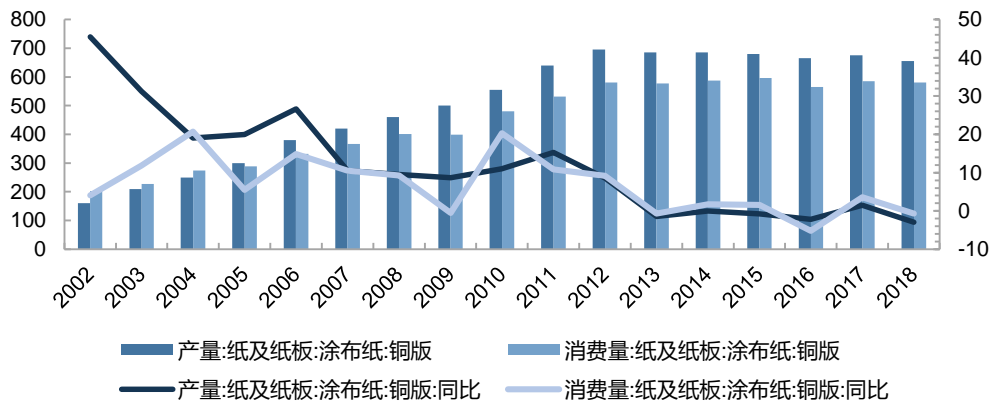
图 27 双胶纸产能利用率逐渐提升, 格局向好



备注: 未显示柱状图的年份数据缺失

资料来源: 中国造纸年鉴, 德邦证券研究所

图 28 铜版纸产销量及同比增速



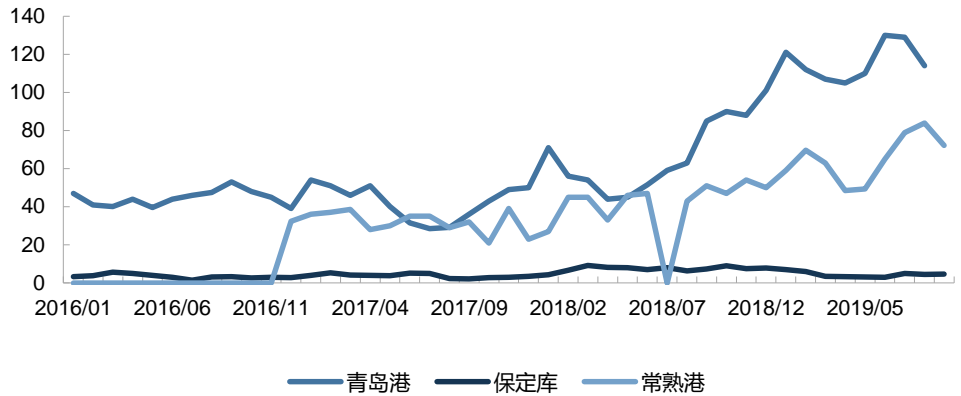
资料来源: Wind, 中国造纸年鉴, 德邦证券研究所

**今年文化纸行情回顾:** 春节后纸企陆续发出涨价函, 但起初下游对提价持怀疑态度, 认为淡季会降价, 渠道商备货意愿不足, 库存一路走低, 至 6 月库存降至最低位。在补库需求支撑下, 今年 5,6 月淡季的文化纸价格在原材料木浆价格下跌的背景下并未下滑, 纸企文化纸业务的盈利能力逐季提升。

**今年木浆价格行情回顾:** 我国木浆依赖进口, 2018 年全国消耗的木浆中, 65.58% 来自于进口。此轮木浆价格下行主要是受全球政治经济形势不稳定、下游需求放缓、后市信心不足、库存高位所导致的。目前木浆价格已跌至本轮上涨周期之前的低位, 我们认为长期来看, 木浆的原材料木片在全球范围内的供应是下降的趋势, 浆价有

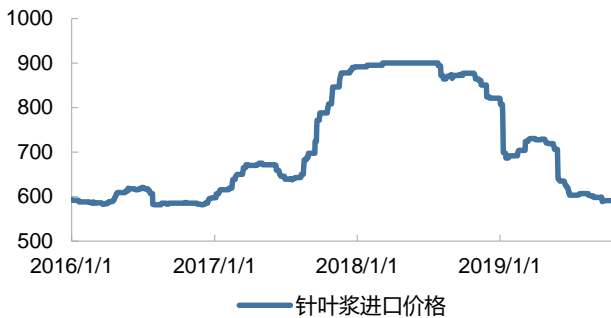
成本支撑，且国际浆厂龙头可能会通过联合限产来稳定浆价不再下行。但短期浆价大概率在库存高位下维持低位震荡。

图 29 木浆国内库存高企 (单位: 万吨)



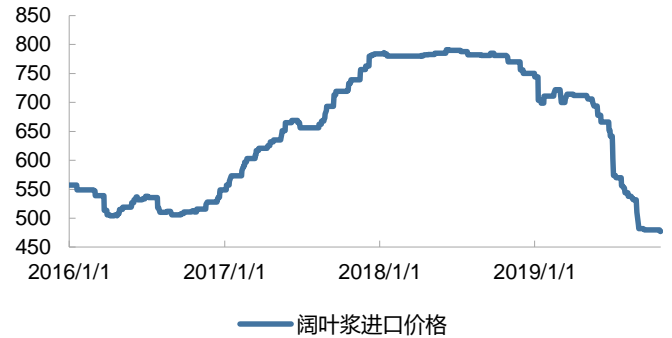
资料来源: 卓创资讯, 德邦证券研究所

图 30 进口针叶浆价格走势图



资料来源: 卓创资讯, 德邦证券研究所

图 31 进口阔叶浆价格走势图



资料来源: 卓创资讯, 德邦证券研究所

图 32 双胶纸价格走势图



资料来源: 卓创资讯, 德邦证券研究所

图 33 铜版纸价格走势图



资料来源: 卓创资讯, 德邦证券研究所

## 2.4 包装纸供需格局较弱, 外废额度收紧和大厂产能投放或加速行业整合

我们将箱板纸、瓦楞纸、白卡纸、白板纸归为包装纸大类, 其中箱板纸和瓦楞纸体量最大。按原材料区分, 箱板、瓦楞和白板纸的原材料是废纸, 而白卡纸的原材料是木浆。箱板纸下游 100%是纸箱; 瓦楞纸下游 93%是纸箱; 白卡纸下游 70%是纸盒, 20%是卡纸, 10%是纸袋; 白板纸下游 90%是纸盒, 10%是衬纸。纸箱和纸盒的下游主要以出口和内销零售的食品、药品、家用电器、日用百货等行业为主。

伴随经济的发展，长期来看包装纸依然是具备较高成长性的纸种。中短期来看，需求受去年下半年开始中美贸易摩擦的冲击有所放缓，也是这一轮纸价下跌的重要原因。

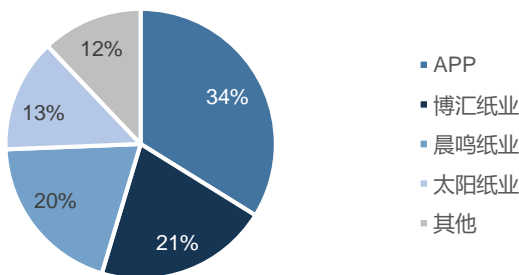
白卡纸是高端包装用纸，主要分社会卡，铜板卡和食品卡，其中以社会卡占比最高，占比超过 60%。社会卡下游主要包括医药包装盒，化妆品盒和电子产品等，近年来下游需求增长迅速。铜板卡下游主要是扑克和名片，预计伴随人口下降，未来需求平稳向下。食品卡以涂布白卡和涂布牛卡为主，下游主要是食品袋，纸杯，饮料盒等。受以纸代塑和食品及外卖行业的发展影响，食品卡下游需求增长潜力较大。目前食品卡仍有相当比例进口，未来国产白卡纸的进口替代也会带来需求上升。白板纸和白卡纸在包装行业内互为替代，但白板纸定位中端，白卡纸定位中高端。

从行业格局来看，白卡纸行业高度集中，CR4 高达 88%，初步形成了寡头垄断市场。但是白卡纸前几年新增产能过多，且未来博汇纸业和 APP 仍有新增产能投放，因此行业产能仍然过剩，开工率是各纸种中最低的。由于外废收紧，以美废为原料的白板纸需求大概率会部分转移到白卡纸上，但我们认为白卡纸未来供求关系不明朗，前两大龙头竞争激烈，需关注龙头竞争策略。

箱板纸和瓦楞纸的行业格局分散，箱板纸的 CR4 为 51%，瓦楞纸 CR4 为 23%。箱板纸的行业集中度看似较高，但实际小企业仍然较多，仍需时间整合。但随着外废额度收紧，预计行业整合会加速。一方面，一旦废纸原料不够用，小企业可能因无法获取原材料而无法生产，实现行业出清。一般来讲，由于废纸收购以现金为主，废纸打包站会优先选择与现金充裕的大厂合作，龙头在抢夺原材料方面具备竞争优势。另一方面，龙头纸企除了有比较稳定的废纸来源，还仍然保有一定的外废配额。目前国废和美废的价差已经升至 1000 元/吨以上，明年外废额度进一步收紧后，预计国废将持续涨价。龙头有望凭借成本优势压低行业平均利润，从而实现小厂清退。

**箱板瓦楞纸的纸价方面：**短期来看，目前箱板瓦楞纸下游整体库存下降，叠加四季度行业旺季，纸企陆续发布涨价函。这一轮纸价在今年 8、9 月份有触底迹象，因此纸企箱板瓦楞业务的盈利水平有望在四季度环比向好。但中长期来看，去年下半年开始的贸易摩擦对国内经济和出口同时形成压力，致使行业需求下滑，且箱板瓦楞纸未来几年仍有比较密集的新增产能投放。若下游需求持续不振，行业中小产能出清速度不及预期，则箱板瓦楞纸价格就不会出现大幅上涨，但需密切关注明年外废额度继续缩减对产业链带来的影响。

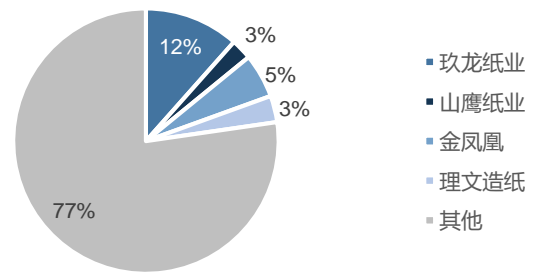
图 34 白卡纸 CR4 约 88%



资料来源：卓创资讯，德邦证券研究所

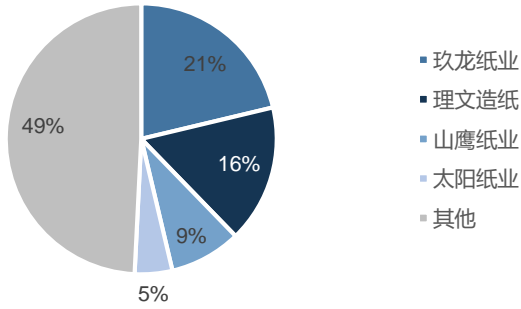
图 36 箱板纸 CR4 约 51%

图 35 瓦楞纸 CR4 约 23%

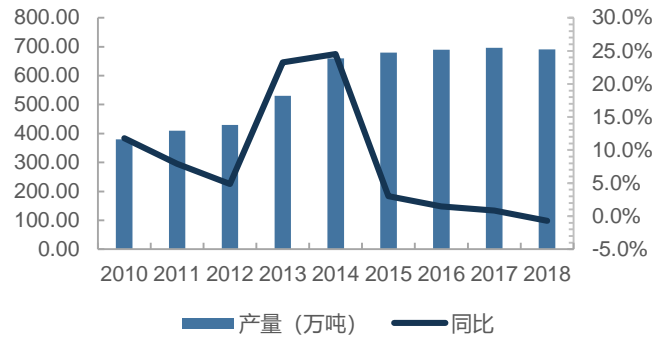


资料来源：卓创资讯，德邦证券研究所

图 37 白卡纸产量及同比增速

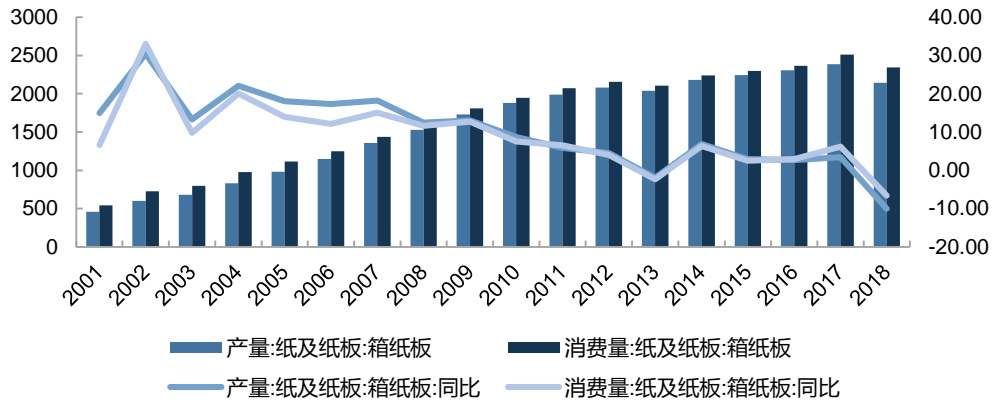


资料来源: 卓创资讯, 德邦证券研究所



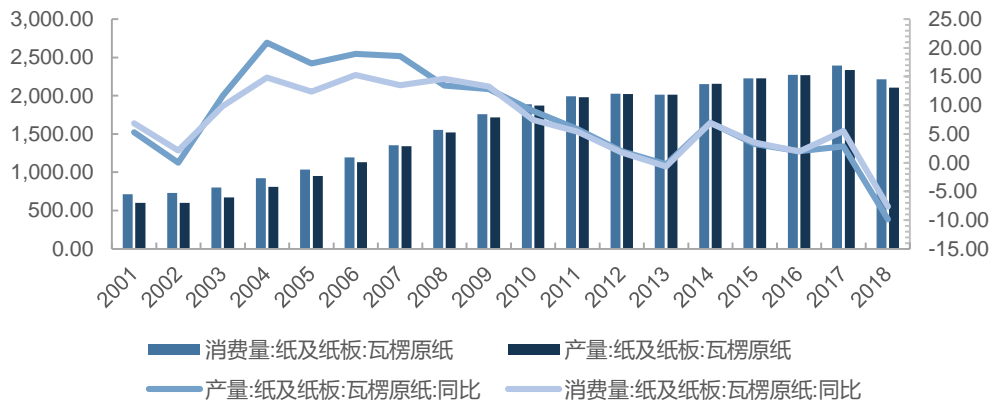
资料来源: 卓创资讯, 德邦证券研究所

图 38 箱纸板产销量及同比增速



资料来源: Wind, 中国造纸年鉴, 德邦证券研究所

图 39 瓦楞原纸产销量及同比增速



资料来源: Wind, 中国造纸年鉴, 德邦证券研究所

图 40 箱板纸库存逐渐消化 (单位: 万吨)

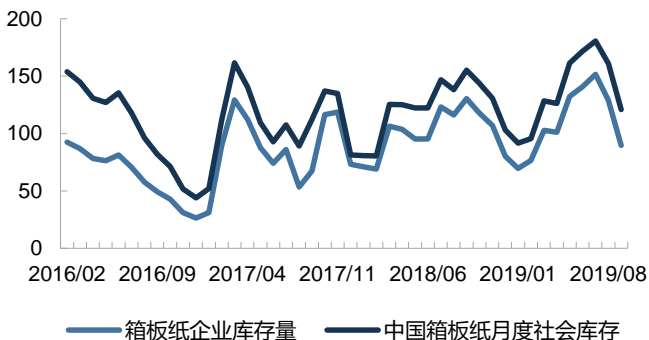
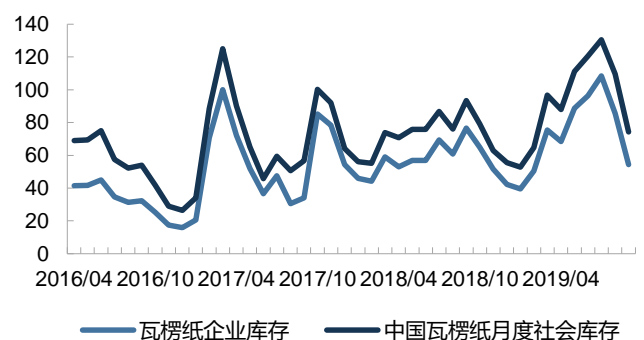
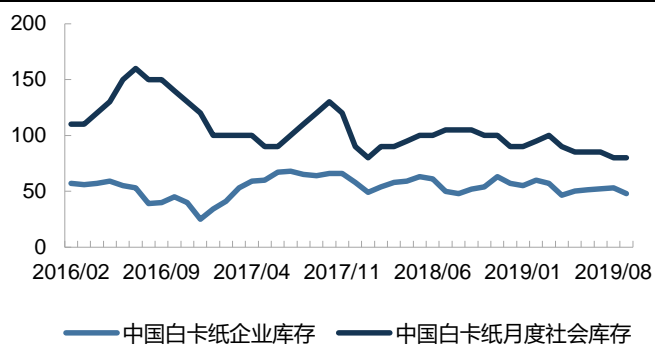


图 41 瓦楞原纸库存逐渐消化 (单位: 万吨)



资料来源: 卓创资讯, 德邦证券研究所

图 42 白卡纸库存波动向下 (单位: 万吨)



资料来源: 卓创资讯, 德邦证券研究所

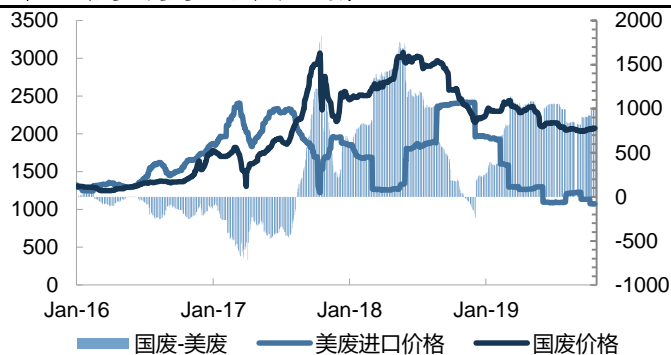
图 44 箱板纸价格走势



资料来源: 卓创资讯, 德邦证券研究所

资料来源: 卓创资讯, 德邦证券研究所

图 43 国废、美废和两者价差走势



资料来源: 卓创资讯, 德邦证券研究所

图 45 瓦楞纸价格走势



资料来源: 卓创资讯, 德邦证券研究所

图 46 白卡纸价格走势



资料来源: 卓创资讯, 德邦证券研究所

## 2.5 溶解浆价格低位徘徊, 公司成本优势明显

溶解浆是一种用于生产粘胶纤维的特种化学浆, 原材料以木片为主,  $\alpha$  纤维素的含量一般在 90%-98% 之间。粘胶纤维、棉花和化工纤维是纺织服装的三种原料, 粘胶纤维是人造纤维的主要品种之一, 也是化纤中最接近棉的纺织纤维, 是棉花的优良替代品。我国是全球最大的粘胶纤维产地。2017 年四季度开始, 粘胶纤维的价格出现暴跌, 且因为行业新增产能过剩, 下游需求不及预期的影响, 其价格持续下降, 2019 年价格下滑更快。受此影响, 溶解浆价格跟随粘胶纤维的价格走势, 一路下跌。目前溶解浆 5800 元/吨的市场价格已经远低于行业平均完全成本, 部分厂商的溶解浆产线转产纸浆(溶解浆生产工艺与造纸用化学浆基本相似), 小厂亏损退出。



从溶解浆行业格局来看,虽然国内溶解浆产量从2015年的55万吨上升到2017年之后的100万吨以上,但国内120万吨的产能相比每年280万吨以上的进口溶解浆,对溶解浆的进口依赖度仍然较大。

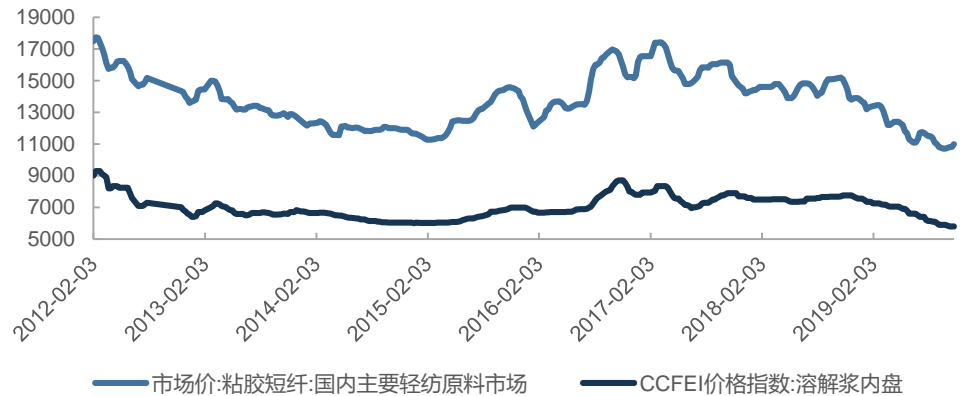
太阳纸业是中国最大、世界第三的溶解浆供应商。公司共有溶解浆产能80万吨,包括国内50万吨和老挝30万吨。此外,公司是国内首家研发出溶解浆连续蒸煮技术的企业。2014年公司研发出该技术,设备有5年保护期。凭借这种技术带来的较低生产成本,公司溶解浆业务拥有非常明显的成本优势。目前公司国内溶解浆的成本在6000元/吨左右,优于行业平均7000元/吨左右的生产成本。老挝生产基地离原材料木片的产地近,每吨能节省350-400元运费,在当前溶解浆5800元/吨的市场价格下,老挝的溶解浆业务仍能盈利。

表3 2012-2017年国内浆粕供应情况(单位:万吨)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
棉浆生产量	44	75	67	58	46	35
国内溶解浆生产量	62	80	60	55	98	105
竹浆和改性浆生产量	12	6	8	9	55	40
溶解浆进口量	157	180	209	225	225	261
其中:用于粘胶纤维的溶解浆生产量	140	160	192	208	174	224

资料来源:中国造纸年鉴,德邦证券研究所

图47 溶解浆和下游粘胶短纤的价格走势



资料来源:Wind,德邦证券研究所

### 3. 产能投放增业绩, 老挝和广西项目奠定中长期发展

#### 3.1 十年前布局老挝林浆纸一体化项目, 如今实现量的扩张和质的提升

公司于2008年开始进驻老挝。2009年11月与老挝政府签订《林浆纸一体化项目发展合同》,在沙湾拿吉省色本县投资建设“林浆纸一体化”项目,规划建设40万吨化学浆项目并配套种植10万公顷纸浆林。2010年8月,公司全资子公司太阳纸业控股老挝有限责任公司正式成立。

老挝国土面积23.68万平方公里,位于中南半岛北部的内陆国家,北邻中国,南接柬埔寨、东接越南,西北达缅甸,西南毗连泰国。境内80%为山地和高原,林业资源丰富,常年青森林面积占比较大。沙湾拿吉省人口稀少,土地资源非常丰富,非常适宜桉树及相思树等速生、丰产、优质的原料林生长。

图48 老挝是位于中南半岛北部的内陆国家



资料来源：百度地图，德邦证券研究所

2011年，老挝公司年生产能力1000万株的组培室正式投产使用。经过多年培育，目前公司在当地的速生林种植水平可以和南美巴西等国家媲美，林地已陆续进入轮伐期，未来能有效解决原料问题，巩固公司成本优势。当前老挝林地3万多公顷，预计未来以每年新增1万公顷的进度达到10万公顷林地，充足的林地将为公司后续在老挝新建木浆产能提供资源保障。值得关注的是，公司是采用“3+2”方式与当地百姓合作造林。“3+2”方式是指公司为当地百姓提供树苗、技术指导，并收购其林木，当地百姓提供劳动力和土地种林，该种方式深受老挝政府支持和倡导。

2017年1月，老挝30万吨化学浆项目正式开工，2018年6月投产运行。该项目可在化学浆和溶解浆之间互相转产，2019年该项目全部用于生产溶解浆。项目填补了老挝现代化制浆造纸的空白，也是太阳纸业第一个海外投资建设实体项目，为公司未来在老挝新建项目和走向国际化奠定基础，也积累了丰富经验。

伴随年产30万吨化学浆项目的产能投放和老挝基地相关配套工程的完善，建设场地、供水、供电、供汽、废水处理等都有一定的富余量。2018年，公司启动老挝年产120万吨造纸项目，项目实施主体由公司全资孙公司太阳纸业沙湾有限公司承担。沙湾公司拥有22,006公顷的特许经营土地，比老挝公司享有更有利的土地特许经营、税收等方面的优惠政策。该项目中40万吨再生纤维浆板生产线（废纸浆）已在2019年6月份试产，后续项目中的两条分别年产40万吨高档包装纸生产线，预计将于2021年上半年陆续进入试生产阶段。伴随新产能投放，老挝基地的道路、污水处理等基础设施的单位成本将降低，园区的规模效应有望逐步显现。公司力争通过2-3年的时间，在老挝逐步建成一个200多万吨的造纸新材料产业园。

图 49 公司老挝林浆纸一体化项目进展

2008

进驻老挝

投资300万美元设立太阳纸业老挝有限公司

2009

规划建设40万吨化学浆项目并配套种植10万公顷纸浆林

与老挝政府签订《林浆纸一体化项目发展合同》。

2010

对在老挝设立的子公司整合。

30万吨化学浆浆厂完成选址。

老挝项目自有造林面积已经达到2300公顷，部分林木高度已经达到5.5米

2018

30万吨化学浆项目投产运行  
启动老挝年产120万吨造纸项目

2017

老挝30万吨化学浆项目正式开工。  
发行12亿可转债用于老挝项目

2011

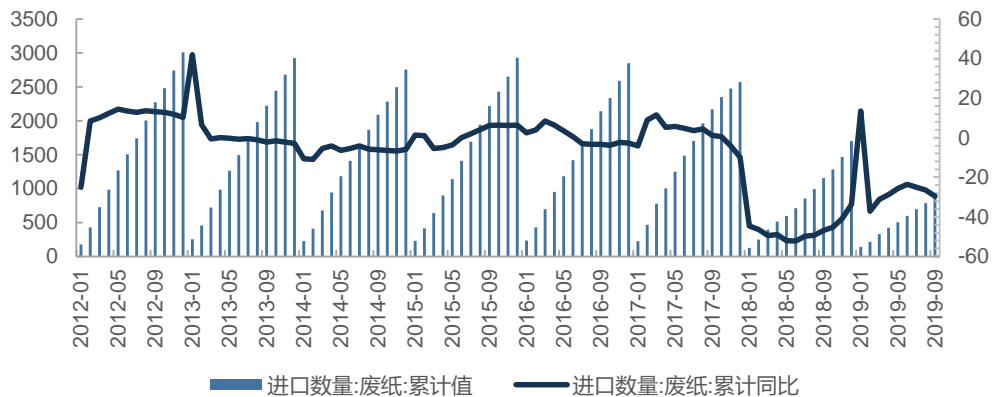
- 年生产能力1000万株的组培室正式投产使用
- 30万吨化学浆项目完成了工厂场地的平整工作，陆续开工建设了职工公寓、食堂等配套生活设施

资料来源：公司公告，德邦证券研究所

2018年5月，海关总署发布《关于对进口美国废物原料实施风险预警监管措施的通知》，要求对美废100%开箱检查。6月国务院发布《关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》，提出全面禁止洋垃圾入境，大幅减少固体废物进口种类和数量，力争2020年底前基本实现固体废物零进口。同年8月，受中美贸易摩擦影响，我国宣布对废纸浆加征20%关税，所有进口废纸加征25%关税。受上述政策影响，2018年全国累计进口废纸1703万吨，同比下降33.80%。截至今年9月，2019年全国累计进口废纸869万吨，同比下降29.50%。

外废严格限制的背景下，预计2020年进口废纸的数量将继续大幅缩减。目前外废额度主要掌握在玖龙、理文和山鹰纸业手中，在国废价格远高于美废价格的背景下，三家企业具有较大的成本优势。但伴随外废配额的减少，三家企业因掌握外废额度所享有的成本优势在逐渐减弱。太阳纸业没有外废配额，但目前公司已解决了110万吨包装纸原材料，包括2019年投产的老挝40万吨废纸浆、2018年投产的国内10万吨木屑浆和40万吨半化学浆，以及2019年4季度投产的20万吨本色浆。公司目前共有160万吨包装纸产能，对应大约200万吨的原料需求量，原料自给率55%。明年若国废价格大幅上行，自供原料的成本优势将更加明显。此外，老挝80万吨高档包装纸生产线2021年建成投产，将为公司贡献新的业绩增量，凭借成本优势公司将抢占更多的国内高端包装纸市场份额。

图 50 废纸进口数量锐减（万吨）



资料来源：Wind，德邦证券研究所

### 3.2 广西项目毗邻下游市场，与老挝基地互为补充，奠定未来十年发展

2019年6月，太阳纸业发布公告，拟在广西的北海市铁山港区全资设立一家注册资本为5亿元人民币的有限责任公司，实施广西350万吨林浆纸一体化项目。目

前，该项目已于今年10月正式开工。

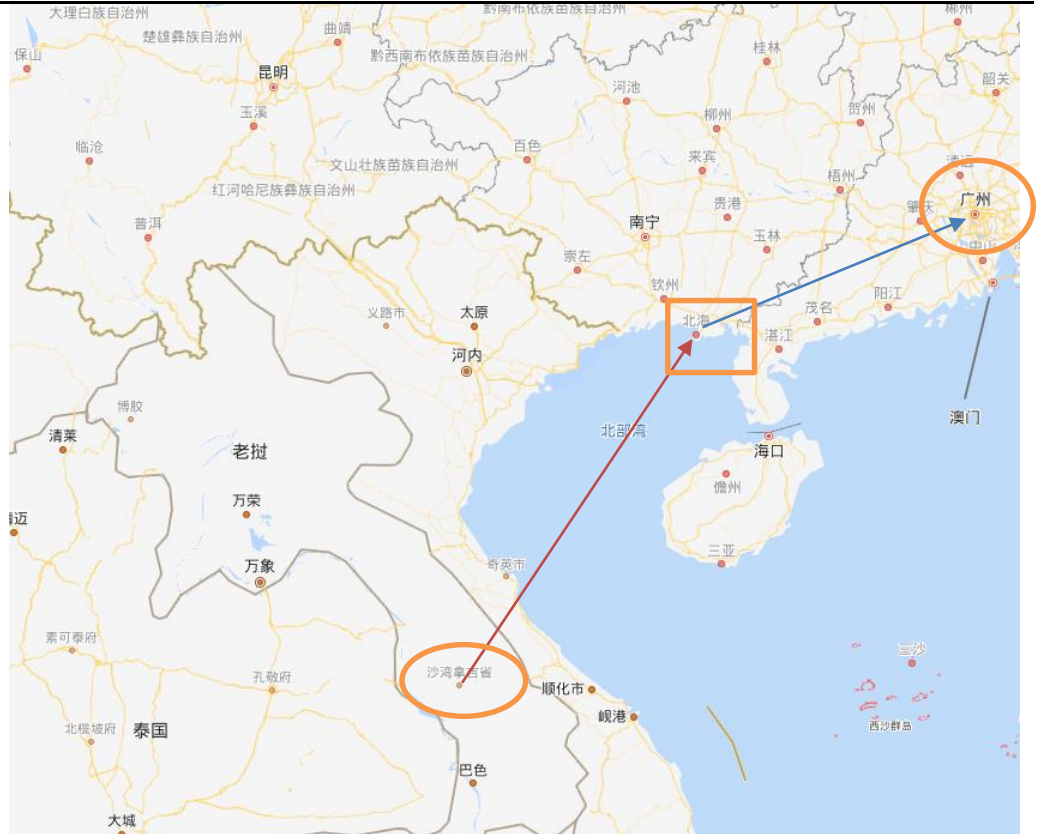
广西项目位于北海市铁山港（临海）工业区，占地3433亩，分两期建设。一期主要建设年产80万吨漂白化学阔叶浆，年产55万吨文化用纸，年产50万吨特种纸和年产20万吨化机浆；二期主要建设年产40万吨化机浆，年产90万吨白卡纸和年产15万吨生活用纸。根据广西北海市人民政府门户网站，预计项目全部建成投产后可实现年营业收入180亿元，利税35亿元。

广西壮族自治区是我国人工林、速丰林种植面积最大的省份，丰富的木材资源是该地区发展造纸业得天独厚的资源条件。广西森林年生长量、年木材产量、森林蓄积年净增量居全国第一，全区森林覆盖率为62.28%。北海市是“一带一路”重要节点城市，与世界上98个国家和地区的216多个港口有着密切的贸易往来，拥有万吨级以上泊位4个，5千吨级以下的泊位16个。项目所在的铁山港区是目前北海市重点发展的港口以及产业园区。此外，广西毗邻珠三角地区，珠三角地区经济发达，是重要的下游市场，广西项目的开拓有利于公司拓展珠三角地区业务，减少运输和仓储成本。

目前，北海市已积累了丰富的制浆造纸和林地种植行业的发展经验，为太阳在当地的发展奠定了产业基础。北海市是芬兰斯道拉恩索集团在中国的生产基地，该集团从2002年进入广西开始植树造林工作，到2014年北海工厂正式开工建设，再到2016年一期工程正式投产，在北海市有20万吨化机浆和45万吨液体包装纸生产线各一条。

广西项目将和老挝项目相互融合、相互补充，使得公司打造完备的原料供应体系，实现转型升级。同时，广西项目和老挝项目也从生产基地上也使得公司实现“一带一路”经济带、祖国沿海和内陆地区的全覆盖，补齐了工厂布局战略位置上的短板。

图 51 广西毗邻珠三角市场，与老挝项目之间互相补充



资料来源：百度地图，德邦证券研究所



## 4. 盈利预测和投资评级

### 4.1 业绩拆分

老挝 120 万吨造纸项目、本部 45 万吨特色文化用纸项目和广西北海制浆造纸项目是公司未来主要产能投放项目，前两者贡献公司未来三年主要的业绩增量。老挝 120 万吨造纸项目预计 2021 年建成投放，本部 45 万吨特色文化用纸项目预计 2020 年四季度建成投放。广西北海项目已经开工，进展有待后续披露。

表 4 业绩拆分

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>文化纸</b>						
收入 (百万元)	5,260.69	5,899.15	7,206.65	6792.5	6909.375	7777.1925
YOY		12.14%	22.16%	-5.75%	1.72%	12.56%
产能 (万吨)	120	120	120	120	165	165
销量/产能	95.03%	89.08%	100.34%	102.92%	75.76%	84.85%
销量 (万吨)	114.03	106.90	120.41	123.5	125	140
YOY		-6.25%	12.64%	2.57%	1.21%	12.00%
平均价格 (元/吨)	4,613.43	5,518.38	5,985.09	5,500.00	5,527.50	5,555.14
YOY		19.62%	8.46%	-10.00%	0.50%	0.50%
成本	4,041.13	4,244.10	5,240.12	4814.52	4802.02	5327.38
毛利	1,219.56	1,655.05	1,966.53	1977.98	2107.36	2449.82
毛利率(%)	23.18	28.06	27.29	29.12	30.50	31.50
<b>铜版纸</b>						
收入 (百万元)	2,947.69	4,450.65	3,994.80	3702.95	3969.57	4238.75
YOY		50.99%	-10.24%	-7.31%	7.20%	6.78%
产能 (万吨)	80.00	80.00	100.00	100.00	100	100
销量/产能	90.56%	102.48%	72.82%	75.00%	80.00%	85.00%
销量 (万吨)	72.45	81.98	72.82	75	80	85
YOY		13.15%	-11.17%	2.99%	6.67%	6.25%
平均价格 (元/吨)	4,068.59	5,428.95	5,485.86	4,937.27	4,961.96	4,986.77
YOY		33.44%	1.05%	-10.00%	0.50%	0.50%
成本	2,313.35	2,997.07	2,857.78	2513.93	2690.97	2863.28
毛利	634.34	1,453.58	1,137.02	1189.02	1278.60	1375.47
毛利率(%)	21.52	32.66	28.46	32.11	32.21	32.45
<b>溶解浆</b>						
收入 (百万元)	2,614.13	2,696.09	3,166.45	3594.95	3645.17	3718.08
YOY		3.14%	17.45%	13.53%	1.40%	2.00%
产能 (万吨)	50.00	50.00	50.00	80.00	80	80
销量/产能	88.04%	83.04%	113.80%	85.00%	87.50%	87.50%
销量 (万吨)	44.02	41.52	56.90	68	70	70
YOY		-5.68%	37.04%	19.51%	2.94%	0.00%
平均价格 (元/吨)	5,938.51	6,493.47	5,564.94	5,286.69	5,207.39	5,311.54
YOY		9.35%	-14.30%	-5.00%	-1.50%	2.00%
成本	2,136.52	2,130.03	2,523.89	2799.75	2822.82	2858.46
毛利	477.60	566.06	642.55	795.20	822.35	859.62



毛利率(%)	18.27	21.00	20.29	22.12	22.56	23.12
<b>牛皮箱板纸</b>						
收入(百万元)	506.27	2,391.68	2,640.21	3144.39	4130.74	5672.88
YOY		372.41%	10.39%	19.10%	31.37%	37.33%
产能(万吨)	80.00	80.00	160.00	160.00	160	240
销量/产能	24.26%	83.56%	42.88%	59.38%	75.00%	66.67%
销量(万吨)	19.41	66.85	68.60	95	120	160
YOY		244.41%	2.62%	38.48%	26.32%	33.33%
平均价格(元/吨)	2,608.29	3,577.68	3,848.70	3,309.88	3,442.28	3,545.55
YOY		37.17%	7.58%	-14.00%	4.00%	3.00%
成本	396.24	1,916.03	2,343.36	2469.92	3231.06	4425.98
毛利	110.04	475.66	296.85	674.47	899.67	1246.90
毛利率(%)	21.73	19.89	11.24	21.45	21.78	21.98
<b>瓦楞纸</b>						
收入(百万元)			338.03	712.51	741.01	1068.54
YOY				110.78%	4.00%	44.20%
销量			10.20	25	25	35
YOY				145.10%	0.00%	40.00%
平均价格(元/吨)			3,314.02	2,850.06	2,964.06	3,052.98
YOY				-14.00%	4.00%	3.00%
成本			303.84	565.45	598.52	856.22
毛利			34.19	147.06	142.50	212.32
毛利率(%)			10.11	20.64	19.23	19.87
<b>原纸</b>						
收入(百万元)	675.56	695.70	881.35	874.38	870.50	894.35
YOY		2.98%	26.69%	-0.79%	-0.44%	2.74%
产能(万吨)	30.00	30.00	20.00	20.00	20	20
销量/产能	46.03%	43.33%	69.50%	70.00%	69.00%	69.50%
销量(万吨)	13.81	13.00	13.90	14	13.8	13.9
YOY		-5.87%	6.92%	0.72%	-1.43%	0.72%
平均价格(元/吨)	4,891.82	5,351.54	6,340.65	6,245.54	6,307.99	6,434.15
YOY		9.40%	18.48%	-1.50%	1.00%	2.00%
成本	547.26	524.23	650.47	663.21	656.71	660.74
毛利	128.30	171.47	230.88	211.16	213.80	233.60
毛利率(%)	18.99	24.65	26.20	24.15	24.56	26.12
<b>生活用纸</b>						
收入(百万元)	729.14	722.12	819.19	818.88	842.53	858.76
YOY		-0.96%	13.44%	-0.04%	2.89%	1.93%
产能(万吨)	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00
销量/产能	89.67%	83.83%	87.42%	89.17%	90.83%	91.67%
销量(万吨)	10.76	10.06	10.49	10.7	10.9	11
YOY		-6.51%	4.27%	2.00%	1.87%	0.92%
平均价格(元/吨)	6,776.39	7,178.13	7,809.25	7,653.06	7,729.59	7,806.89

YOY		5.93%	8.79%	-2.00%	1.00%	1.00%
成本	624.35	607.09	699.08	675.57	673.18	693.02
毛利	104.79	115.03	120.11	143.30	169.35	165.74
毛利率(%)	14.37	15.93	14.66	17.5	20.1	19.3
<b>电及蒸汽</b>						
收入	633.87	725.19	789.29	781.40	781.40	789.21
YOY		14.41%	8.84%	-1.00%	0.00%	1.00%
成本	398.88	521.43	598.05	589.95	589.72	590.96
毛利	234.98	203.75	191.24	191.44	191.68	198.25
毛利率(%)	37.07	28.10	24.23	24.5	24.53	25.12
<b>化学机械浆</b>						
收入(百万元)	950.96	1,186.85	1,568.02	1406.81	1374.84	1291.71
YOY		24.81%	32.12%	-10.28%	-2.27%	-6.05%
产能(万吨)	70.00	70.00	80.00	80.00	80	80
销量/产能	47.07%	56.89%	58.24%	55.00%	53.75%	50.00%
销量(万吨)	32.95	39.82	46.59	44	43	40
YOY		20.85%	17.00%	-5.56%	-2.27%	-6.98%
平均价格(元/吨)	2,886.07	2,980.54	3,365.57	3,197.29	3,197.29	3,229.27
YOY		3.27%	12.92%	-5.00%	0.00%	1.00%
成本	739.34	936.78	1,160.76	2365.68	2362.16	2371.25
毛利	211.62	250.08	407.27	831.62	835.13	858.02
毛利率(%)	22.25	21.07	25.97	26.01	26.12	26.57
<b>石灰</b>						
收入			2.90	10	11	12.00
成本			2.63	9.84	10.81	11.78
毛利			0.26	0.16	0.19	0.22
毛利率(%)			9.09	1.6	1.7	1.8
<b>其他业务</b>						
收入	137.18	126.86	128.47	129.75	131.05	132.36
YOY		-7.52%	1.27%	1.00%	1.00%	1.00%
成本	90.31	98.95	114.73	110.29	108.77	105.89
毛利	46.87	27.91	13.73	19.46	22.28	26.47
毛利率(%)	34.16	22.00	10.69	15.00	17.00	20.00

备注：标红是预测数据

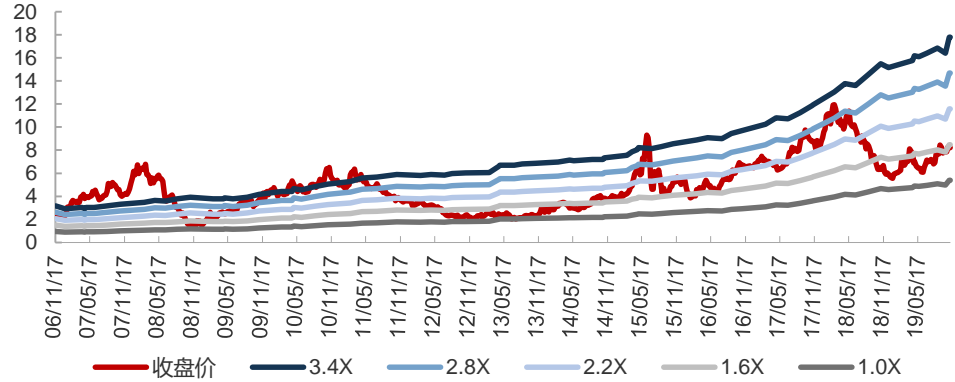
资料来源：公司公告，评级跟踪报告，德邦证券研究所

## 4.2 盈利预测和投资评级

首次覆盖，给予“买入”评级。预计太阳纸业 2019-2021 年分别实现营收 219.69/234.07/264.54 亿元，同比增长 0.9%/6.5%/13.0%，实现归母净利润 20.54/23.66/29.01 亿元，同比增长 -8.2%/15.2%/22.6%。2019 年 11 月 8 日收盘价 8.33 元对应 2019-2021 年 PB 为 1.52X/1.32X/1.14X。伴随新产能的陆续投放，各基地前期建设配套设施的成本有望得到摊薄，且老挝林浆纸一体化优势带来的成本优势已能兑现

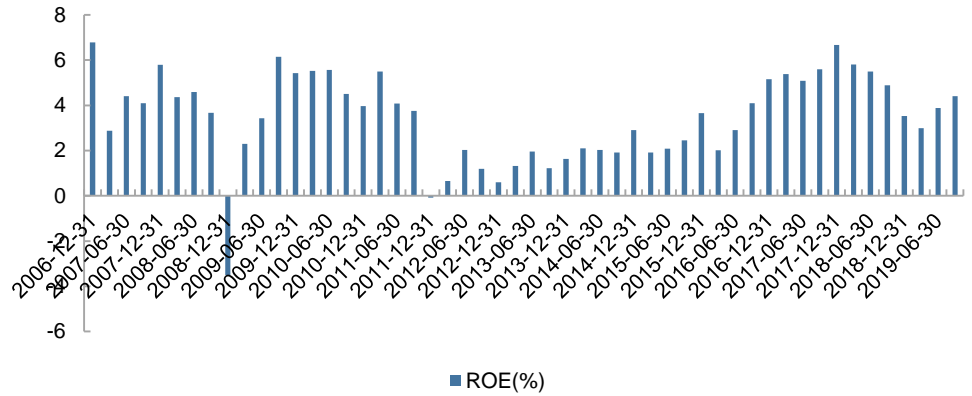
到公司业绩端。ROE 受益于原材料木浆价格的下跌和文化纸价格企稳已于今年二季度开始触底回升。当前 PB (MRQ) 1.58 倍仍处于公司历史上的相对低位。伴随行业景气度从底部复苏,新增产能的释放带来公司业绩增厚,且公司历史上相对同行业其他公司享有一定估值溢价,我们给予公司 2019 年对应 PB 1.75-1.80 倍,对应股价 9.61-9.88 的判断。首次覆盖,给予“买入”评级。

图 52 太阳纸业 PB-Band (最新公告)



资料来源: Wind, 德邦证券研究所

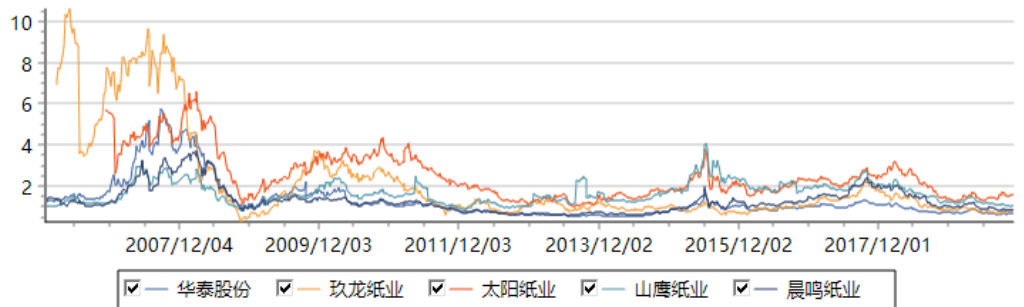
图 53 太阳纸业今年单二季度开始 ROE 触底回升



资料来源: Wind, 德邦证券研究所

图 54 太阳纸业在历史上享有一定的估值溢价

市净率PB[最新,最新报告期(MRQ),倍]



资料来源: Wind, 德邦证券研究所

## 5.风险提示

老挝和广西新建项目建设进度或投产效益不达预期

产品下游需求疲弱导致纸价在明年淡季时期下滑

明年外废额度缩减或导致国废价格过快上涨，使得公司成本端承压

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>21768</b>	<b>21969</b>	<b>23407</b>	<b>26454</b>
每股收益	0.86	0.79	0.91	1.12	营业成本	16663	17568	18536	20753
每股净资产	4.85	5.49	6.29	7.30	毛利率%	23.5	20.0	20.8	21.5
每股经营现金流	1.73	1.02	1.44	1.57	营业税金及附加	138	148	155	176
每股股利	0.00	0.10	0.11	0.12	营业税金率%	0.6	0.7	0.7	0.7
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	750	802	857	971
P/E	9.65	10.51	9.13	7.44	营业费用率%	3.4	3.7	3.7	3.7
P/B	1.72	1.52	1.32	1.14	管理费用	556	527	564	640
P/S	0.99	0.98	0.92	0.82	管理费用率%	2.6	2.4	2.4	2.4
EV/EBITDA	6.45	7.69	6.57	5.20	研发费用	267	341	370	421
股息率%	0.0	1.2	1.3	1.4	研发费用率%	1.2	1.6	1.6	1.6
<b>盈利能力指标 (%)</b>					<b>EBIT</b>	<b>3393</b>	<b>2583</b>	<b>2926</b>	<b>3493</b>
毛利率	23.5	20.0	20.8	21.5	财务费用	720	245	211	135
净利润率	10.3	9.4	10.1	11.0	财务费用率%	3.3	1.1	0.9	0.5
净资产收益率	17.8	14.4	14.5	15.3	资产减值损失	10	-4	14	27
资产回报率	7.6	7.2	8.1	9.3	投资收益	6	17	15	18
投资回报率	13.9	9.9	11.0	13.1	<b>营业利润</b>	<b>2692</b>	<b>2425</b>	<b>2796</b>	<b>3435</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					营业外收支	28	30	32	36
营业收入增长率	15.2	0.9	6.5	13.0	<b>利润总额</b>	<b>2720</b>	<b>2455</b>	<b>2828</b>	<b>3471</b>
EBIT 增长率	-4.0	-23.9	13.3	19.4	EBITDA	4544	3838	4242	4867
净利润增长率	10.5	-8.2	15.2	22.6	所得税	477	381	438	538
<b>偿债能力指标</b>					有效所得税率%	17.6	15.5	15.5	15.5
资产负债率%	57.2	49.6	43.8	38.6	少数股东损益	5	20	24	32
流动比率	0.8	0.8	1.0	1.3	<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>2238</b>	<b>2054</b>	<b>2366</b>	<b>2901</b>
速动比率	0.6	0.6	0.7	0.9					
现金比率	0.1	0.0	0.0	0.1	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>经营效率指标</b>					货币资金	1971	0	0	955
应收帐款周转天数	90.3	91.1	90.8	90.9	应收款项	5253	5481	5824	6588
存货周转天数	40.4	38.6	39.2	39.0	存货	2168	1856	1990	2216
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9	其它流动资产	1391	1348	1412	1517
固定资产周转率	1.6	1.3	1.4	1.6	<b>流动资产合计</b>	<b>10783</b>	<b>8685</b>	<b>9226</b>	<b>11276</b>
					长期股权投资	137	150	169	192
					固定资产	16618	16375	16267	16065
					在建工程	637	1825	2216	2144
					无形资产	860	860	860	860
					<b>非流动资产合计</b>	<b>18740</b>	<b>19698</b>	<b>20001</b>	<b>19750</b>
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>资产总计</b>	<b>29523</b>	<b>28383</b>	<b>29228</b>	<b>31026</b>
净利润	2238	2054	2366	2901	短期借款	5216	3248	1589	0
少数股东损益	5	20	24	32	应付账款	5520	4218	4587	5085
非现金支出	1162	1251	1329	1401	预收账款	826	929	956	1093
非经营收益	483	236	164	96	其它流动负债	2401	2544	2551	2672
营运资金变动	591	-926	-151	-366	<b>流动负债合计</b>	<b>13963</b>	<b>10939</b>	<b>9683</b>	<b>8849</b>
<b>经营活动现金流</b>	<b>4478</b>	<b>2636</b>	<b>3732</b>	<b>4063</b>	长期借款	1794	1994	1994	1994
资产	-3026	-2178	-1568	-1065	其它长期负债	1138	1138	1138	1138
投资	0	-12	-19	-23	<b>非流动负债合计</b>	<b>2931</b>	<b>3131</b>	<b>3131</b>	<b>3131</b>
其他	-12	16	15	18	<b>负债总计</b>	<b>16895</b>	<b>14070</b>	<b>12814</b>	<b>11980</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3038</b>	<b>-2174</b>	<b>-1572</b>	<b>-1070</b>	实收资本	2592	2592	2592	2592
债权募资	-311	-1968	-1660	-1589	普通股股东权益	12573	14237	16313	18914
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	56	76	100	132
其他	-2220	-465	-500	-450	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>29523</b>	<b>28383</b>	<b>29228</b>	<b>31026</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-2531</b>	<b>-2433</b>	<b>-2160</b>	<b>-2039</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-1091</b>	<b>-1971</b>	<b>0</b>	<b>955</b>					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 8 日

资料来源：公司年报 (2018)，德邦证券研究所



## 信息披露

### 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； <b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

### 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。