

证券研究报告—深度报告

轻工

造纸 II

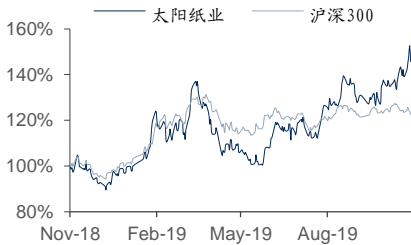
太阳纸业(002078)

买入

合理估值: 12.60 元 昨收盘: 9.13 元 (调高评级)

2019年11月29日

一年该股与和沪深300走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	2592/2573
总市值/流通(百万元)	23,663/23,493
上证综指/深圳成指	2,890/9,648
12个月最高/最低(元)	9.48/5.33

相关研究报告:

《中顺洁柔-002511-2019年三季报点评:成本下行利润超预期,经营现金流大幅改善》——2019-10-24
 《中国东方教育-00667.HK-深度报告:创造多元价值,扬帆职教海洋》——2019-10-18
 《玖龙纸业-02689.HK-财报点评:持续推进产业链垂直布局》——2019-09-26
 《希望教育-01765.HK-并购集中落地,规模成长可期》——2019-09-02
 《天立教育-01773.HK-业绩快速增长,模式值得期待》——2019-09-02

证券分析师: 荣泽宇

电话: 010-88005307
 E-MAIL: rongzeyu@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519060003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

深度报告

熨平周期波动, 勇立纸业潮头

● 行业整合出清, 龙头逆势扩张

我国造纸工业自2011年起进入“增速下行、优化结构、提高质量”的新阶段。在环保和市场力量共同作用下,大批“小规模、高污染、高能耗”纸企被淘汰出局。目前文化纸行业集中度已然较高,包装纸领域尚有较大整合空间。

● 林浆纸一体化构建核心优势, 盈利能力稳中有进

公司依托自身丰富的生产运营经验,以前瞻性眼光布局海外基地,十年深耕终有所成。自建速生林、采购外废制浆造纸提升原材料渠道自主可控程度,降低原材料价格波动对成本的冲击。提升盈利中枢和稳定性,形成并扩大市场竞争中的产品质量和价格优势,更好地分享供给侧改革带来的机遇。

● 老挝和广西项目是太阳打开南方市场的战略重镇

经过多年建设和发展,公司在山东建立起较为完善的原料采购和纸品销售渠道。公司有望凭借老挝和广西项目的区位优势和林浆纸一体化带来的成本优势,扩大在南方市场文化纸和包装纸的份额。

● 废纸稀缺性渐显, 或成业绩增长催化剂

自2017年政府加强外废进口管制以来,我国外废进口量大幅下降。预计到2020-2021年,废纸名义缺口量每年可能超过1000万吨。这一短期难以弥补的原材料缺口有望催化国废价格上涨,带动纸价上行,加速领先和落后企业分化,利好太阳纸业等原料端自给率高的龙头企业。

● 首次覆盖给予“买入”评级, 合理估值区间 12.60~14.50 元

预测公司2019-2021FY的营业收入分别为225.3、238.0、273.9亿元,同比增速分别为3.5%、5.6%和15.1%;净利润分别为19.7、22.1和25.3亿元,同比增速分别为-11.8%、12.2%和14.0%;BPS分别为5.54、6.30和7.18元/股;对应PB分别为1.65、1.45和1.27倍。

首次覆盖太阳纸业并给予公司“买入”评级。根据绝对/相对估值法,给予公司12.60~14.50元的合理估值区间。

● 风险提示

文化纸和包装纸价格出现大幅下滑;老挝和广西项目进展速度不及预期。

盈利预测和财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	21,768	22,528	23,798	27,386	31,160
(+/-%)	15.2%	3.5%	5.6%	15.1%	13.8%
净利润(百万元)	2238	1973	2214	2525	2621
(+/-%)	10.5%	-11.8%	12.2%	14.0%	3.8%
摊薄每股收益(元)	0.86	0.76	0.85	0.97	1.01
EBIT Margin	16.8%	13.3%	14.4%	14.8%	15.7%
净资产收益率(ROE)	17.8%	13.7%	13.5%	13.6%	12.5%
市盈率(PE)	10.20	11.60	10.30	9.10	8.70
EV/EBITDA	8.30	9.40	8.80	8.00	7.00
市净率(PB)	1.88	1.65	1.45	1.27	1.13

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

投资摘要

估值与投资建议

预测公司 2019-2021FY 的营业收入分别为 225.3、238.0、273.9 亿元，同比增速分别为 3.5%、5.6%和 15.1%；净利润分别为 19.7、22.1 和 25.3 亿元，同比增速分别为-11.8%、12.2%和 14.0%；BPS 分别为 5.54、6.30 和 7.18 元/股；对应 PB 分别为 1.65、1.45 和 1.27 倍。

在增速放缓、环保趋严、外废收紧的大背景下，我国造纸业已进入行业结构优化的下半场。太阳纸业依托自身丰富的生产管理经验和强大的执行力，大力推进林浆纸一体化，持续降低原材料价格周期性波动对公司经营和盈利能力的影响。随着公司市场竞争力的提高和行业格局向龙头有利方向发展，未来公司的盈利能力和稳定性有望再上台阶。首次覆盖太阳纸业并给予公司“买入”评级。根据绝对/相对估值法，给予公司 12.60~14.50 元的合理估值区间。

核心假设与逻辑

1. 我国造纸行业供给侧将在行政和市场两股力量作用下继续出清，更多小规模、高污染、高能耗的纸企由于在产品质量和原材料成本上缺乏优势被淘汰出局，利好造纸龙头的盈利恢复和进一步扩张。
2. 太阳纸业有能力通过不断向上游延伸，提升原材料自给率并降低生产成本，在纸价下行期间降低盈利波动，纸价上行期间获得成本优势带来的超额收益。

与市场的差异之处

1. 市场更多关注近期文化纸和包装纸涨价可能为公司带来的短期业绩弹性。我们认为，公司布局上游所建立的壁垒影响更加重要而深远。公司通过自身资金和时间投入，逐渐降低成品纸和原材料价格波动对整体盈利影响，有望为投资者带来更加长期、稳健和确定性的回报。
2. 市场对废纸原材料的短缺可能引起的废纸系供给侧巨大变化认识不足。我们认为，随着我国外废进口持续快速下降，废纸缺乏将引起废纸系纸厂的存亡之战。届时，拥有海外原材料供给、自给率高、有资金和渠道优势的龙头纸企将在剧烈的行业变化中立于不败之地。
3. 市场认为老挝和广西项目主要意义在于提升公司原料自给率；我们认为不仅于此。太阳纸业本部位于山东，在南方市场影响力不足。老挝和广西两个项目的顺利开展将助力公司开拓南方市场。

股价变化的催化因素

1. 纸价连续上涨，公司毛利率随成品纸和原材料价差扩大而提高。
2. 新项目建设进度和新产能投放后产销爬坡速度超过市场预期。

核心假设或逻辑的主要风险

1. 造纸行业部分品类集中度已经较高，产能出清速度和幅度不及预期。
2. 新项目建设和投产进度不及预期，或公司新增产能后无法顺利开拓市场。
3. 文化纸和包装纸价格出现大幅下滑，或木浆、废纸价格大幅上涨。

内容目录

投资摘要	2
估值与投资建议	7
绝对估值: 13.26-14.50 元	7
相对估值: 12.60~13.86 元	8
投资建议: 首次覆盖给予“买入”评级	10
公司简介	11
内外兼修的造纸巨头	11
股权结构	13
行业分析	14
我国造纸业已过快速增长阶段	14
行政+市场去产能持续进行中	15
包装纸: 废纸稀缺性将成纸价催化剂	16
文化纸: 格局稳定	19
林浆纸一体化是大势所趋	20
公司分析: 高瞻远瞩, 内外兼修	22
战略前瞻布局, 内外协同发力	22
向外布局林浆纸一体化	22
原料自给凸显成本优势, 包装纸大有可为	24
对内拓展品类, 向自己要利润	25
财务分析: 穿越周期, 更上层楼	28
收入规模稳健增长, 长期盈利能力改善	28
综合成本有望下降, 各项费用率走低	30
资债结构: 稳健优化, 举债融资空间充足	31
投资回报分析	32
盈利预测	34
收入和盈利预测假设	34
盈利预测的情景分析	35
盈利预测结论	36
风险提示	37
估值风险	37
盈利预测风险	37
政策风险	37
经营风险	37
财务风险	37
行业风险	37
市场风险	37
附表: 财务预测和估值	38
国信证券投资评级	39
分析师承诺	39
风险提示	39
证券投资咨询业务的说明	39

图表目录

图 1: 太阳纸业和可比公司毛利率对比	9
图 2: 太阳纸业和可比公司 ROA 对比	9
图 3: 太阳纸业和可比公司 ROE 对比	9
图 4: 太阳纸业和可比公司净利率对比	9
图 5: 太阳纸业和可比公司总资产周转率对比	9
图 6: 太阳纸业和可比公司权益乘数对比	9
图 7: 公司产品类别	11
图 8: 公司向上游布局时间线	11
图 9: 公司 2015-2019Q3 营收和同比增速 (亿元)	12
图 10: 公司 2018 年收入结构 (亿元)	12
图 11: 公司 2015-2019Q3 净利润和同比增速 (亿元)	12
图 12: 主要产品毛利率	12
图 13: 太阳纸业股权架构	13
图 14: 中国纸及纸板产销量和同比增速 (万吨)	14
图 15: 2018 年中国各纸种产量和占比 (万吨)	14
图 16: 我国各纸种产量同比增速均下台阶	14
图 17: 2010-2015 产能淘汰情况 (万吨)	15
图 18: 造纸企业数量变化	15
图 19: 规模以上纸企亏损占比和净利率	15
图 20: 规模以上纸企平均收入和资产规模 (百万元)	15
图 21: 各龙头纸企历年浆+纸销售量 (万吨)	16
图 22: 产量前四纸企产量和市占率 (万吨)	16
图 23: 箱板纸产销量和同比增速 (万吨)	16
图 24: 2018 年箱板纸主要厂商产能 (万吨)	16
图 25: 瓦楞纸产销量和同比增速 (万吨)	17
图 26: 2018 年瓦楞纸主要厂商产能 (万吨)	17
图 27: 箱板纸和瓦楞纸价格 (元/吨)	17
图 28: 瓦楞纸和白板纸开工率	17
图 29: 近两年我国外废进口配额情况 (万吨)	18
图 30: 我国废纸供需情况 (万吨)	18
图 31: 中国历年废纸浆消耗量 (万吨)	18
图 32: 铜版纸主要厂商产能 (万吨)	19
图 33: 2018 年双胶纸主要厂商产能 (万吨)	19
图 34: 铜版纸产销量和同比增速 (万吨)	19
图 35: 各纸种价格 (元/吨)	20
图 36: 各纸种开工率	20
图 37: APP 营业收入和同比增速 (亿元)	20
图 38: APP 净利润和同比增速 (亿元)	20
图 39: 国际纸业营业收入和同比增速 (亿美元)	21
图 40: 国际纸业净利润和同比增速 (亿美元)	21

图 41: APP、国际纸业与可比公司毛利率	21
图 42: 公司老挝项目建设重要时间节点	22
图 43: 可比公司包装纸毛利率	25
图 44: 可比公司包装纸吨均毛利(元)	25
图 45: 可比公司包装纸吨均收入(元)	25
图 46: 可比公司包装纸销量规模(万吨)	25
图 47: 公司 2018 年收入结构(百万元)	26
图 48: 木浆收入和同比增速(百万元)	26
图 49: 太阳纸业和可比公司人均营收(万元)	27
图 50: 太阳纸业和可比公司人均净利润(万元)	27
图 51: 太阳纸业和可比公司吨均营收(元)	27
图 52: 太阳纸业和可比公司吨均净利润(元)	27
图 53: 太阳纸业和可比公司人均纸产量(吨)	27
图 54: 公司营收和同比增速(亿元)	28
图 55: 公司净利润和同比增速(亿元)	28
图 56: 公司毛利率和净利率	28
图 57: 太阳纸业净利润和经营性净现金流(亿元)	28
图 58: 2018 年公司收入结构(亿元)	29
图 59: 文化用纸毛利率	29
图 60: 文化纸与纸浆价格变动幅度差	29
图 61: 包装纸和生活用纸毛利率	30
图 62: 浆产品毛利率	30
图 63: 2018 年各项成本和占比(百万元)	30
图 64: 公司销售、管理、财务和研发费用率	30
图 65: 吨均原料成本和同比变动(元)	31
图 66: 吨均能源成本和同比变化(元)	31
图 67: 太阳纸业固定资产规模和同比增速(亿元)	31
图 68: 太阳纸业有息负债率	31
图 69: 太阳纸业净利润和利息支出(亿元)	32
图 70: 太阳纸业有息负债结构(亿元)	32
图 71: 公司 ROE、ROA 和 ROIC	33
图 72: 公司毛利率和净利率	33
图 73: 公司总资产周转率和权益乘数	33

表 1: 公司盈利预测部分假设条件.....	7
表 2: 资本成本假设.....	7
表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	8
表 4: 可比公司 ROE 拆分对比.....	8
表 5: 造纸行业可比公司相对估值部分数据比较 (截至 2019.11.28)	10
表 6: 各造纸上市公司海外浆、纸布局情况.....	18
表 7: 老挝项目建设时间线.....	23
表 8: 自建纸浆林制木浆成本节约测算 (百万元)	23
表 9: 老挝 120 万吨包装纸项目收入、盈利估计参考数据.....	23
表 10: 2021 年 120 万吨浆纸项目建成后老挝产能情况.....	23
表 11: 老挝项目建成后公司包装纸原料供给情况	24
表 12: 公司包装纸原料自给率对吨纸成本的影响	24
表 13: 生物质新材料相关项目	25
表 14: 快消品相关项目.....	26
表 15: 公司近年来债券信用评级逐渐上调.....	31
表 16: 各业务收入模型参数.....	34
表 17: 财务比率假设.....	34
表 18: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	35
表 19: 公司利润表的分拆预测 (百万元)	36

估值与投资建议

我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：13.26-14.50 元

我们建立了各产品的收入成本模型，采用 FCFF 对公司进行绝对估值，主要假设和分析如下：

1. 基于公司的产能投放计划和对纸价的保守预期，假设公司 2020-2025 年收入增长率为 5.64%、15.08%、13.78%、8.18%、1.25%、13.55%；同时，考虑到公司布局上游降低原料成本，保守假设成本占营收的比例逐年小幅下降。
2. 保守假设老挝和广西项目分别于 2022 和 2025 年完全建成投产。
3. 我们认为公司老挝和广西项目投产后部分纸品将用来开拓南方市场。因此假设项目建成投产后销售费用率小幅上升。
4. 公司具备成熟完善的管理体系与经验，假设其未来管理费用率基本保持稳定。考虑到公司地域扩张增加管理难度，我们在 2018 年基础上小幅上调管理费用率，此后保持不变。
5. 我们认为公司广西项目建设需大量资本开支，可能需要进行部分融资。假设公司未来融资规模和财务费用率将有所提高。
6. 由于不确定公司未来能否连续取得高新技术企业认证，假设公司自 2022 年起恢复 25% 的企业所得税率。

综合以上分析，得到公司的盈利预测和绝对估值部分假设条件如下：

表 1：公司盈利预测部分假设条件

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入增长率	30.71%	15.21%	3.49%	5.64%	15.08%	13.78%	8.18%	1.25%	13.55%
营业成本/营业收入	73.97%	76.55%	78.14%	77.12%	76.63%	75.67%	75.03%	75.02%	74.49%
管理费用/营业收入	3.78%	4.02%	4.05%	4.05%	4.05%	4.05%	4.05%	4.05%	4.05%
销售费用/营业收入	3.50%	3.40%	3.70%	3.60%	3.70%	3.80%	3.70%	3.60%	3.80%
财务费用/营业收入	3.00%	3.30%	3.02%	3.50%	4.00%	4.50%	5.50%	5.50%	5.00%
营业税金及附加/营业收入	0.75%	0.64%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%
所得税税率	23.24%	17.55%	15.00%	15.00%	15.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
股利分配比率	12.81%	11.58%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

表 2：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.05	T	25.00%
无风险利率	4.00%	Ka	15.55%
股票风险溢价	12.00%	有杠杆 Beta	1.10
公司股价（元）	8.82	Ke	16.65%
发行在外股数（百万）	2592	E/(D+E)	48.00%
股票市值(E, 百万元)	23,663	D/(D+E)	52.00%
债务总额(D, 百万元)	17,005	WACC	10.06%
Kd	5.30%	永续增长率（10 年后）	1.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所分析和假设

我们对上述 FCFF 估值假设做关于折现率和永续增长率两个因素的敏感性分析如下：

表 3：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		9.3%	9.8%	10.32%	10.8%	11.3%
永续 增长 率 变 化	1.9%	19.25	17.41	15.80	14.38	13.13
	1.6%	18.60	16.86	15.34	13.99	12.78
	1.3%	18.00	16.36	14.90	13.61	12.46
	1.0%	17.45	15.88	14.50	13.26	12.16
	0.7%	16.93	15.44	14.12	12.93	11.87
	0.4%	16.45	15.03	13.76	12.62	11.60
	0.1%	16.00	14.64	13.42	12.33	11.34

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

根据上述假设和敏感性分析，我们通过 FCFF 绝对估值法得到的太阳纸业合理估值区间为 **13.26~14.50 元**。

相对估值：12.60~13.86 元

造纸行业具有一定的周期性，ROE 不稳定，因此我们选择 PB 对太阳纸业进行相对估值。

从行业整体估值看，受此前纸价下行影响，当前造纸上市公司估值仍处于低位，太阳，山鹰、玖龙、理文等造纸龙头 PB 均位于历史中值以下。

横向比较看，我们从盈利的水平、增速、确定性和资产结构四个维度衡量公司资产未来为股东创造回报的能力，并基于此对比造纸上市公司估值的异同。

- **盈利水平**。太阳纸业历史上由较高的毛利率、高周转形成较高 ROE。大多数年份 ROE 都高于山鹰、理文、玖龙。老挝和广西项目建成后公司利润率有望提升，带动 ROE 提升。
- **盈利增速**。太阳纸业未来五年仅老挝+广西项目就将有新增 470 万吨浆纸产能，相比 2018 年增长 78%。其余纸企 2019 年后较少见到有大规模扩产计划。
- **盈利确定性**。公司通过向上游延伸，降低原材料价格波动对公司盈利稳定性的影响。在外废收紧的大背景下，原材料可控性和成本有望较其他公司取得比较优势。
- **资产结构**。太阳纸业权益乘数在可比公司当中处于低位，有息负债率亦处于历史低位。健康的资产负债结构和良好的经营现金流为今后融资的规模和成本打下良好基础。

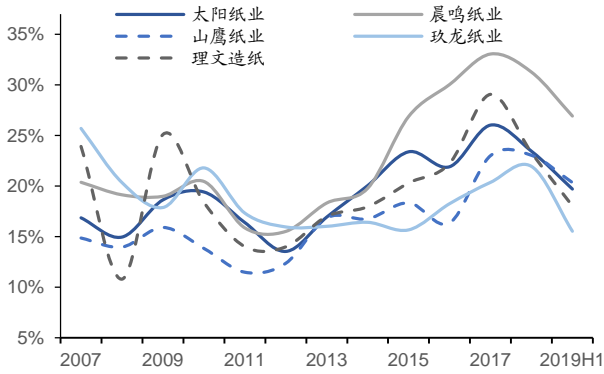
综上，我们认为太阳纸业作为林浆纸一体化进程领先的综合型造纸龙头，拥有较强的盈利能力和成长性，资产负债结构健康。其估值应当享有一定溢价。

表 4：可比公司 ROE 拆分对比

公司	ROE			净利率			总资产周转率			权益乘数		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
太阳纸业	14.14%	22.14%	19.54%	8.01%	11.91%	10.30%	0.72	0.82	0.78	2.42	2.41	2.34
晨鸣纸业	10.56%	15.08%	9.50%	8.96%	12.75%	8.88%	0.28	0.31	0.27	3.65	3.49	4.07
山鹰纸业	4.87%	21.49%	27.21%	2.96%	11.56%	14.10%	0.63	0.74	0.78	2.38	2.58	2.65
玖龙纸业	10.20%	22.30%	16.50%	7.80%	14.80%	10.00%	0.55	0.68	0.76	2.40	2.19	2.18
理文造纸	16.81%	26.02%	21.66%	15.40%	19.28%	14.98%	0.53	0.67	0.76	2.08	1.98	1.85

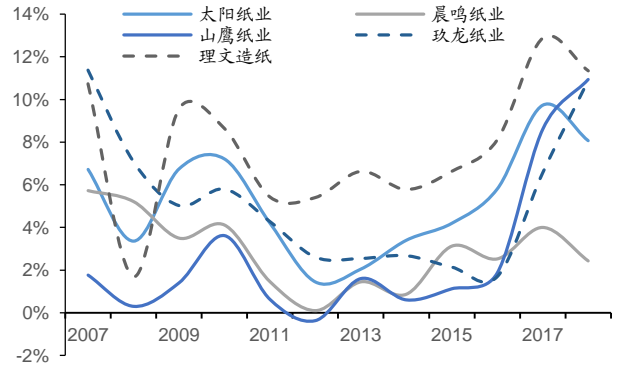
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 1: 太阳纸业和可比公司毛利率对比



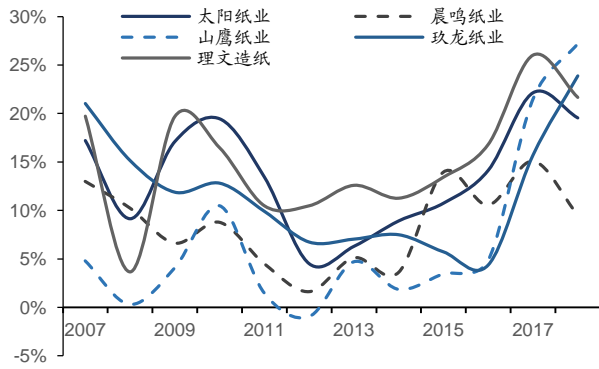
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 太阳纸业和可比公司 ROA 对比



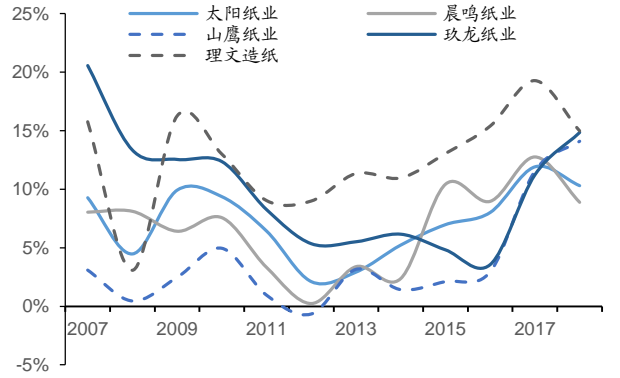
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 太阳纸业和可比公司 ROE 对比



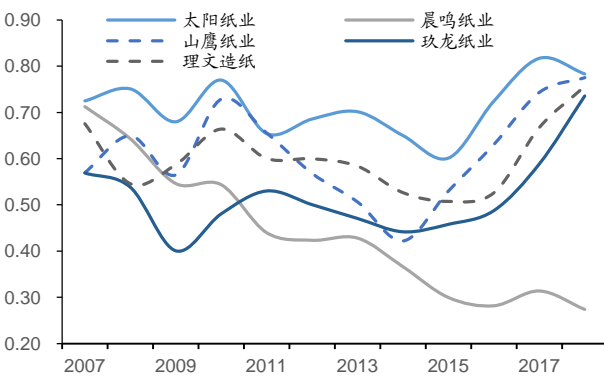
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 太阳纸业和可比公司净利率对比



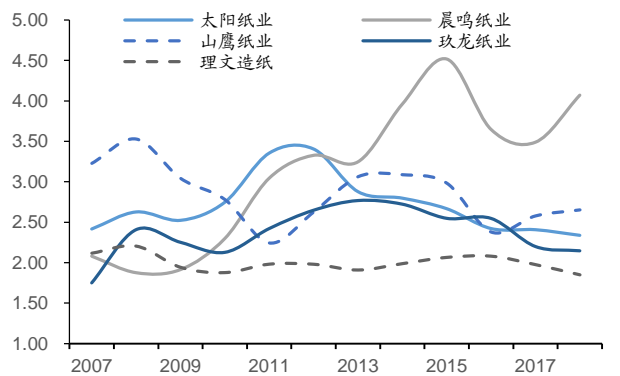
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 5: 太阳纸业和可比公司总资产周转率对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 6: 太阳纸业和可比公司权益乘数对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从太阳纸业自身来看，我们认为公司未来资产创利能力有望进一步加强：

1. 公司向上游延伸，实现原料的自主可控，降低生产成本，提高毛利率水平和其稳定性。
2. 通过技术改造降低吨纸原材料和能耗、污染，降本提效向自己要利润。
3. 聚焦主业，不断深耕。在巩固文化纸业务的同时，拓展生物质原材料、生活用纸等品类，实现业务结构多元化和抗风险。

综上，我们认为公司能够通过横纵向拓展，上游把控原材料，丰富业务和收入结构，提高抗风险、抗周期能力，从而提升盈利水平和稳定性。

综合同业横向比较和公司自身发展的纵向比较，我们认为给予公司 2020 年 2.0~2.2 倍 PB 是合理且谨慎的。对应的合理估值区间为 12.60~13.86 元。

投资建议：首次覆盖给予“买入”评级

综合绝对和相对估值，我们给予太阳纸业 12.60~14.50 元的合理估值区间。公司当前股价对应 2019-2021 年的预测 PB 分别为 1.65、1.45 和 1.27 倍。基于对公司专注主业、不断优化生产和产品布局等多方面的认可，我们首次覆盖并给予公司“买入”评级。

表 5：造纸行业可比公司相对估值部分数据比较（截至 2019.11.28）

代码	简称	股价 (元)	BPS (元/股)			PB			PE (TTM)	总市值 (亿元)
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
002078.SZ	太阳纸业	9.13	*5.54	*6.30	*7.18	*1.65	*1.45	*1.27	12.32	236.63
000488.SZ	晨鸣纸业	4.73	8.64	9.20	9.82	0.55	0.51	0.48	12.53	113.33
600567.SH	山鹰纸业	3.28	3.40	3.82	4.22	0.97	0.86	0.78	6.80	150.38
2689.HK	玖龙纸业	7.23	*7.91	*8.15	*9.31	*0.85	*0.78	*0.72	8.61	339.06
2314.HK	理文造纸	4.87	5.80	6.30	6.86	0.94	0.86	0.79	6.63	213.18

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（带*数据为国信证券经济研究所预测，其余数据来源于 Wind）

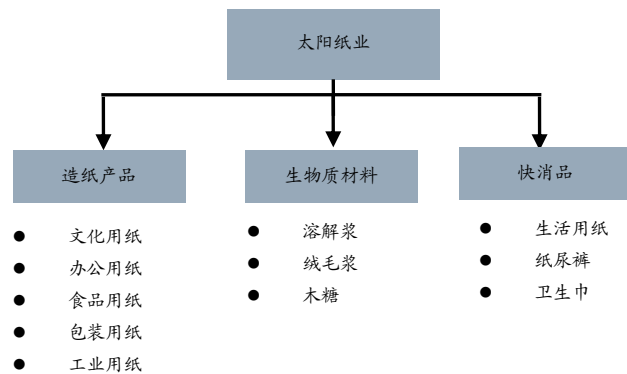
公司简介

内外兼修的造纸巨头

太阳纸业（002078.SZ）成立于1982年，2006年于深交所上市。公司目前在中国、老挝等地拥有多个生产基地，产品包括纸制品、生物质新材料和快速消费品三个大类。截至2018年末，公司制浆造纸产能合计约600万吨。

在造纸基础上不断丰富产品类别。2011年，公司成功开发出溶解浆产品，成为国内首家规模生产溶解浆的企业。2012年，公司提出“四三三”发展战略，在造纸主业的基础上发展生物质新材料、进军快速消费品行业，希望未来能构建造纸产品、新材料和快消品利润占比40%、30%、30%的格局。

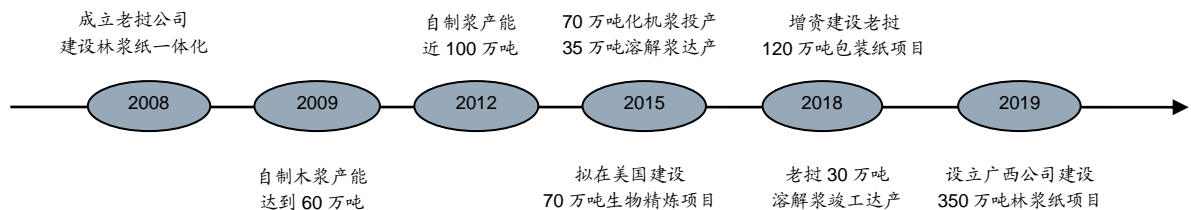
图7：公司产品类别



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

向产业链上游延伸，推进林浆纸一体化。公司自2008年实施“走出去”战略，在老挝建立林浆纸一体化生产基地。目前已建成30万吨溶解浆和两万公顷示范林项目，未来将继续建设10万公顷速生林、40万吨废纸浆和80万吨包装纸项目。广西350万吨林浆纸项目亦将在未来3-5年内建设完成。林浆纸一体化的推进将有效降低公司生产成本，提高盈利稳定性。

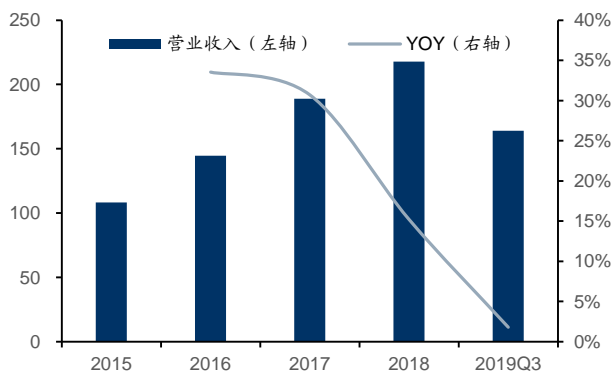
图8：公司向上游布局时间线



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

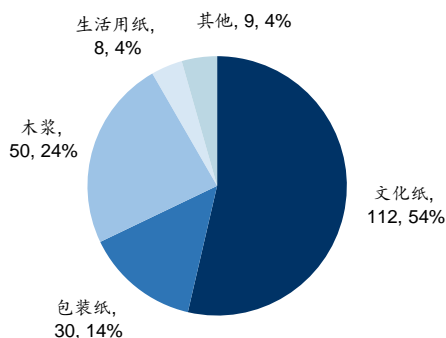
公司 2016-2018 收入分别为 144.6、188.9 和 217.7 亿元；净利润分别为 11.6、22.5 和 15.0 亿元。其中文化纸占比最大，包装纸次之，其余产品占比较小。主要产品中，非涂布文化纸和铜版纸毛利率较高，溶解浆和牛皮箱板纸略低。

图 9: 公司 2015-2019Q3 营收和同比增速 (亿元)



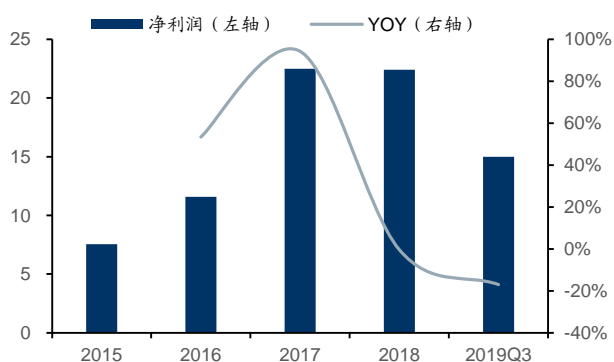
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 10: 公司 2018 年收入结构 (亿元)



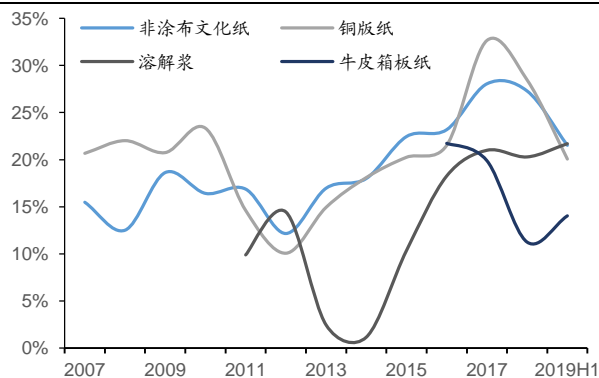
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 11: 公司 2015-2019Q3 净利润和同比增速 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 12: 主要产品毛利率

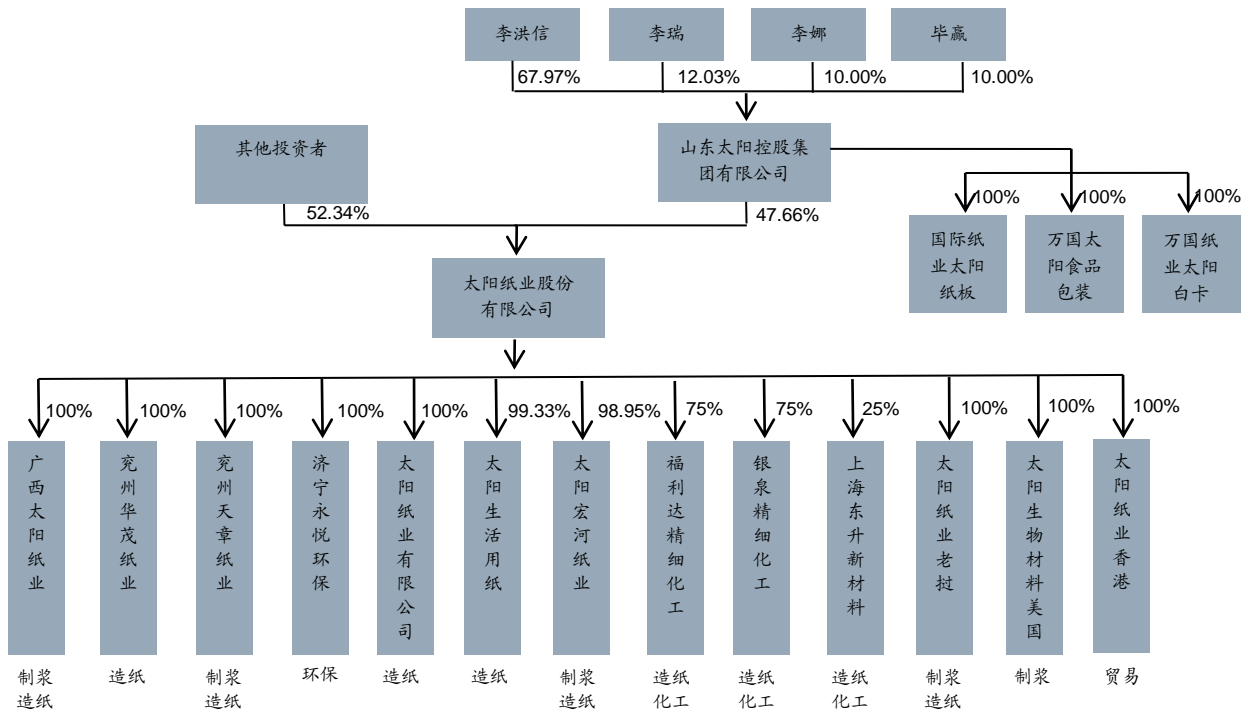


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

股权结构

公司实际控制人李洪信及其家族，通过太阳控股集团有限公司实际持有太阳纸业 47.66% 的股份。此前由于山东国际纸业太阳纸板有限公司、山东万国太阳食品包装材料有限公司和万国纸业太阳白卡纸有限公司经营持续亏损，公司于 2015 年将所持这三家公司的股权出售给控股股东山东太阳控股集团有限公司。

图 13: 太阳纸业股权架构



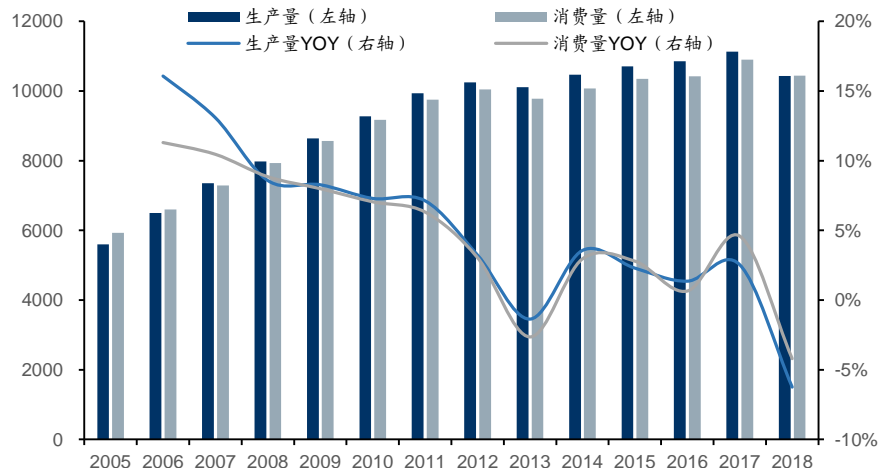
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

行业分析

我国造纸业已过快速增长阶段

产销增速双双放缓。改革开放后中国经济的高速增长带动了造纸工业的发展。2008年中国取代美国成为全球最大造纸国家，2017年产量占全球22.4%。2005-2012年产量CAGR为9.0%，2013-2017年CAGR仅为2.4%，增速显著放缓，2018年增速转负。

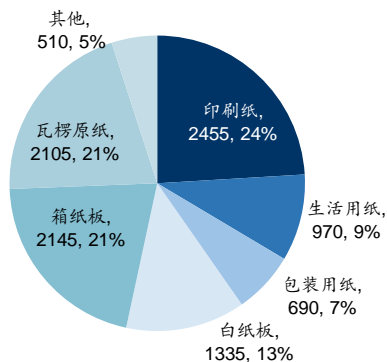
图 14：中国纸及纸板产销量和同比增速（万吨）



资料来源：中国造纸工业年鉴，国信证券经济研究所整理

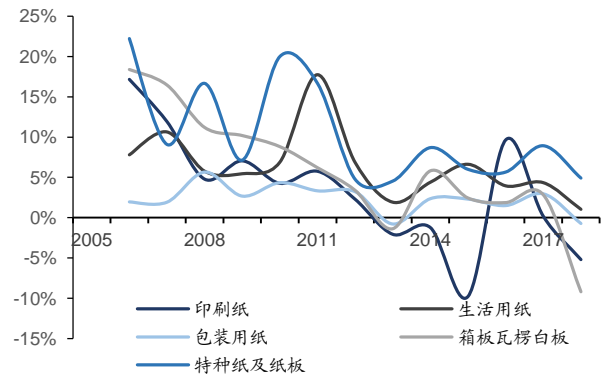
分纸种看，2011年后各纸种增速均出现下降。2018年特种纸和生活用纸增速下滑但仍为正增长，其余纸种产量均出现下滑。

图 15：2018年中国各纸种产量和占比（万吨）



资料来源：中国造纸工业年鉴，国信证券经济研究所整理

图 16：我国各纸种产量同比增速均下台阶



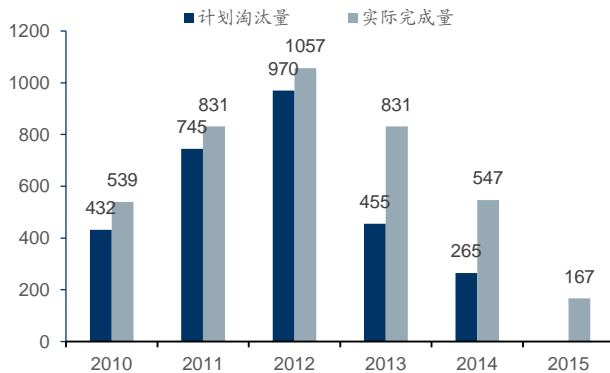
资料来源：中国造纸工业年鉴，国信证券经济研究所整理

行政+市场去产能持续进行中

我们认为，在造纸行业减速重质的下半场，大型纸企凭借其资金、资质、成本、渠道等全方位优势，将在逐渐存量化的市场竞争中不断挤压中小企业的生存空间，提高行业集中度。中小纸企面临行政和市场双重压力：

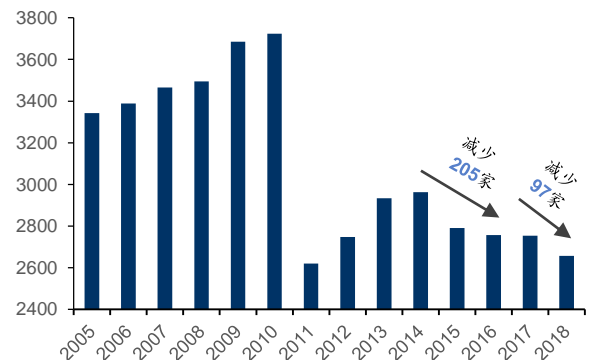
- **众多小规模、高污染、高能耗浆纸企业被强制关停。**《节能减排“十二五”》显示，2010到2014年间，我国共关停2079条造纸产业产线，涉及落后产能3395万吨。2015-2018年五轮环保督察和专项督察又查处、关停大量环保不达标企业。2019-2022年将开启第二轮环保督查，对第一轮督查对象进行全覆盖。

图 17：2010-2015 产能淘汰情况（万吨）



资料来源：工信部，国信证券经济研究所整理

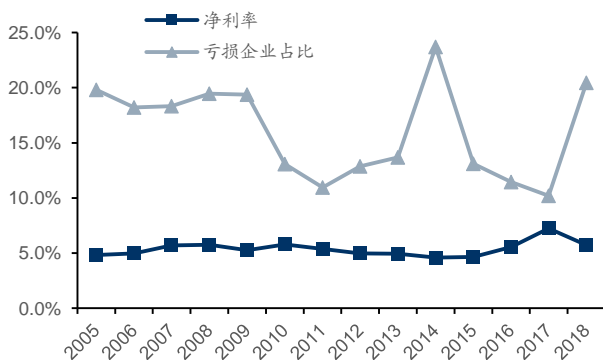
图 18：造纸企业数量变化



资料来源：中国造纸工业年鉴，国信证券经济研究所整理（注：11年骤降是由于统计口径调整）

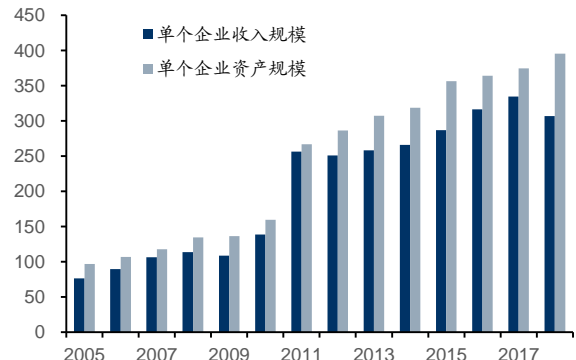
- **综合成本上涨削弱中小纸企市场竞争力。**在治理污染问题时，部分中小企业由于缺乏资金而无法持续运营；部分由于体量小不具备规模效应，环保要求带来的吨纸成本提升大于龙头纸企。另一方面，对自备电厂的和外废进口的限制进一步推高了行业整体的生产成本和原材料压力。综合成本的上升使得规模以上纸企平均净利率的亏损比例从2011年的11%上升到2014年的24%，平均净利率也持续下滑。

图 19：规模以上纸企亏损占比和净利率



资料来源：中国造纸工业年鉴，国信证券经济研究所整理

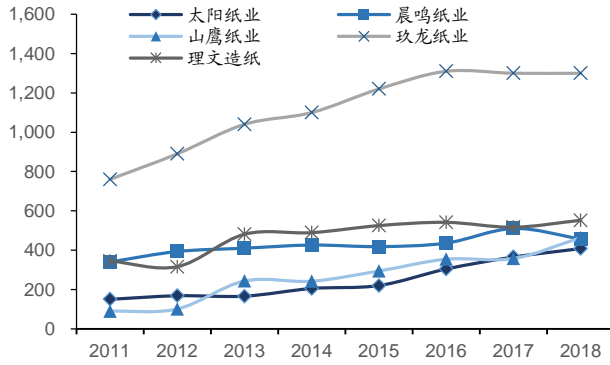
图 20：规模以上纸企平均收入和资产规模（百万元）



资料来源：中国造纸工业年鉴，国信证券经济研究所整理

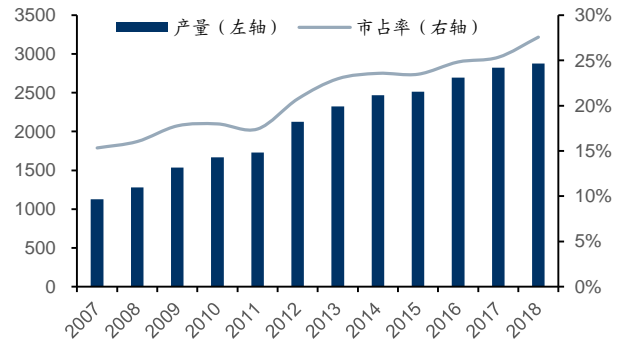
作为市场逐渐出清的结果,2011年到2018年,中国造纸CR4的市占率由17.4%提升到27.6%。仅玖龙一家销量就提升540万吨,前四纸企产量合计提升1100余万吨。在环保趋严、外废收紧的背景下,行政+市场力量共同推进造纸行业供给侧改革的进程仍将持续,并可能逐渐演变至“环保高压常态化,市场力量成为主导”的新阶段。

图 21: 各龙头纸企历年浆+纸销售量(万吨)



资料来源: 中国造纸工业年鉴, 国信证券经济研究所整理

图 22: 产量前四纸企产量和市占率(万吨)

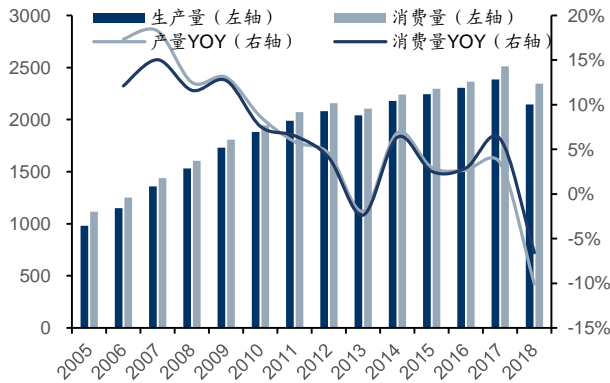


资料来源: 中国造纸工业年鉴, 国信证券经济研究所整理

包装纸: 废纸稀缺性将成纸价催化剂

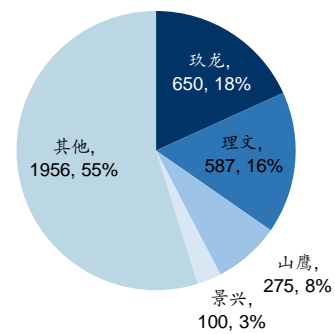
包装纸行业集中度较低。2018年我国箱板纸总产能3568万吨,CR4市占率45%,瓦楞纸总产能3139万吨,CR4市占率23%。受贸易战、经济增速放缓等多因素影响,2018年箱板、瓦楞纸产销同时出现负增长。我们认为,在经济增速放缓、需求和出口遇到挑战的背景下,专注主业、持续扩大自身优势的龙头企业有望化挑战为机遇。

图 23: 箱板纸产销量和同比增速(万吨)



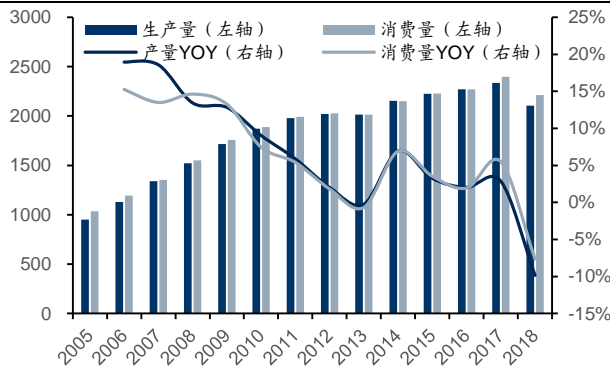
资料来源: 中国造纸工业年鉴, 国信证券经济研究所整理

图 24: 2018年箱板纸主要厂商产能(万吨)



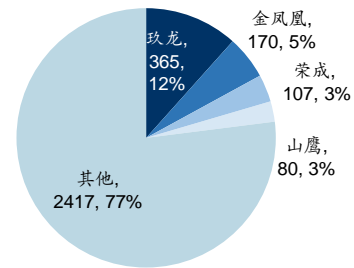
资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图 25: 瓦楞纸产销量和同比增速 (万吨)



资料来源: 中国造纸工业年鉴, 国信证券经济研究所整理

图 26: 2018 年瓦楞纸主要厂商产能 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

开工率上行, 纸价反弹。瓦楞纸和白板纸开工率于 2019 年二月开始上行, 瓦楞纸和箱板纸的价格 Q3 开始反弹。上市的龙头包装纸企毛利率随废纸涨势放缓和成品纸涨价, 有望阶段性企稳见底甚至出现拐点。

图 27: 箱板纸和瓦楞纸价格 (元/吨)



资料来源: 百川资讯, 国信证券经济研究所整理

图 28: 瓦楞纸和白板纸开工率

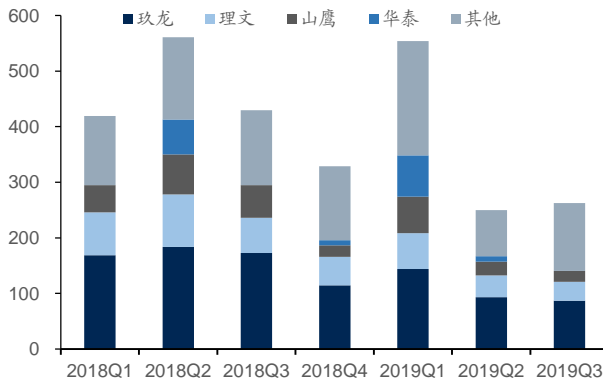


资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

废纸获取能力未来将成包装纸企业命脉。我国包装纸原材料以废纸为主, 国内回收废纸不能完全满足造纸的需求, 需要进口外废作为补充。相比国废, 外废具备含纤维量高、得浆率高、价格便宜等优势。2018 年我国共消耗废纸浆 5474 万吨, 其中 1502 万吨由进口废纸制成。自 2015 年我国开始限制外废进口以来, 外废进口量逐年减少。

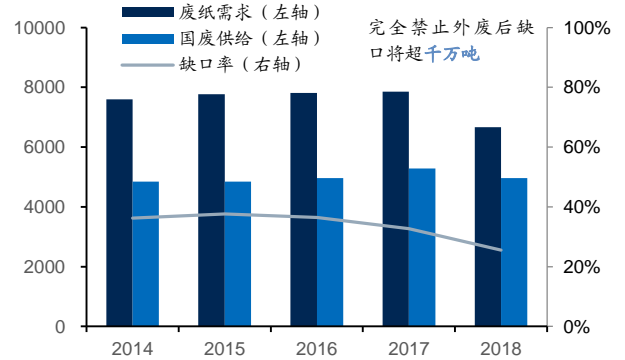
政府曾提出, 要在 2020 年全面禁止外废进口; 无论是否强行实现这一目标, 我们都认为外废进口继续下降甚至完全归零是长期趋势。我们认为我国 OCC 的实际回收率可能已经接近甚至超过 90%, 因此国废市场短期内能够提供的废纸增量有限。根据我们初步测算, 未来我国造纸工业名义废纸缺口量将超过 1000 万吨。

图 29: 近两年我国外废进口配额情况 (万吨)



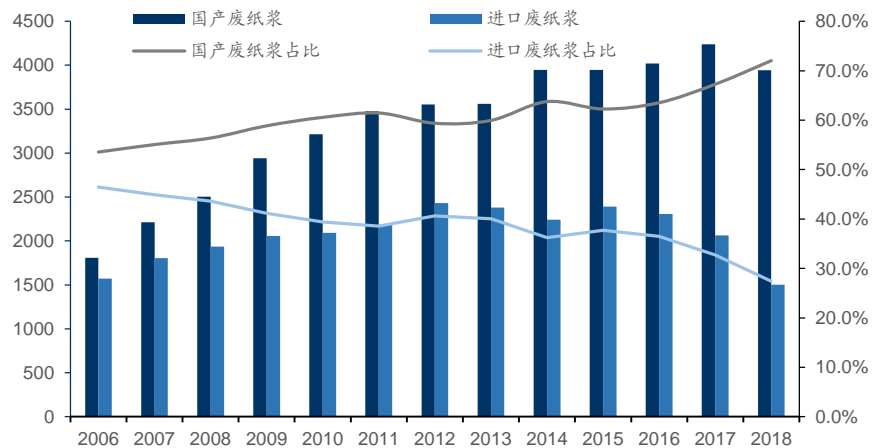
资料来源: 中国固废管理网, 国信证券经济研究所整理

图 30: 我国废纸供需情况 (万吨)



资料来源: 中国造纸工业年鉴, 国信证券经济研究所整理

图 31: 中国历年废纸浆消耗量 (万吨)



资料来源: 中国造纸工业年鉴, 国信证券经济研究所整理

我们认为, 面对巨大的外废缺口, 企业有如下方式可以缓解原材料短缺:

- 利用木浆或木屑浆等部分替代外废;
- 通过与废纸回收渠道签订长期协议等方式增强国废获取能力;
- 建设海外项目, 以外废为原材料制浆造纸。

由于木浆替代成本较高、其他浆料替代程度有限、国内废纸回收率提升空间有限, 因此我们看到有实力的龙头纸企近年来均开始谋求海外布局。

表 6: 各造纸上市公司海外浆、纸布局情况

公司	投产时间	地点	产能 (万吨)
玖龙纸业	2018、2019、2020、2021	美国、马来西亚	162
理文造纸	2019	缅甸、马来西亚	123
山鹰纸业	2019	美国、北欧	69
太阳纸业	2019	老挝	40

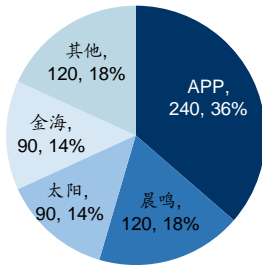
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

通过在海外建立浆厂和纸厂, 上市公司能够弥补部分原材料缺口。但对造纸业整体而言, 上千万吨的总名义缺口在短期内仍难以弥补。我们认为, 随着外废收紧, 废纸的稀缺性将逐渐显现。外废受限或将导致国废供不应求, 带动国废价格上涨。国废回收渠道完备和拥有海外制浆造纸基地的企业有望从中获益。

文化纸：格局稳定

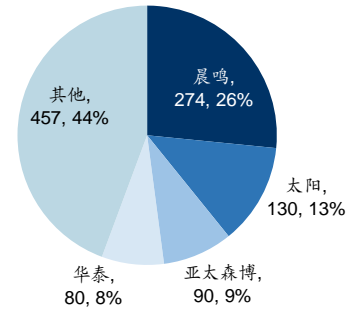
文化纸行业格局稳定。双胶纸、铜版纸 CR4 分别为 56%和 82%，行业集中度较高。2018 年铜版纸总产量 655 万吨，同比下滑 2.96%，下滑幅度小于箱板和瓦楞纸。就文化纸而言，在行业整体格局较为稳定的情况下，大型纸企更多采取切入上游原材料、加大研发力度、拓展产品种类等方式来提高市场竞争力和实现业绩成长。

图 32：铜版纸主要厂商产能（万吨）



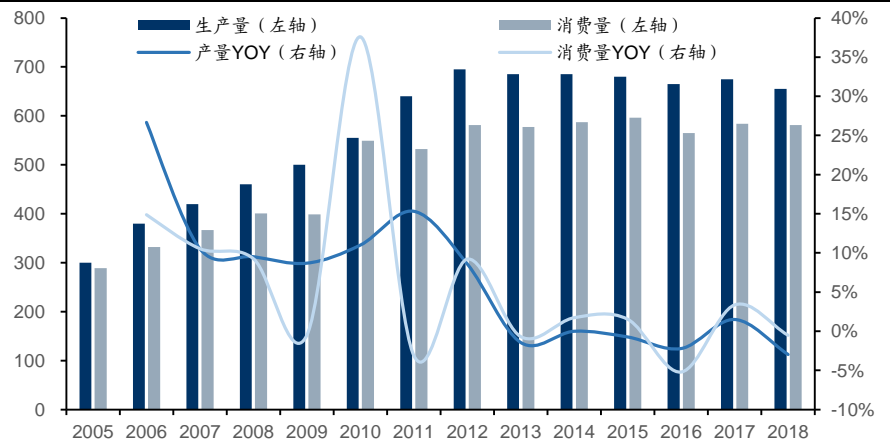
资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图 33：2018 年双胶纸主要厂商产能（万吨）



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

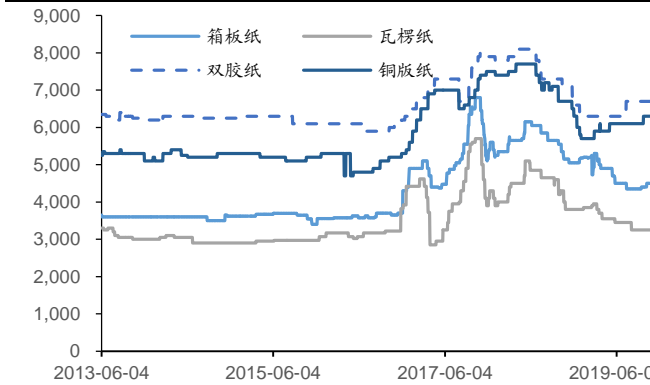
图 34：铜版纸产销量和同比增速（万吨）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

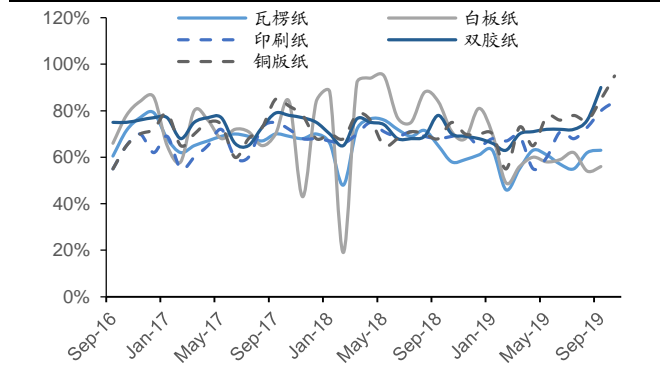
价格回暖早于包装纸。双胶纸和铜版纸价格在 2019H1 开始反弹，早于包装纸 6~7 个月。我们认为，从短期来看，随着用纸旺季临近，印刷用纸价格有望进一步上涨。从长期看，龙头纸企议价能力已逐步随行业集中度提升而增强。伴随木浆价格自高位回落，未来文化纸龙头的毛利率回升趋势逐步明朗。

图 35: 各纸种价格 (元/吨)



资料来源: 百川资讯, 国信证券经济研究所整理

图 36: 各纸种开工率

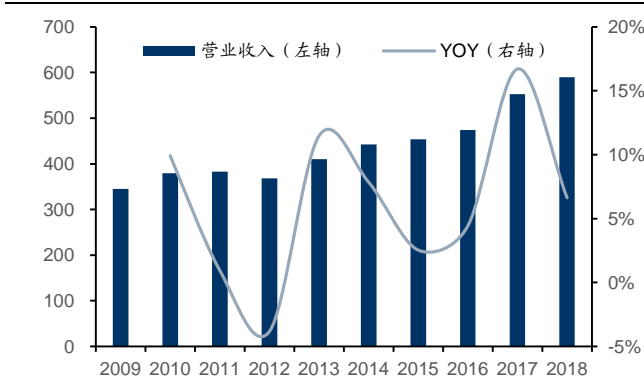


资料来源: 百川资讯, 国信证券经济研究所整理

林浆纸一体化是大势所趋

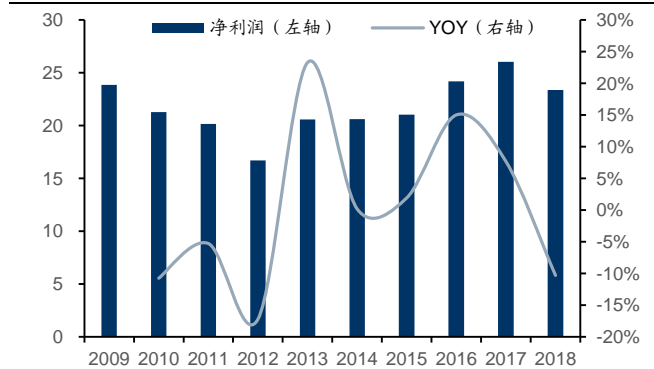
金光纸业 (中国) 投资有限公司 (APP): 逐步建立林浆纸版图。1992 年进入中国, 二十多年来以长三角、珠三角洲地带为投资重点, 先后建立了多家大型浆纸企业和大规模的现代化速生林。截至 2018 年 9 月, 公司在中国共有 420 万亩林地, 年收入规模 589 亿元。

图 37: APP 营业收入和同比增速 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

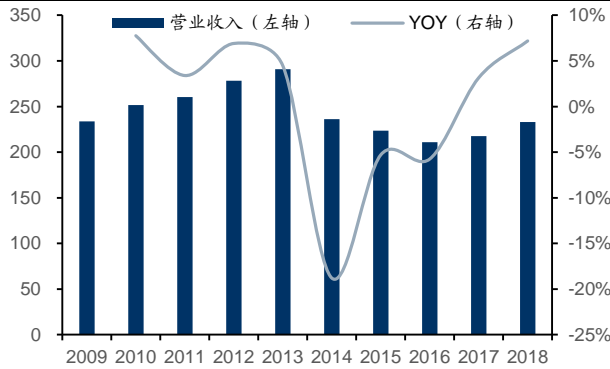
图 38: APP 净利润和同比增速 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

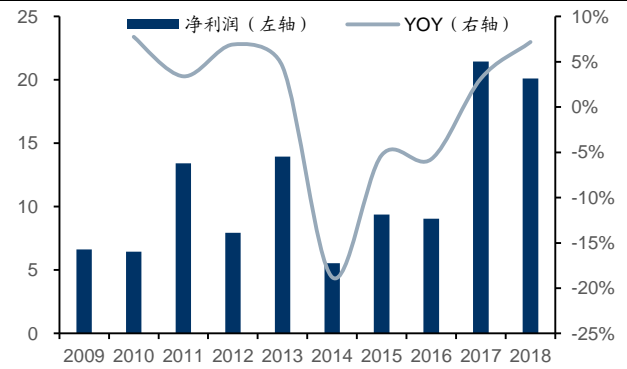
美国国际纸业: 整合本土, 走向世界。上世纪七十年代, 排污许可证制度加速了美国造纸业的整合。国际纸业通过并购、扩产等方式完成国内整合后, 依托北美丰富的林业资源, 开启了产业链一体化和全球化的扩张进程。2018 年, 国际纸业产品销量 2709 万吨, 实现营业收入 233 亿美元, 净利润 20 亿美元。

图 39: 国际纸业营业收入和同比增速 (亿美元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 40: 国际纸业净利润和同比增速 (亿美元)



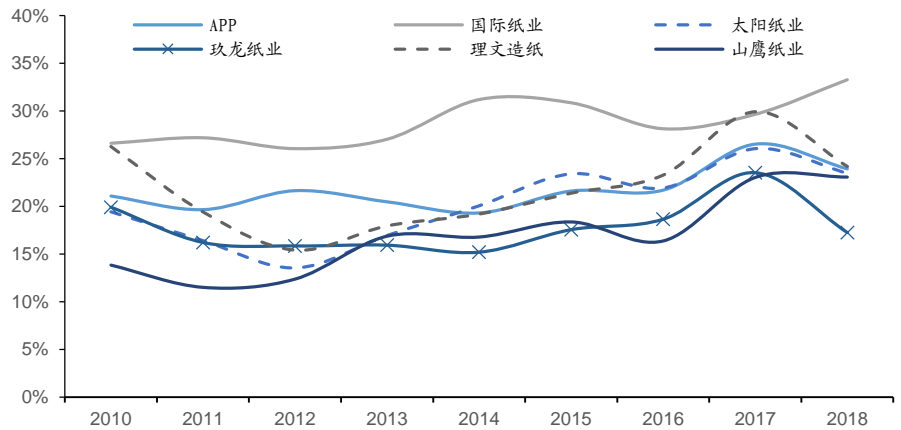
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

林浆纸一体化实现利润转移，获取竞争优势。当前中国纸业龙头面临两个此前国际造纸巨头转型升级时类似的问题：

- 如何建立相对优势，提高企业在竞争中胜出的概率？
- 如何更好地抵御产品和原料端价格的大幅波动给企业长期经营带来的负面影响，实现更稳定和持续的盈利？

林浆纸一体化通过整合上游制浆环节，将相关产业赚取的利润留存在公司内部，降低原材料价格波动对成本的冲击。获得原料渠道和成本优势的企业，在市场竞争中能够取得明显的价格优势。

图 41: APP、国际纸业与可比公司毛利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公司分析：高瞻远瞩，内外兼修

战略前瞻布局，内外协同发力

公司在 2008 年即提出，未来行业将朝着企业规模化、技术集成化、产品多样化、生产清洁化、资源节约化、林纸一体化和产业全球化发展，并将“七化”作为长期战略目标。

通过复盘太阳纸业上市以来的战略决策，我们发现公司在经营决策目标上具有较强的前瞻性、连续性和一致性，在项目推进中体现出较强的执行力。同时，公司高度专注于主业，持续投入研发，推陈出新，提升工艺水平和生产效率。

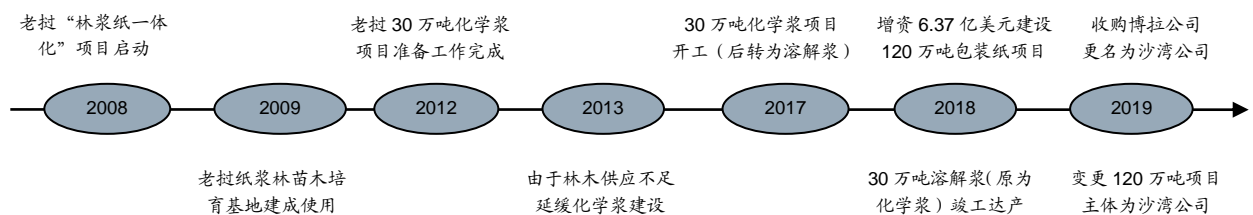
公司 2015 年主动剥离亏损业务，高管、董事 2018 年低位增持股份，体现出公司对自身价值的信心以及对市场的友好态度。我们认为，公司多年来体现出的以上特质难能可贵，是未来贯彻自身发展战略、不断做大做强、为股东带来良好回报的重要基础。

向外布局林浆纸一体化

十年深耕，老挝项目开花结果。太阳纸业文化纸产品主要原料是木浆，木浆价格波动会对公司利润造成巨大的影响。为提高市场竞争力和自身盈利能力，公司于 2008 年前瞻性地提出“走出去”战略，布局老挝。老挝公司一期项目计划建设纸浆林基地、30 万吨漂白阔叶木浆厂、10 万公顷的示范林和百姓合作林。

经过 10 年耕耘，老挝 30 万吨化学浆项目于 2018 年建成投产。同年 7 月，太阳纸业增资老挝公司 6.37 亿美元，建设 120 万吨包装纸项目。预计将于 2021 年投产。

图 42：公司老挝项目建设重要时间节点



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 7: 老挝项目建设时间线

时间	进展情况
2008.10	启动老挝“林浆纸一体化”项目
2009.01	老挝纸浆林苗木培育基地建成使用
2009.06	完成 200 公顷育苗林基地建设
2017.05	公开发行可转债为老挝 30 万吨溶解浆项目募集资金 12 亿元（总投资 19.6 亿元）
2018.06	老挝 30 万吨溶解浆建成投产
2018.07	向老挝公司增资 6.4 亿美元，用于建设 120 万吨浆纸项目
2019.04	收购老挝沙湾公司，将 120 万吨浆纸项目实施主体变为沙湾公司，享受更优税收
2019.05	老挝 40 万吨废纸浆开始试产
2021H2	老挝 80 万吨包装纸建成投产

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- **纸浆林完全利用后成本节约效果显著。**沙湾公司拥有 2.2 万公顷林地。根据我们测算，公司自建林地制浆吨浆成本相较从第三方浆厂采购便宜 1300~2000 元。
- **120 万吨包装纸增强原料自主可控性，成本优势助力拓展南方市场。**老挝两条包装纸产线和一条废纸浆产线原材料全部为外废，按照国废-外废价差为 500 元/吨保守估计，120 万吨浆纸可减少 6 亿元成本（若其中 40 万吨废纸浆自用而非外售）。即便考虑 1000 公里左右的运输费用，相比使用国废仍可节省 2-3 亿元。

表 8: 自建纸浆林制木浆成本节约测算（百万元）

吨浆节约成本（元）	年砍伐面积（千公顷）				
	12	15	18	21	24
1200	346	432	518	605	691
1400	403	504	605	706	806
1600	461	576	691	806	922
1800	518	648	778	907	1037
2000	576	720	864	1008	1152

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所测算和整理

2021 年老挝项目完全建成投产后，将形成年产能 150 万吨的海外浆纸基地。参考公司 2016-2018 年产能、收入和盈利情况，我们保守估计老挝项目将为公司贡献约 40~50 亿收入（若 40 万吨废纸浆自用）、和 4~5 亿净利润。

表 9: 老挝 120 万吨包装纸项目收入、盈利估计参考数据

投产时间	2016	2017	2018
收入（亿元）	145	189	218
浆纸销量（万吨）	307	360	400
吨均售价（元/吨）	4709	5248	5442
净利率（%）	8.01	11.91	10.30

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 10: 2021 年 120 万吨浆纸项目建成后老挝产能情况

计划投产时间	类型	年产能
2018.06	溶解浆	30 万吨
2021H2	废纸浆	40 万吨
2021H2	包装纸	80 万吨

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

持续推进林浆纸一体化，广西项目蓄势待发。2019年9月，公司设立广西太阳纸业有限公司，开展林浆纸一体化项目。广西项目尚未正式开工，但从长远来看，其对公司加强原料自主可控程度和开拓南方纸品市场均有着重要战略意义。

努力削弱周期波动，树立竞争优势。根据我们测算，公司目前老挝和广西项目的开展将使得造纸原料自给率将在未来三到五年内大幅提升，从而削弱上游木浆价格波动对成本造成的冲击，提高公司盈利水平和盈利稳定性。

我们认为，公司通过前瞻性的眼光和布局能力，通过十几年来的努力建立的双重壁垒在短期内难以被竞争对手追赶。

- **时间壁垒。**植树造林时间跨度大。速生林从种植到成材一般5-8年。此外，老挝较差的电力、交通等基础设施亦会拖慢项目建设速度。
- **资金壁垒。**项目建设资金成本高。老挝项目投资金额合计约10.7亿美元。
- **海外建设不确定因素多。**公司曾计划在越南修建码头和木片厂。2011年已完成选址和测绘设计。但越南广治省在2012年收回了码头和木片厂用地。

原料自给凸显成本优势，包装纸大有可为

立足山东本部，剑指南方市场。包装纸目前行业集中度较低，大型纸企仍有充分整合空间。公司山东本部包装纸的原材料均为固废，并拥有较为成熟的回收渠道。我们认为即便未来完全禁止外废，对公司山东的废纸回收业务影响也相对有限。对山东以外的区域，我们认为公司能够通过老挝120万吨包装纸项目和广西项目中的包装纸项目开拓南方市场，拓展自身的地域影响力。

2013年，公司开始建设50万吨低克重高档牛皮箱板纸项目，2016年正式投产。到2018年末，公司箱板、瓦楞纸年产能合计达到160万吨。老挝项目建成后，包装纸产能将达到240万吨。

包装纸原材料自给率有望大幅上升。公司包装纸原材料来源包括老挝项目的40万吨废纸浆，邹城的10万吨木屑浆和40万吨半化学浆（2018年建成投产）。假设吨浆产纸1.1吨（不区分浆的种类），在老挝废纸浆全部自用的情况下，公司240万吨包装纸的原料自给率将达到74.7%。假设自给原材料每吨比固废低500-700元，则相比完全使用固废，公司总成本将降低约8-11亿元。

表 11: 老挝项目建成后公司包装纸原料供给情况

产地	原料来源	自给率
国内 160 万吨	木屑浆 10 万吨	62.5%
	半化学浆 40 万吨	
老挝 80 万吨	老挝产外废纸浆 40 万吨	100.0%
合计	完全由外废供应	74.7%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

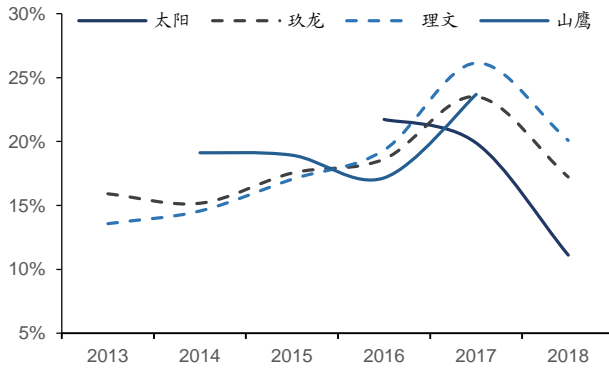
表 12: 公司包装纸原料自给率对吨纸成本的影响

自给原料吨节约成本 (元)	吨纸成本节约 (元)				
	50%	55%	60%	65%	70%
300	150	165	180	195	210
400	200	220	240	260	280
500	250	275	300	325	350
600	300	330	360	390	420
700	350	385	420	455	490

资料来源：国信证券经济研究所整理和预测

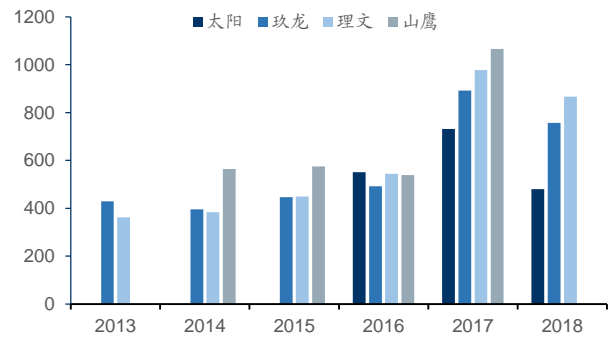
公司包装纸全部以国废为原材料。老挝项目投产后，包装纸毛利率有望赶上甚至实现对其他几家龙头的反超。区位和成本优势有望助力公司打开南方市场，提升自身包装纸的市场竞争力。

图 43: 可比公司包装纸毛利率



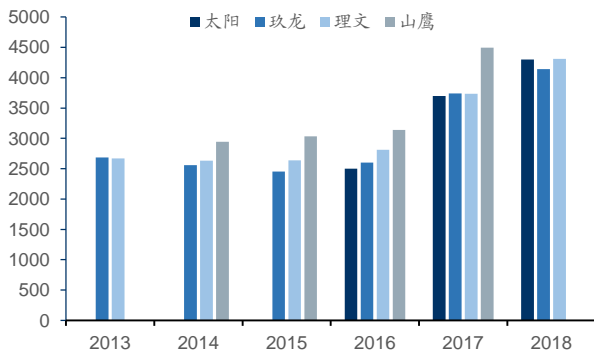
资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图 44: 可比公司包装纸吨均毛利 (元)



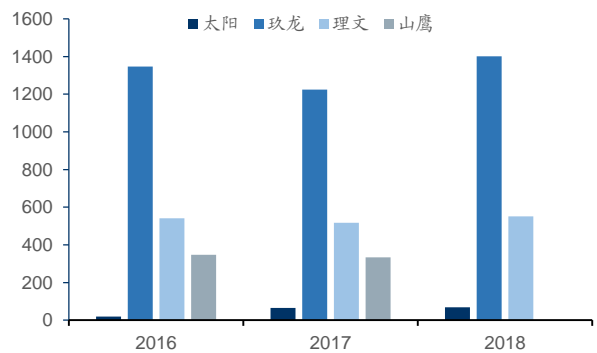
资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图 45: 可比公司包装纸吨均收入 (元)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图 46: 可比公司包装纸销量规模 (万吨)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

对内拓展品类, 向自己要利润

增加产品种类, 丰富收入结构。2012 年公司提出“四三三”战略, 在造纸主业的基础上发展生物质新材料、进军快速消费品行业, 着手构建造纸产品、新材料和快消品分别占比 40%、30%、30% 的收入格局。

表 13: 生物质新材料相关项目

公告时间	项目内容
2012.08.16	设立山东圣浩科技子公司, 利用制浆过程的水解液生产新型木糖和木糖醇
2013.04.24	10000 吨木糖醇项目进入试生产阶段
2015.04.24	邹城 35 万吨溶解浆项目立项启动
2015.11.23	拟在美国阿肯色州建立 70 万吨生物质精炼项目 (尚未完成)
2016.04.23	邹城市 35 万吨溶解浆建成达产
2019.04.16	老挝 30 万吨溶解浆项目于 2018 年 6 月建成投产

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

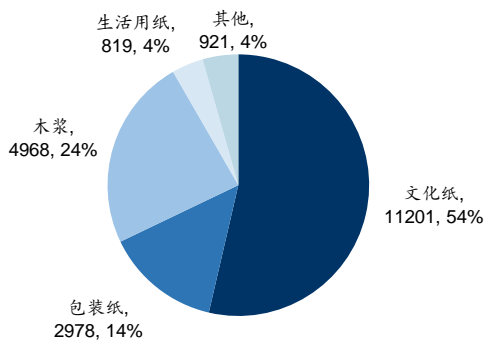
表 14: 快消品相关项目

公告时间	项目内容
2013.02.27	设立山东太阳生活用纸公司, 投资 4.5 亿元建设第一期 6 万吨生产线
2015.04.24	12 万吨生活用纸达产
2016.03.17	与日本制纸签订纸尿裤战略合作伙伴协议, 负责 Suyappy 品牌在中国的销售 (已终止)
2016.10.11	与复星集团合作, 在全球范围内围绕生活用纸和纸尿裤开展共同投资和并购整合
2017.04.25	出资 6000 万投资同仁堂养老产业基金, 开展老年纸尿裤相关业务
2017.07.20	与宝宝树联合开发母婴专用纸巾、定制开发其他高档母婴用品

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

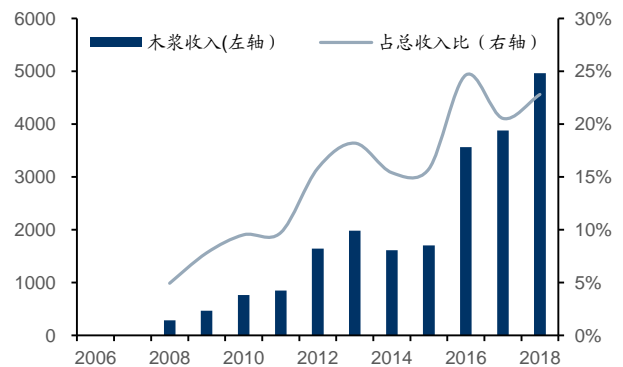
截至 2018 年末, 公司共有 80 万吨溶解浆 (世界第二大溶解浆生产商) 和 12 万吨生活用纸产能, 收入分别占总收入的 14.6% 和 3.8%。“四三三”中生物质新材料的“三”已取得长足进展。

图 47: 公司 2018 年收入结构 (百万元)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图 48: 木浆收入和同比增速 (百万元)



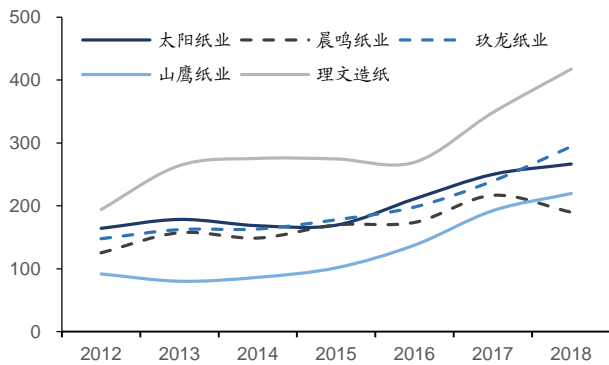
资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

长期致力于从细节处改善生产经营。除去向上游延伸和开展多元业务, 公司还通过如下方式来实现降本增效。

- 研发新品, 实现产品差异化和多元化。如 2013 年开发出高速转轮铜版纸、无荧光烟包单铜版纸等。
- 技术改造。例如, 公司 2010 年通过技改将化学浆日产能从 550 吨提升到 700 吨, 2011 年改造化学浆产线, 降低吨浆成本 20 元, 2012 年公司大部分纸机完成了吨纸成本降低 100 元的目标。2015 年公司吨纸吨浆成本平均下降 40 元。
- 收购造纸化工企业降低化工用品成本。例如, 公司于 2018 年 9 月收购了兖州银泉精细化工和济宁福利达精细化工。

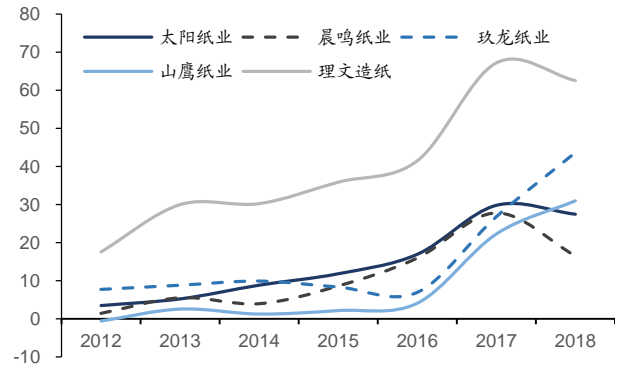
公司人均效益和吨均效益近年来在行业龙头中位列中上游, 体现出向自己要利润的精细化管理成果斐然。

图 49: 太阳纸业和可比公司人均营收 (万元)



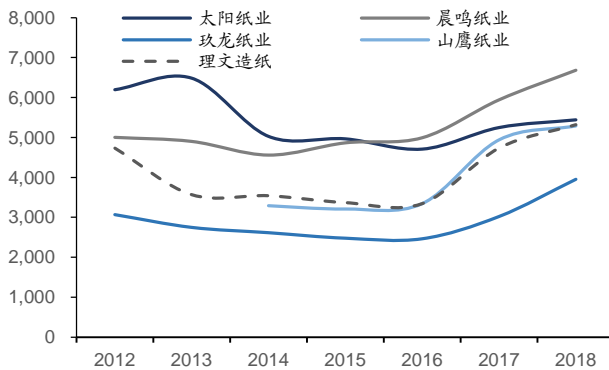
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 50: 太阳纸业和可比公司人均净利润 (万元)



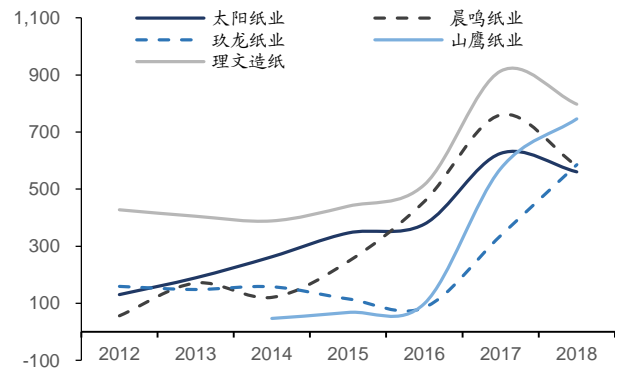
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 51: 太阳纸业和可比公司吨均营收 (元)



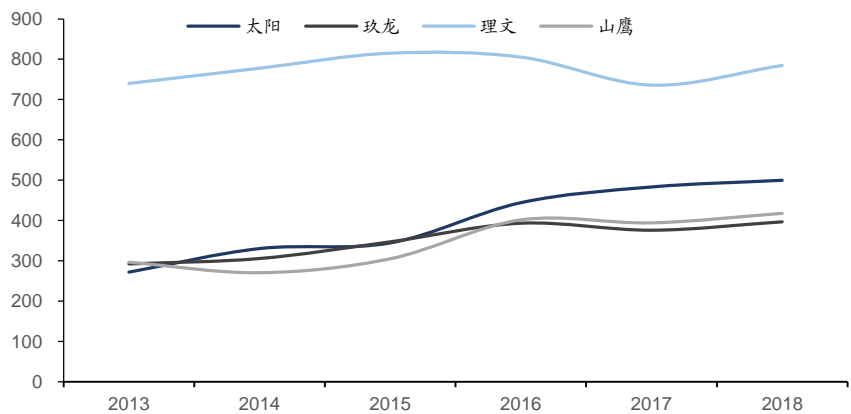
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 52: 太阳纸业和可比公司吨均净利润 (元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 53: 太阳纸业和可比公司人均纸产量 (吨)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

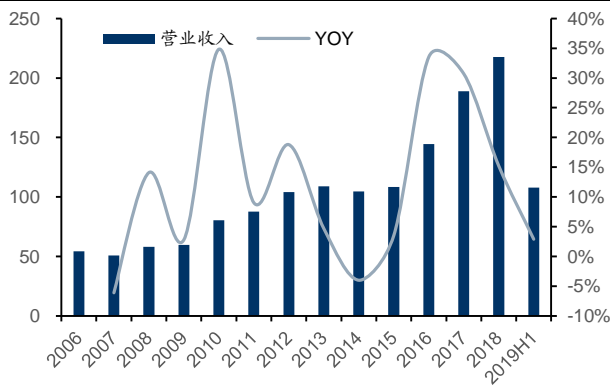
财务分析：穿越周期，更上层楼

收入规模稳健增长，长期盈利能力改善

成长能力优秀。2006到2018年，公司营收增长4.0倍，CAGR为13.5%；净利润增长6.1倍，CAGR为17.9%。2016-2018收入分别为144.6、188.9和217.7亿元，同比增速33.5%、30.7%和15.2%；净利润分别为11.6、22.5和22.4亿元，同比增速53.4%、94.3%，-0.4%。

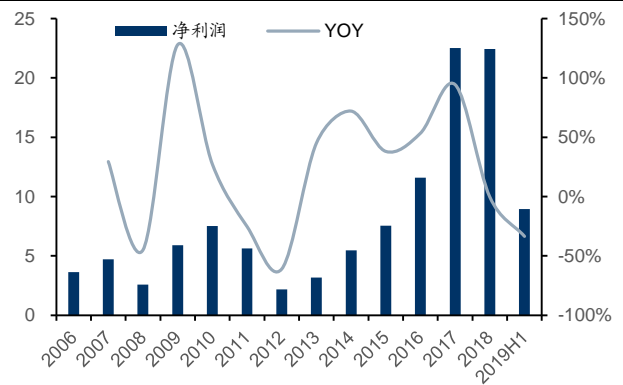
2019年下半年利润有望反弹。2019H1收入107.8亿元，同比增速2.9%；由于纸价下跌和2018年木浆价格上涨导致公司毛利率承压，2019H1盈利下滑，净利润9.0亿元，同比下滑33.5%。2019Q3以来文化纸和包装纸价格反弹，木浆价格持续下行，公司利润有望在2019H2实现反弹。

图 54：公司营收和同比增速（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

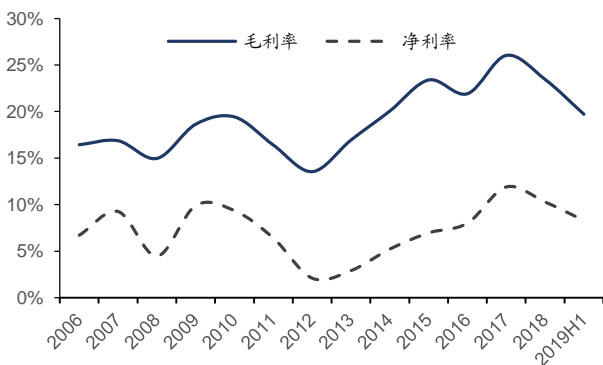
图 55：公司净利润和同比增速（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

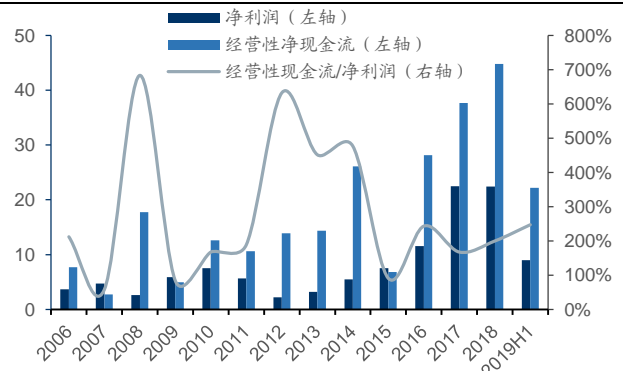
毛利净率和净利率双升，现金流强劲。公司毛利率和净利率自2013年起持续上升，2019上半年高位回落。我们认为，公司在原料端发力有望降低上游波动对公司利润率的影响，从而推动利润率中枢上移并提高其稳定性。公司现金流强劲，经营性净现金流远大于净利润，盈利质量高。

图 56：公司毛利率和净利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

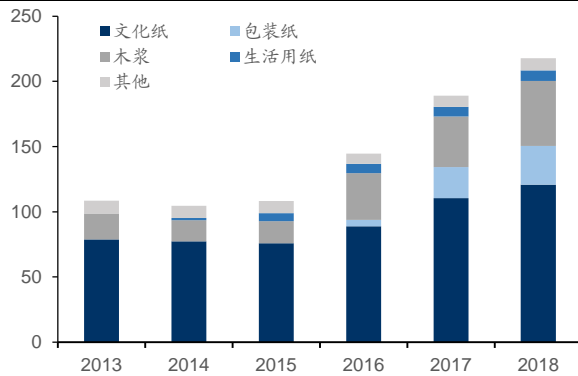
图 57：太阳纸业净利润和经营性净现金流（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

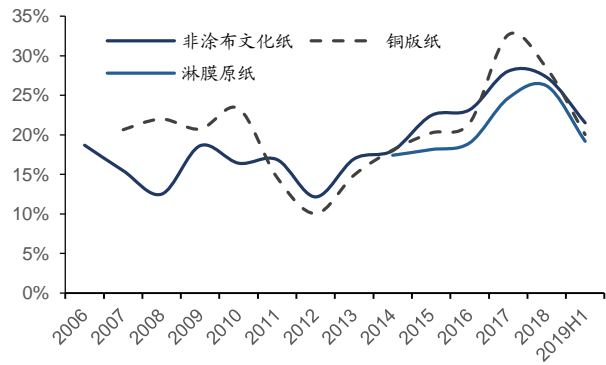
收入结构不断丰富。2018 年公司营收中，文化纸、包装纸、木浆和生活用纸占比分别为 54%、14%、24%和 4%。公司 80 万吨溶解浆产能位居世界第二，生物质材料贡献收入可观。随着公司未来继续投放包装纸和文化纸产能，二者收入贡献有望取得增长。短期来看，四三三战略要求的收入利润结构尚未实现，但长期来看，公司仍将不断丰富收入结构，努力增加生物新材料和快消品收入利润占比。

图 58: 2018 年公司收入结构 (亿元)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图 59: 文化用纸毛利率

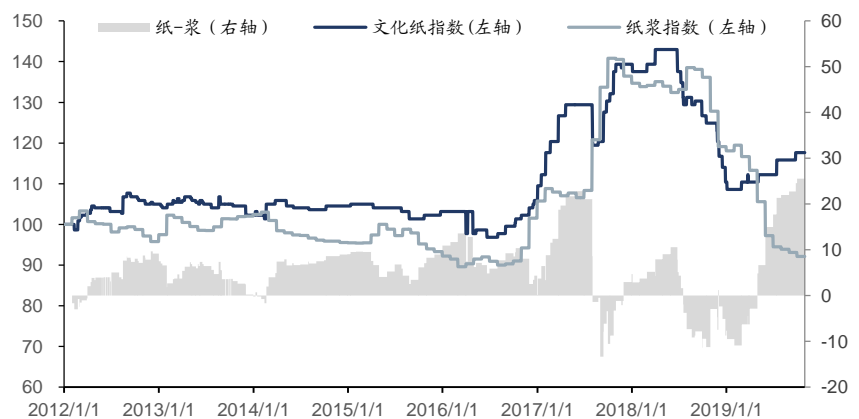


资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

分产品来看:

- **文化纸毛利率中枢上移, 稳定性增强。**2012-2018 年, 受益于行业格局的改善, 浆纸价差扩大的整体趋势, 公司文化纸毛利率持续改善。2018-2019H1 纸-浆价差高位回落, 文化纸毛利率亦有所降低。2019 年下半年, 纸价复苏浆价持续下行再度拉高纸-浆价差, 毛利率有所修复。我们认为, 在行业格局稳定的大背景下, 公司林浆纸一体化的不断推进, 将持续提高其原材料的自给率, 使原料成本波动性影响逐渐降低, **推动文化纸毛利率中枢上移、稳定性增加。**

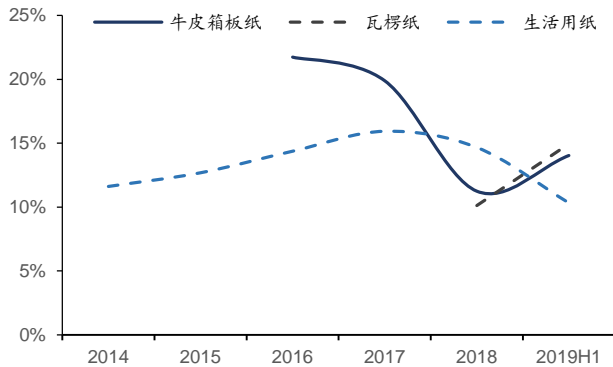
图 60: 文化纸与纸浆价格变动幅度差



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

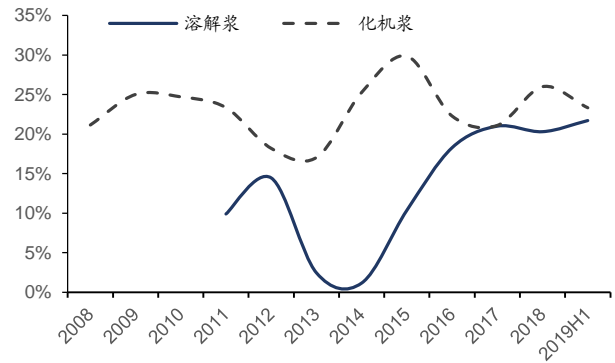
- **包装纸竞争力有望进一步提升。**公司包装用纸目前原材料全部为国废，毛利率略低于理文玖龙等包装纸龙头，2017 到 2018 年毛利率下行幅度亦大于玖龙理文。我们认为，老挝和广西项目将在短中期提升公司废纸系产品的原料自给率，提高毛利率中枢并降低波动性。同时，在东南亚和我国西南地区投放产能，将有望帮助公司打开南方市场，扩大品牌影响力，进一步增收创利。
- 生活用纸毛利率在 10%-15%之间，低于洁柔维达等生活用纸企业。
- 浆产品方面，化机浆毛利率振幅收窄。溶解浆近年毛利率在 20%左右。

图 61: 包装纸和生活用纸毛利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 62: 浆产品毛利率



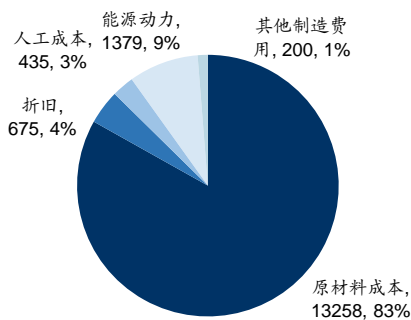
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

综合成本有望下降，各项费用率走低

原材料、能源成本占比较大。2018 年成本结构中原材料、能源动力、折旧、人工成本占比分别为 83%、9%、4%、3%。受煤炭价格上涨、自备电厂管理趋严等影响，吨均能源成本自 2015 年以来有所上升。我们认为，随着林浆纸一体化的不断推进，公司未来原料综合成本有望降低。

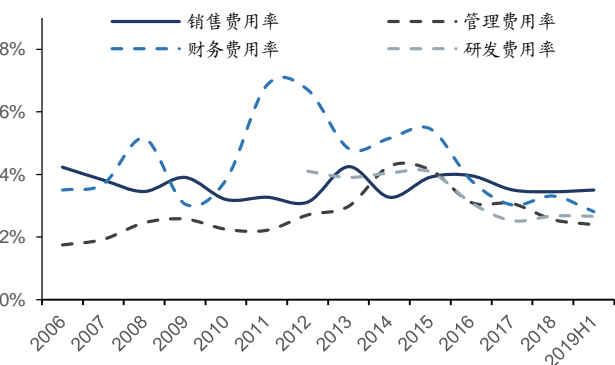
2015 至今各项费用率均有下降。2016 年开始的纸价上涨带动收入增加较多是公司各项费用率走低的重要原因。2015-2019H1，公司销售费用率由 3.9%降至 3.5%；财务费用率由 5.5%降至 2.7%，管理费用率由 4.1%降至 2.4%。我们认为未来新产能投放后的市场开拓工作、后续可能持续进行股权激励、后续可能进行融资安排等事宜，可能会让公司的费用有所增长；若收入实现同步增长，则费用率整体有望保持稳健较低水平。

图 63: 2018 年各项成本和占比 (百万元)



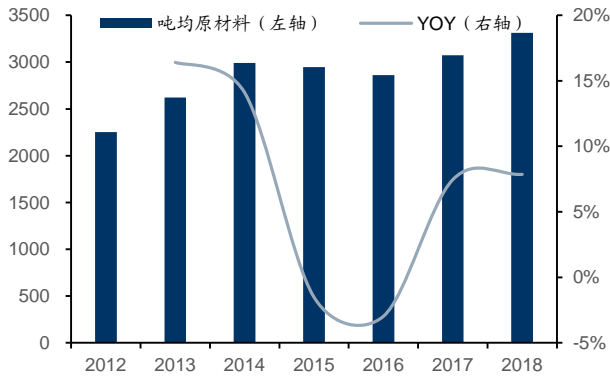
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 64: 公司销售、管理、财务和研发费用率



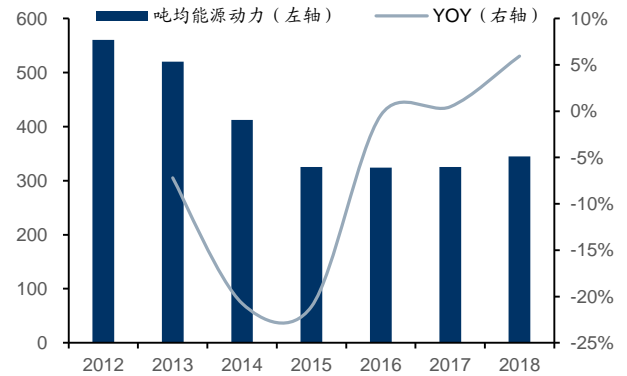
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 65: 吨均原料成本和同比变动 (元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 66: 吨均能源成本和同比变化 (元)

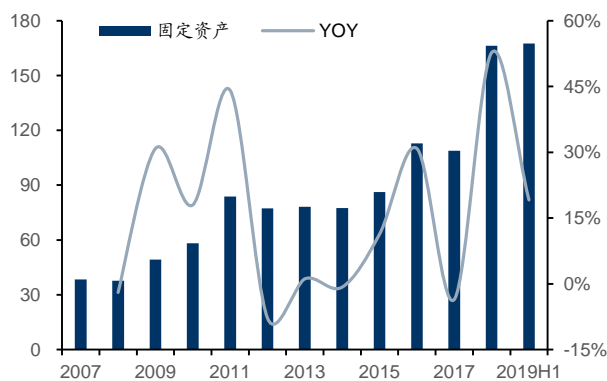


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

资债结构: 稳健优化, 举债融资空间充足

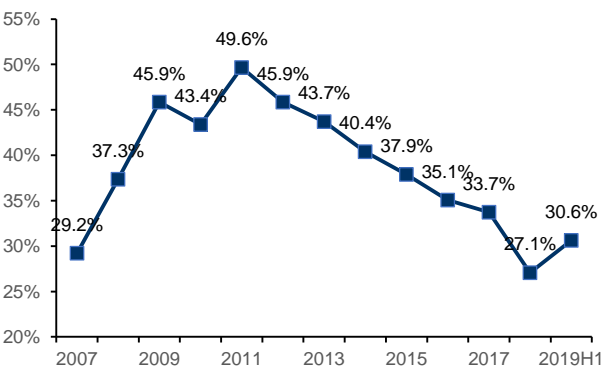
固定资产投资或将迎来第三次高峰。公司历史上有两次固定资产投资高峰: 第一次是 2008-2011 年, 第二次是 2015-2018 年。随着广西项目的开展, 公司未来几年可能会迎来第三次固定资产投资高峰。凭借着自身优秀的运营和盈利能力, 在文化纸行业格局逐渐向龙头集中度提升演化的过程中, 公司的有息负债率 2011-2018 年持续降低; 目前仍处于历史低位。

图 67: 太阳纸业固定资产规模和同比增速 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 68: 太阳纸业有息负债率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

举债融资空间充足, 偿债能力优秀。公司有息负债以短期借款为主, 债券和长期借款较少。近年来公司经营管理稳健、收入和盈利规模提升, 债券信用评级也实现上调至 AA+, 为今后进一步获取低成本优质融资创造了良好的条件。

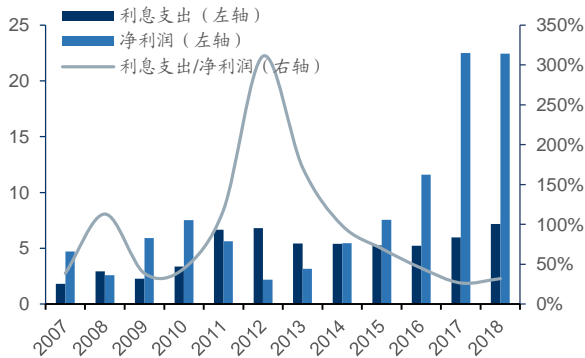
表 15: 公司近年来债券信用评级逐渐上调

证券名称	发行日期	类别	债项评级	主体评级	票面利率
太阳转债	2017/12/22	可转债	AA+	AA+	0.50%
16 太阳 01	2016/03/30	一般公司债	AA+	AA+	4.70%
15 太阳 MTN001	2015/03/17	一般中期票据	AA+	AA+	6.30%
13 太阳 MTN1	2013/04/15	一般中期票据	AA	AA+	5.09%
11 太阳 CP001	2011/11/16	一般短期融资券	A-1	AA+	6.71%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

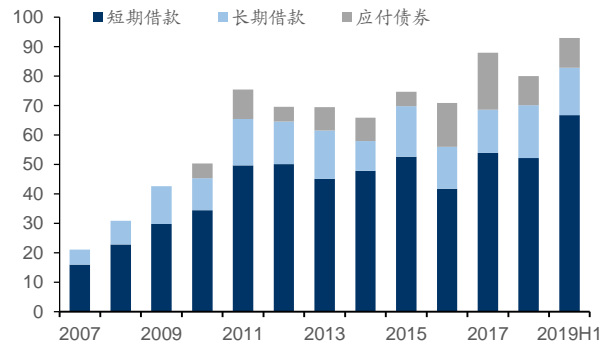
目前，老挝项目获得了两家政策性银行贷款。我们估算，广西项目若按照公司历史上 3000-6000 元/吨的产能造价，总投资约 105~210 亿元。截至 2019Q3，公司 310 亿资产，其中 170 亿负债的结构。考虑到未来 2-3 年权益部分增长，即便再增加 100 亿借款，公司资产负债率也将有望维持在 60% 附近。考虑到未来广西项目计划共四年分两期建设，资产负债率实际上升幅度有望较为缓和。

图 69：太阳纸业净利润和利息支出（亿元）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图 70：太阳纸业有息负债结构（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

投资回报分析

投资回报率呈现周期性，未来波动或将减弱。纸-浆价差波动的周期性是公司各项回报率指标呈现一定周期性的主要因素。我们发现，即便在 2018 年纸-浆价差大幅回落情况下，公司的整体毛利率仍高于 2012 年的低点。我们认为主要原因来自行业和公司自身两个方面。

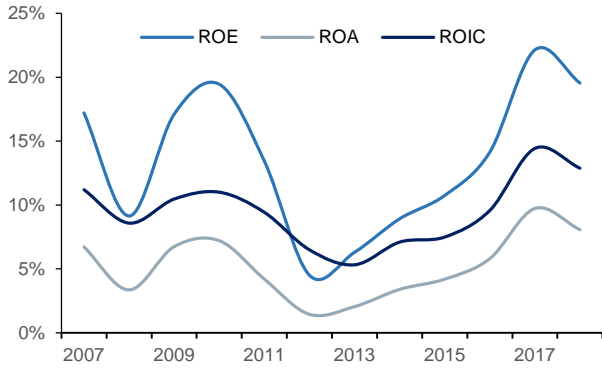
行业方面，文化纸市场集中度不断提高，中游企业向上游和下游的议价能力均有所加强。公司方面，多年来不断扩展产品种类，大力投入研发技改，修炼内功提高原材料利用率和生产效率，帮助公司提高了对单一成品纸和原材料价格波动的抵抗力。

ROE 稳定性提高，未来中枢有望上移。公司 ROE 于 2012-2017 年在杠杆率持续下降、周转率有所波动的情况下实现逐年提升，核心因素在于利润率的走高。公司高周转主要受益于在山东长期积累和建立起的全方位优势，使得公司能够以销定产，更科学合理安排不同产品的生产销售。我们从以上三个方面对公司 ROE 的变化趋势进行展望。

- **利润率方面。**文化纸行业格局稳定且公司原材料自给率较高。在我国造纸行业逐步进入存量市场后，成品纸和木浆的供需格局可能会发生一定变化，产品毛利率波动有望降低。包装纸未来可能面临较大的供给侧格局变化，公司在山东范围内业务稳固，海外布局有助于平抑利润率波动。
- **周转率方面。**若文化纸和包装纸维持景气复苏行情，且老挝项目投产进程顺利，公司周转率有望在 2018 年的基础上企稳回升。
- **杠杆率方面。**我们认为广西项目若进展顺利，未来 1-5 年内公司杠杆率可能会有所提高，但不会持续处于高位。因此，杠杆率提升有望在短期内拉动公司 ROE 增长，但考虑到可能的财务费用增加对净利润影响，其影响可能较为有限。

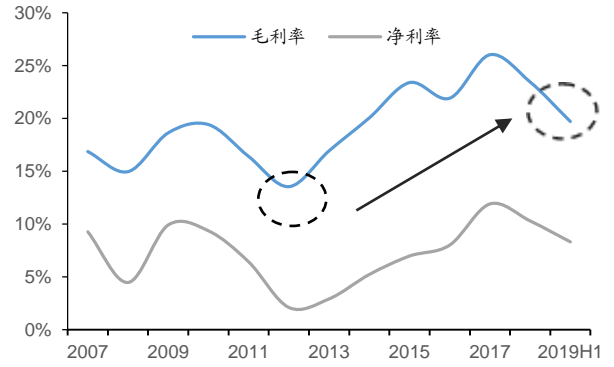
综上，我们认为公司未来利润率的提升，和整体资产周转随行业格局向好和自身新产能投放企稳回升，是 ROE 的中枢上移和稳定性提升的长期核心保证。

图 71: 公司 ROE、ROA 和 ROIC



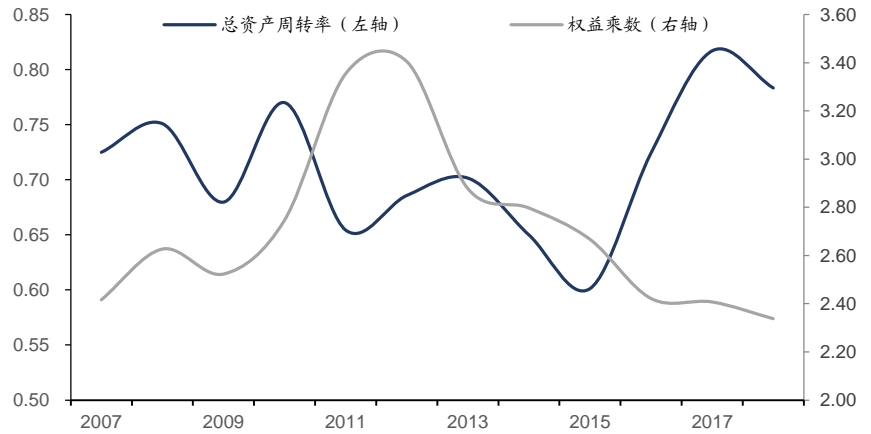
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 72: 公司毛利率和净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 73: 公司总资产周转率和权益乘数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

收入和盈利预测假设

我们结合公司未来产能投放计划，分拆预测各产品收入，对 2019-2021 财年公司的业绩进行预测。各项参数假设如下：

表 16：各业务收入模型参数

业务	指标	单位	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
非涂布文化纸	产能	万吨	100	120	120	120	145	175	220	220	270
	销量	万吨	82	99	99	100	119	142	176	181	214
	售价	元/吨	7200	7300	6800	6900	7000	7100	7100	7100	7100
	毛利率	%	27.73%	26.91%	24.37%	25.04%	24.92%	25.94%	27.41%	27.41%	27.45%
铜版纸	产能	万吨	90	90	90	90	90	90	90	90	90
	销量	万吨	77	71	73	74	75	76	76	76	76
	售价	元/吨	5800	5600	4900	5200	5300	5400	5400	5400	5400
	毛利率	%	33.09%	28.15%	22.64%	25.17%	25.63%	26.06%	26.06%	26.06%	26.06%
牛皮箱板纸	产能	万吨	80	120	120	120	140	160	160	160	250
	销量	万吨	65	61	83	84	100	116	116	116	173
	售价	元/吨	3700	4300	3600	3800	3900	4000	4000	4000	4000
	毛利率	%	19.90%	11.27%	15.72%	17.61%	19.66%	21.88%	21.88%	21.88%	24.71%
瓦楞纸	产能	万吨		40	40	40	60	80	80	80	80
	销量	万吨		8	24	26	40	56	56	56	56
	售价	元/吨		4400	3800	3900	4000	4100	4100	4100	4100
	毛利率	%	0.00%	9.73%	16.23%	17.24%	19.38%	21.50%	21.50%	21.50%	21.50%
生活用纸	产能	万吨	12	12	12	12	12	12	12	12	27
	销量	万吨	10	11	11	12	13	14	15	16	17
	售价	元/吨	7200	7700	7300	7350	7450	7550	7550	7550	7550
	毛利率	%	15.93%	14.92%	13.49%	13.61%	14.26%	15.02%	15.16%	15.27%	17.37%
淋膜原纸	产能	万吨	20	20	20	20	20	20	20	20	20
	销量	万吨	17	17	17	17	17	17	17	17	17
	售价	元/吨	4134	5229	4900	5000	5100	5200	5200	5200	5200
	毛利率	%	24.66%	26.08%	20.25%	20.84%	21.41%	21.96%	21.96%	21.96%	21.96%
化机浆	产能	万吨	70	70	90	100	120	120	120	120	180
	销量	万吨	33	37	45	51	59	61	61	61	57
	售价	元/吨	3600	4200	3800	3900	4000	4100	4100	4100	4100
	毛利率	%	21.08%	25.98%	24.97%	25.46%	25.94%	26.41%	26.41%	26.41%	26.40%
溶解浆	产能	万吨	50	80	80	80	80	80	80	80	80
	销量	万吨	42	49	67	67	69	71	71	71	71
	售价	元/吨	6400	6400	5900	6000	6100	6200	6200	6200	6200
	毛利率	%	20.99%	20.30%	22.71%	23.31%	23.78%	24.40%	24.40%	24.40%	24.40%

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理和预测

表 17：财务比率假设

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
销售费用率	3.51%	3.45%	3.70%	3.60%	3.70%	3.80%	3.70%	3.60%	3.80%
管理费用率	3.07%	2.55%	2.45%	2.40%	2.35%	2.35%	2.35%	2.35%	2.35%
财务费用率	3.02%	3.31%	3.02%	3.50%	4.00%	4.50%	5.50%	5.50%	5.00%
研发费用率		1.23%	1.60%	1.65%	1.70%	1.70%	1.70%	1.70%	1.70%
所得税率	23.24%	17.55%	15.00%	15.00%	15.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

部分假设和说明:

1. 公司老挝和广西项目可能会主要针对南方市场,在产能逐步投放期间可能会加大新市场的开拓力度。我们预测销售费用率会随项目进度而小幅波动。
2. 我们认为公司未来通过优化管理能够小幅降低管理费用率;同时假设公司股权激励力度和 2017-2019 年保持一致,管理费用率受新产能影响小幅提高后保持稳定。
3. 我们预计公司 2022-2024 年建设广西项目。假设产能吨均造价为 4000 元,则广西项目共需投入 140 亿元。截至 2019Q3,公司有息负债规模约 90 亿元。在纯债务融资情况下,每年需要增加 35 亿负债。假设利率为 5%,则项目建设期间利息支出每年增加约 1.8 亿元,考虑到收入增长,财务费用率短期有一定提高。
4. 我们假设公司未来研发投入力度大致不变,研发费用率保持稳定。
5. 公司高新技术企业所得税减免有效期为三年。出于保守性原则,我们假定 2021 年后公司恢复 25% 的所得税率。

盈利预测的情景分析

我们对公司的未来业绩做乐观、中性和悲观三种情景分析,得到的结果如下:

1. **乐观假设:** 公司 2019-2021 年收入增速分别为 3.5%、5.7%和 15.2%;净利润增速分别为-4.6%、11.7%和 14.2%;EPS 分别为 0.82、0.92 和 1.05 元/股。
2. **中性假设:** 公司 2019-2021 年收入增速分别为 3.5%、5.6%和 15.1%;净利润增速分别为-11.8%、12.2%和 14.0%,EPS 分别为 0.76、0.85 和 0.97 元/股。
3. **悲观假设:** 公司 2019-2021 年收入增速分别为 3.3%、5.4%和 14.3%、净利润增速分别为-19.1%、12.9%和 13.9%,EPS 分别为 0.70、0.79 和 0.90 元/股。

表 18: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2018	2019E	2020E	2021E
乐观预测				
营业收入(百万元)	21,768	22,536	23,819	27,446
(+/-%)	15.2%	3.5%	5.7%	15.2%
净利润(百万元)	2238	2135	2385	2725
(+/-%)	10.5%	-4.6%	11.7%	14.2%
每股收益(元)	0.86	0.82	0.92	1.05
中性预测				
营业收入(百万元)	21,768	22,528	23,798	27,386
(+/-%)	15.2%	3.5%	5.6%	15.1%
净利润(百万元)	2238	1973	2214	2525
(+/-%)	10.5%	-11.8%	12.2%	14.0%
每股收益(元)	0.86	0.76	0.85	0.97
悲观预测				
营业收入(百万元)	21,768	22,521	23,777	27,326
(+/-%)	15.2%	3.5%	5.6%	14.9%
净利润(百万元)	2238	1811	2044	2327
(+/-%)	10.5%	-19.1%	12.9%	13.9%
每股收益(元)	0.86	0.70	0.79	0.90

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

盈利预测结论

基于以上分析和中性假设，我们预测公司 2019-2021FY 的营业收入分别为 225.1、238.0、273.9 亿元，同比增速分别为 3.5%、5.6%、15.1%。净利润分别为 19.7、22.1 和 25.3 亿元，同比增速分别为 -11.8%、12.%和 14.0%。

表 19: 公司利润表的分拆预测 (百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
营业收入	14456	18895	21766	22526	23796	27384	31157
YOY		30.71%	15.20%	3.49%	5.64%	15.08%	13.78%
非涂布文化纸	5261	5899	7207	6705	6886	8340	10087
YOY	36.39%	31.22%	33.11%	29.77%	28.94%	30.46%	32.37%
占比		12.14%	22.16%	-6.96%	2.69%	21.13%	20.94%
铜版纸	2948	4451	3995	3580	3846	3967	4090
占比	20.39%	23.56%	18.35%	15.89%	16.16%	14.49%	13.13%
YOY		50.99%	-10.24%	-10.38%	7.42%	3.15%	3.10%
牛皮箱板纸	506	2392	2641	2994	3205	3892	4625
占比	3.50%	12.66%	12.13%	13.29%	13.47%	14.21%	14.85%
YOY		372.51%	10.42%	13.35%	7.06%	21.42%	18.84%
瓦楞纸			337	903	1004	1616	2306
占比			1.55%	4.01%	4.22%	5.90%	7.40%
YOY				168.24%	11.18%	60.95%	42.70%
生活用纸	729	722	822	788	867	954	1042
占比	5.04%	3.82%	3.78%	3.50%	3.64%	3.48%	3.34%
YOY		-0.96%	13.79%	-4.05%	10.01%	9.95%	9.26%
淋膜原纸	676	696	880	825	842	858	875
占比	4.67%	3.68%	4.04%	3.66%	3.54%	3.13%	2.81%
YOY		2.99%	26.48%	-6.29%	2.04%	2.00%	1.96%
化机浆	951	1187	1568	1712	1973	2376	2490
占比	6.58%	6.28%	7.20%	7.60%	8.29%	8.68%	7.99%
YOY		24.83%	32.11%	9.15%	15.29%	20.40%	4.78%
溶解浆	2614	2696	3167	3925	4039	4203	4419
占比	18.09%	14.27%	14.55%	17.42%	16.97%	15.35%	14.18%
YOY		3.12%	17.46%	23.95%	2.91%	4.06%	5.14%
净利润	1158	2250	2242	2002	2244	2555	2648
YOY		94.28%	-0.35%	-10.72%	12.10%	13.86%	3.63%
整体毛利率	21.92%	26.03%	23.27%	21.86%	22.88%	23.37%	24.33%
整体净利率	8.01%	11.91%	10.30%	8.89%	9.43%	9.33%	8.50%

资料来源:公司财报, 国信证券经济研究所整理和预测

风险提示

估值风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值区间为12.60~14.50元。但该估值是建立在较多假设前提的基础上得出，假设具有一定主观性，从而影响估值的准确性。

盈利预测风险

我们对公司的业绩预测基于公司未来产能投放和单业务收入模型。若公司新产能投放速度和浆纸价差未达模型预期，会对盈利预测的准确性产生较大影响。

政策风险

1. 公司因环保或能耗问题导致部分产能被停工甚至清退。
2. 公司因国内环保政策等无法如获取预期内足够的生产原料。

经营风险

1. 公司产能建设和投放速度不及预期，可能影响我们对公司业绩的预测。
2. 公司新产能释放后由于竞争激烈无法顺利打开新市场导致业绩不及预期。
3. 公司因环保、安全事故等原因部分停产或减产，影响纸品的生产与销售。

财务风险

1. 公司可能失去政府补助、关联方及第三方利息收入等非经常性收入，对盈利产生负面影响。
2. 公司负债中短期借款占比较大，未来债务规模扩张过快或融资成本过高，可能面临流动性不足和再融资困难。

行业风险

1. 受电子化办公影响，文化纸总需求量存在超预期下滑风险。
2. 文化纸行业出现超预期的原纸价格下跌或原材料涨价，导致公司利润率出现大幅波动。
3. 包装纸行业原材料缺乏或价格快速上涨，导致公司无法获取充足的原材料影响生产经营。

市场风险

若大盘因系统性风险下跌使得投资者情绪、交易策略等发生变化，可能导致公司股价出现非基本面因素的短期大幅下跌。

附表：财务预测和估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1971	3533	4769	5857	营业收入	21768	22528	23798	27386
应收款项	5364	5864	6520	7503	营业成本	16663	17604	18353	20986
存货净额	2168	2077	2029	2218	营业税金及附加	138	158	167	192
其他流动资产	1252	1220	1211	1484	销售费用	750	834	857	1013
流动资产合计	10783	12693	14529	17061	管理费用	823	912	964	1109
固定资产	17254	17993	19213	21794	财务费用	721	680	833	1095
无形资产及其他	860	826	791	757	投资收益	6	0	0	0
投资性房地产	489	489	489	489	资产减值及公允价值变动	2	15	15	15
长期股权投资	137	137	137	137	其他收入	11	(34)	(34)	(34)
资产总计	29523	32138	35159	40239	营业利润	2692	2321	2605	2971
短期借款及交易性金融负债	6933	8000	9000	11000	营业外净收支	28	0	0	0
应付款项	5520	4967	4719	5139	利润总额	2720	2321	2605	2971
其他流动负债	1510	1732	1905	2187	所得税费用	477	348	391	446
流动负债合计	13963	14699	15624	18326	少数股东损益	5	4	4	5
长期借款及应付债券	2778	2878	2978	3078	归属于母公司净利润	2238	1973	2214	2525
其他长期负债	153	153	153	153					
长期负债合计	2931	3031	3131	3231	现金流量表 (百万元)				
负债合计	16895	17731	18755	21557	净利润	2238	1973	2214	2525
少数股东权益	56	59	63	68	资产减值准备	(15)	(2)	(0)	1
股东权益	12573	14348	16341	18614	折旧摊销	1148	1313	1329	1467
负债和股东权益总计	29523	32138	35159	40239	公允价值变动损失	(2)	(15)	(15)	(15)
					财务费用	721	680	833	1095
关键财务和估值指标					营运资本变动	1090	(710)	(675)	(742)
每股收益	0.86	0.76	0.85	0.97	其它	19	6	4	4
每股红利	0.10	0.08	0.09	0.10	经营活动现金流	4479	2565	2857	3240
每股净资产	4.85	5.54	6.30	7.18	资本开支	(4033)	(2000)	(2500)	(4000)
ROIC	15%	12%	12%	13%	其它投资现金流	10	28	0	0
ROE	18%	14%	14%	14%	投资活动现金流	(4044)	(1972)	(2500)	(4000)
毛利率	23%	22%	23%	23%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	17%	13%	14%	15%	负债净变化	320	100	100	100
EBITDA Margin	22%	19%	20%	20%	支付股利、利息	(259)	(197)	(221)	(253)
收入增长	15%	3%	6%	15%	其它融资现金流	(1023)	1067	1000	2000
净利润增长率	11%	-12%	12%	14%	融资活动现金流	(901)	969	879	1847
资产负债率	57%	55%	54%	54%	现金净变动	(466)	1562	1236	1088
息率	1.1%	0.8%	0.9%	1.1%	货币资金的期初余额	2437	1971	3533	4769
P/E	10.58	12.00	10.69	9.37	货币资金的期末余额	1971	3533	4769	5857
P/B	1.88	1.65	1.45	1.27	企业自由现金流	1223	1142	1064	169
EV/EBITDA	8.44	9.63	8.93	8.19	权益自由现金流	520	2309	2164	2269

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032