

多元布局平滑周期，造纸中的“成长之王”

——太阳纸业首次覆盖报告

公司深度

● 太阳纸业：林浆纸一体化龙头

公司是国内先进的林浆纸一体化造纸龙头，并不断扩充产品矩阵，向生物新材料、快消品进军平滑周期波动风险。文化纸目前依然是公司收入的主要来源，但溶解浆与箱板纸收入占比在持续提升。在造纸行业周期里，公司业绩稳定增长，产品结构优化下有望带来成长弹性。

● 公司未来核心看点和投资逻辑：

1) 多元化浆纸，助力穿越周期：公司一方面在造纸主业的基础上相继拓展生物新材料、快消品业务；另一方面，作为文化纸龙头，开始布局包装纸领域，横向拓宽多元化产品矩阵，有助于降低由单一品类带来的周期波动风险。2020-2021年，公司预期将迎来投产窗口期，伴随本部45万吨文化纸、老挝80万吨高档包装纸与广西350万吨林浆纸一体化一期项目投产，产品结构将更加优化，产能持续释放有望进一步增厚业绩。

2) 原材料自给率高，成本优势突出：文化纸方面，公司以化学浆、部分化机浆（溶解浆）配套原料为主，提升自己率。2018年公司机械浆产能80万吨、30万吨溶解浆，广西北海350万吨林浆纸一体化项目有望带动自给率持续提升，低成本投入将进一步夯实公司成本优势。包装纸方面，涉足时间虽然较短，但正是因为未能享有外废配额而激发公司通过自主研发新型半化学浆材料替代国废。另一方面，公司在老挝布局纸浆厂，用废纸浆替代国废，成本端优势显现，毛利率有提升空间。

3) 库存周期底部叠加木浆价格低位，盈利弹性强：目前行业处于历史库存周期底部，受外废进口逐步清零下废纸稀缺，国废价格中长期预计仍在较高水平，催生包装纸价格向上。公司在包装纸原材料上自给率高且木浆价格预计低位震荡；文化纸景气度延续，成本优势下预计公司具有较强的业绩弹性。

● 盈利预测、估值与评级

预计公司2019-2021年EPS分别为0.85、0.94、1.12元，根据历史和可比公司估值，综合考虑公司是造纸行业龙头、文化纸景气延续、成本优势突出、多元化布局平滑周期风险，盈利能力仍具有成长性，给予公司2020年合理估值12-15倍，对应合理股价11.28-14.10元。首次覆盖，给予强烈推荐评级。

● 风险提示：1) 原材料价格波动；2) 市场竞争加剧；3) 老挝项目不达预期；4) 包装纸产品拓展不达预期。

财务摘要和估值指标（2020年3月20日）

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	18,894	21,768	22,661	24,972	28,768
增长率(%)	30.7	15.2	4.1	10.2	15.2
净利润(百万元)	2,024	2,238	2,190	2,431	2,915
增长率(%)	91.6	10.5	-2.1	11.0	19.9
毛利率(%)	26.0	23.5	24.0	23.6	23.3
净利率(%)	10.7	10.3	9.7	9.7	10.1
ROE(%)	20.8	17.8	16.3	15.3	15.6
EPS(摊薄/元)	0.78	0.86	0.85	0.94	1.12
P/E	12.1	10.9	11.2	10.1	8.4
P/B	2.4	2.0	1.7	1.5	1.3

资料来源：Wind、新时代证券研究所预测，股价时间为2020年3月20日

敬请参阅最后一页免责声明

强烈推荐（首次评级）

赵汐雯（分析师）

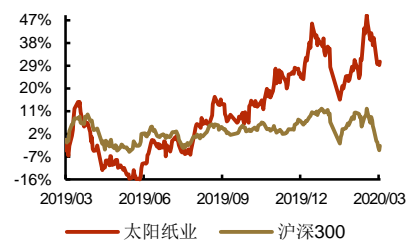
zhaoxiwen@xsdzq.cn

证书编号：S0280520020001

市场数据 时间 2020.03.20

收盘价(元):	9.44
一年最低/最高(元):	6.06/11.1
总股本(亿股):	25.92
总市值(亿元):	244.66
流通股本(亿股):	25.7
流通市值(亿元):	242.61
近3月换手率:	61.56%

股价一年走势



相关报告

盈利预测、估值与目标价、评级

预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 226.61/249.72/287.68 亿元,增速分别为 4.10%、10.20%、15.20%;净利润分别为 21.90/24.31/29.15 亿元,增速分别为-2.1%、11.0%、19.9%。2019-2021 年 EPS 为 0.85、0.94、1.12 元,目前股价对应 PE 为 11.2X、10.1X、8.4X。

根据历史和可比公司 PE 值,综合考虑公司是造纸行业龙头、文化纸景气延续、成本优势在行业内突出、多元化布局平滑周期风险,盈利能力仍具有成长性,给予公司 2020 年合理估值 12-15 倍,预计合理股价 11.28-14.10 元。首次覆盖,给予强烈推荐评级。

关键假设

1) 我国造纸行业在经历了供给侧改革产能出清后,细分格局持续向好,龙头公司凭借资源禀赋与成本优势进一步提升市占率,而中小企业面临资金压力、环保要求提升等门槛或将被淘汰,行业呈现强者恒强。

2) 公司向上布局木浆、固废替代品等原材料,向下多元拓展产品类型;一方面提升原材料自制率,优化成本结构;另一方面较好地分散单一业务带来的周期波动风险,两者持续助推公司业绩稳健成长。

我们与市场观点的差异

1) 市场多关注纸价带来的盈利弹性

我们认为,纸价的上涨对公司业绩起到直接推动作用,但公司向上游延伸,布局原材料率先打造林浆纸一体化带来成本端的结构优化是公司释放业绩的长期驱动力。

2) 市场对公司广西和老挝项目的预期多集中在原材料视角

我们认为,好处不仅于此。除了原材料自给率提升以外,进一步打开市场布局也有望中长期为公司业绩提供增量。广西是重要的港口城市,其与越南日照港和北海相连,区位优势下有利于扩大南方市场,进一步提升市占率,稳定业绩增长。

股价上涨的催化因素

1) 成品纸旺季提价,公司毛利率在原材料成本可控下提升;

2) 新增产能与林浆纸一体化项目进度超市场预期。

投资风险

1) 原材料价格波动; 2) 市场竞争加剧; 3) 老挝项目不达预期; 4) 包装纸产品拓展不达预期。

目 录

1、 公司概况——全球布局、内外兼修的林浆纸一体化巨头	6
1.1、 发展历程：先进的造纸龙头，稳健成长持续扩张	6
1.2、 股权结构：相对集中，稳定性较高	7
1.3、 激励机制：业绩考核超预期，完成度较高	8
1.4、 主营业务：文化纸为主，积极拓展新材料与快消品	8
2、 造纸行业分析	10
2.1、 周期性较强，补库行情或将开启	10
2.2、 扩张趋于理性，新增产能多集中于包装纸	11
2.3、 木浆系：浆价维持低位，文化纸价格稳定	12
2.3.1、 木浆：国内需求高于全球水平，但增长承压	12
2.3.2、 文化纸：格局优化，景气度持续向好	14
2.4、 废纸系：供给承压，需求受宏观经济扰动	15
2.4.1、 废纸：进口政策趋严，国废价格高位盘整	15
2.4.2、 包装纸：格局分散，价格受供需影响波动较大	16
3、 公司核心竞争力分析	17
3.1、 产品结构多样化，抗风险能力增强	17
3.1.1、 文化纸龙头地位稳固，新材料与快消品贡献增量收入	17
3.1.2、 业务布局已见成效，抗周期性显现	21
3.2、 成本优势突出，助力穿越周期	21
3.2.1、 向上游制浆延伸，提升纸浆自给率	21
3.2.2、 国废替代品充足，满足原材料供给	23
3.3、 林浆纸一体化，中长期持续巩固成本优势	24
3.3.1、 老挝“林浆纸一体化”项目	24
3.3.2、 广西北海“林浆纸一体化”项目	25
4、 投资逻辑与盈利预测	26
4.1、 关键假设及盈利预测	26
4.2、 核心投资逻辑	28
5、 财务分析：多元布局毛利率稳中有升，偿债能力持续优化	28
6、 估值水平与评级	31
6.1、 相对估值	31
6.2、 可比估值与投资评级	31
7、 风险分析	31
附：财务预测摘要	32

图表目录

图 1： 公司重要发展历程与代表事件一览	6
图 2： 公司主要产品类别一览	7
图 3： 公司股权结构集中，有利于决策顺利实施	7
图 4： 历年公司营业收入与净利润增速变动情况	9
图 5： 公司 2019Q3 净利润增速率先企稳	9
图 6： 公司营收占比结构中，文化纸是主力	9
图 7： 公司溶解浆、箱板纸收入渐次提升	9
图 8： 公司主要产品毛利率变动情况	9

图 9: 造纸 PPI 周期性变化.....	10
图 10: 造纸与纸制品产成品库存变化.....	10
图 11: 固定资产投资增速放缓.....	11
图 12: 2018 年纸与纸板产销量明显下跌.....	11
图 13: 造纸行业落后产能淘汰情况.....	12
图 14: 造纸行业企业数逐年缩减, 亏损企业增加.....	12
图 15: 我国森林采伐限额收紧.....	13
图 16: 我国木片进口依存度较高.....	13
图 17: 澳大利亚木制品出口增长放缓.....	13
图 18: 2022 年预计产生木片供给缺口.....	13
图 19: 2019 年全球新增木浆产能放缓.....	13
图 20: 2018 年中国木浆产能快速增加.....	13
图 21: 全球针叶浆与阔叶浆库存天数呈下降趋势.....	14
图 22: 国内木浆库存有所下降, 处历史中部区间.....	14
图 23: 外盘漂白阔叶浆价格.....	14
图 24: 外盘漂白针叶浆价格.....	14
图 25: 文化纸行业集中度较高.....	14
图 26: 2019 年双胶纸行业格局.....	14
图 27: 双胶纸库存与价格变化.....	15
图 28: 铜版纸库存与价格变化.....	15
图 29: 国废价格与库存走势.....	16
图 30: 美废价格并无上涨动力.....	16
图 31: 近年来包装纸行业集中度持续下降.....	16
图 32: 2019 年瓦楞纸行业格局.....	16
图 33: 白板纸库存与价格变化.....	17
图 34: 白卡纸库存与价格变化.....	17
图 35: 瓦楞纸库存与价格变化.....	17
图 36: 箱板纸库存与价格变化.....	17
图 37: 公司“四三三”发展战略平滑单一业务风险.....	17
图 38: 新材料、快消品营收占比稳中有增.....	17
图 39: 公司历年文化纸类产品收入.....	18
图 40: 铜版纸与双胶纸产能情况.....	18
图 41: 公司包装纸毛利率有所提升.....	18
图 42: 公司包装纸产能逐渐增加.....	18
图 43: 粘胶短纤、溶解浆价格 17 年起大幅下跌.....	19
图 44: 公司溶解浆盈利能力增强.....	19
图 45: 公司生活用纸发展曲线与代表品牌.....	20
图 46: 公司生活用纸收入规模不断增长, 但毛利率偏低.....	20
图 47: 公司生活用纸吨营收与龙头公司对比.....	20
图 48: 公司生活用纸销售情况与龙头对比.....	20
图 49: 2015 年后公司营收增速逐步强于造纸行业平均增速.....	21
图 50: 原材料采购金额逐步提升.....	21
图 51: 主要企业文化纸吨收入对比.....	22
图 52: 主要企业文化纸吨成本对比.....	22
图 53: 主要企业文化纸吨毛利对比.....	22
图 54: 主要企业文化纸销量对比.....	22

图 55: 公司溶解浆吨营收.....	23
图 56: 公司溶解浆销售情况.....	23
图 57: 主要企业包装纸吨收入对比.....	23
图 58: 主要企业包装纸吨成本对比.....	23
图 59: 主要企业包装纸吨毛利对比.....	23
图 60: 主要企业包装纸销量对比.....	23
图 61: 老挝“林浆纸一体化”项目重要时间节点.....	24
图 62: 广西北海区位优势.....	26
图 63: 可比公司毛利率对比.....	28
图 64: 可比公司净利率对比.....	28
图 65: 可比公司期间费用率对比.....	29
图 66: 可比公司管理费用率对比.....	29
图 67: 可比公司销售费用率对比.....	29
图 68: 可比公司财务费用率对比.....	29
图 69: 可比公司资产负债率对比.....	30
图 70: 可比公司总资产周转率对比.....	30
图 71: 可比公司 ROE 对比.....	30
图 72: 可比公司 ROIC 对比.....	30
图 73: 可比公司 ROA 对比.....	30
图 74: 公司历史 PE 走势.....	31
图 75: 公司历史 PB 走势.....	31
表 1: 公司股权激励实施及完成情况.....	8
表 2: 龙头企业新增产能一览.....	11
表 3: 历年外废额度分配.....	15
表 4: 历年公司投资项目与产能情况.....	18
表 5: 公司生物材料领域主要项目布局.....	19
表 6: 国内溶解浆主要产能.....	19
表 7: 公司浆产能逐步提升.....	22
表 8: 公司包装纸及原材料产能.....	24
表 9: 老挝“林浆纸一体化”项目建设具体过程.....	25
表 10: 业务拆分与盈利预测.....	26
表 11: 可比公司估值.....	31

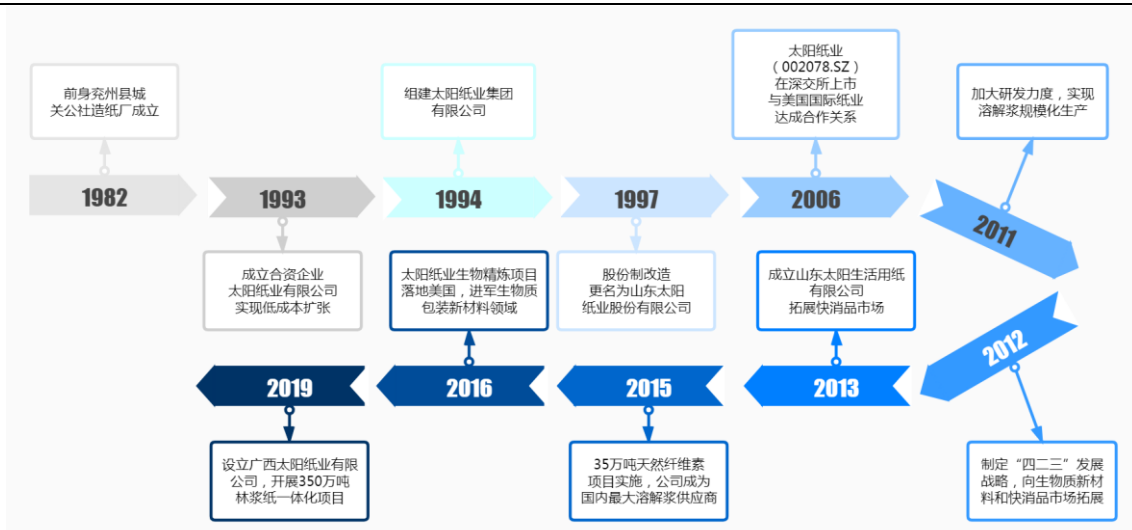
1、公司概况——全球布局、内外兼修的林浆纸一体化巨头

1.1、发展历程：先进的造纸龙头，稳健成长持续扩张

国内起家，全球化布局。公司前身为1982年成立的兖州县城关公社造纸厂，2006年在深交所上市正式迈入资本市场，同年与美国国际纸业达成白卡纸制造合作关系，步入国际化发展阶段。2008年6月，太阳纸业老挝有限公司成立，建设老挝林浆纸一体化生产基地，正式实施“走出去”战略。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。

向上游延伸，积极谋求转型。2011年开始，公司加大研发力度，成为国内首家实现溶解浆规模化生产的企业。同时，制定了“四三三”发展战略，在造纸基础上（40%）向生物质新材料（30%）和快消品（30%）转型，开发高档次、差异化的细分产品，成为行业结构调整的领先者。此外，公司于2019年7月设立广西太阳纸业分公司，积极开展350万吨林浆纸一体化项目，预计在未来3-5年内完成建设，此举有助于降低成本、提高中长期盈利稳定性。

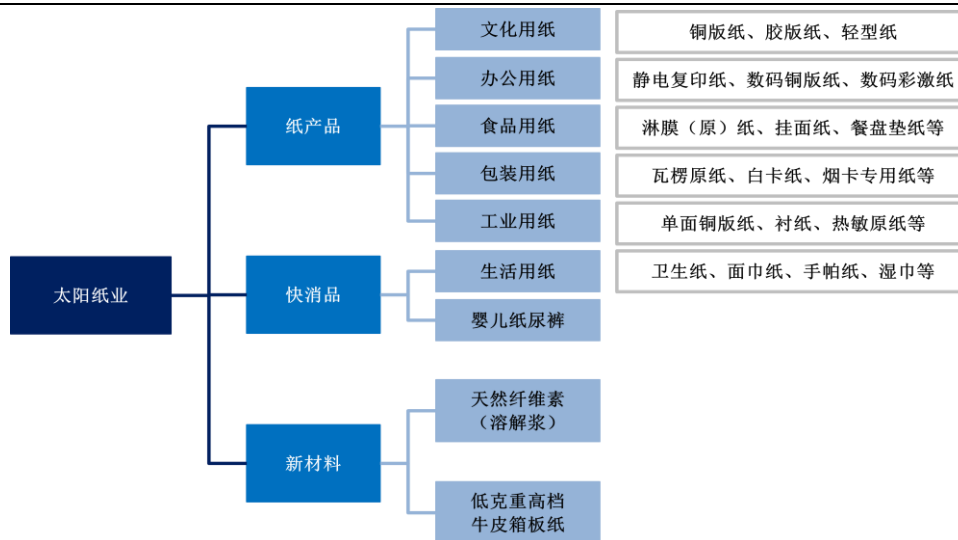
图1：公司重要发展历程与代表事件一览



资料来源：公司年报，新时代证券研究所

向下游延长、品类覆盖面逐步拓展。目前，公司主导产品类型包括纸产品、快消品与新材料。其中，纸产品涵盖文化用纸、办公用纸、食品用纸、包装用纸、工业用纸等多个领域，旗下拥有金太阳、华夏太阳、天阳、乐考、酷印等品牌；快消品涵盖卫生纸、面巾纸、湿巾等生活用纸以及婴儿纸尿裤，旗下拥有幸福阳光、舒芽奇两大品牌；新材料主要包含溶解浆、高档牛皮箱板纸等，旗下拥有万国联邦、万国骄阳等品牌。

图2: 公司主要产品类别一览

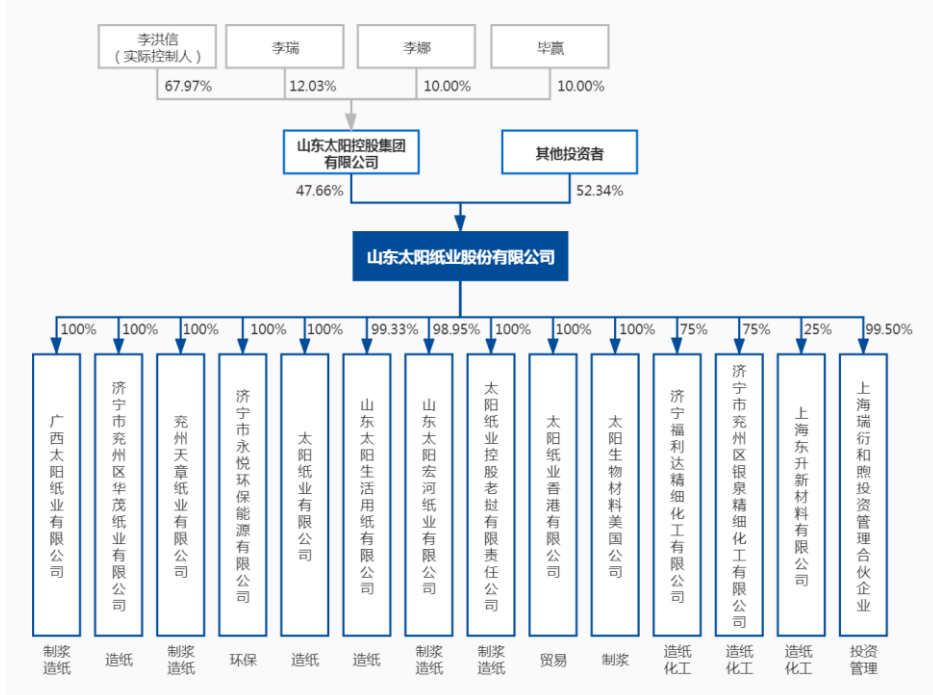


资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

1.2、股权结构: 相对集中, 稳定性较高

李洪信家族为实际控制人, 股权结构相对集中有利于决策顺利实施。截至 2019 年上半年, 实际控制人李洪信家族通过持有公司控股股东山东太阳控股集团有限公司 100% 的股权, 间接持有公司 47.66% 的股份。相对集中的股权结构能够提高决策效率, 有利于公司战略顺利实施。此外, 公司旗下控股或参股子公司共 14 家, 主营业务涵盖制浆、造纸、化工、环保、贸易、投资管理等领域, 构筑了完整的造纸产业链结构。

图3: 公司股权结构集中, 有利于决策顺利实施



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

1.3、激励机制：业绩考核超预期，完成度较高

股票激励机制完善，业绩考核目标超预期完成。公司分别于2014年、2017年开展了两次为期三年的限制性股票激励计划，激励对象包括董事、高管、核心业务人员等，并以净利润增长率等标准作为考核条件。相比于2014年的激励计划，2017年在授予股数与激励对象方面均出现扩张，激励对象人数达到674人，授予股数增加至5677万股，占总股本的2.24%，但考核标准有所放松，取消了对净资产收益率的限制，同时降低了净利润增长率目标。从完成情况来看，2014年第一次股权激励的三阶段与2017年第二次股权激励的前两阶段业绩指标均达到并超额完成考核条件，完成度较高。

表1：公司股权激励实施及完成情况

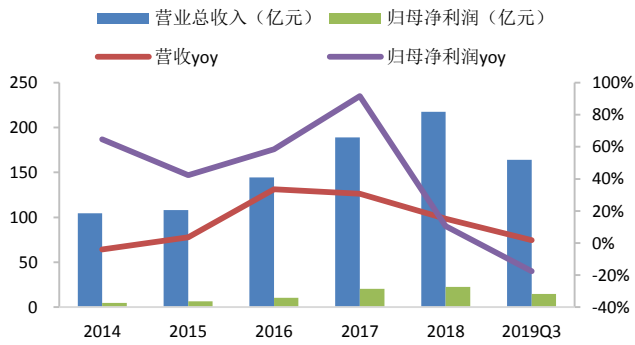
公告日期	激励期限	激励股数 (占比)	授予价格	激励对象	考核标准	完成情况
2014年4月	2014-2016年	1646万股 (1.43%)	2.24元/股	公司董事、高级管理人员(不包含独立董事、监事), 公司核心技术(业务、财务)人员, 董事会认定的中层管理人员, 共计184人	2014年净利润相比2013年增长不低于60%, 且2014年净资产收益率不低于8%	2014年净利润较2013年增长60.53%, 净资产收益率为8.94%
					2015年净利润相比2013年增长不低于130%, 且2015年净资产收益率不低于11%	2015年净利润较2013年增长134.22%, 扣非归母加权净资产收益率为12.98%
					2016年净利润相比2013年增长不低于240%, 且2016年净资产收益率不低于15%	2016年净利润较2013年增长266.99%, 扣非归母加权净资产收益率为16.05%
2017年9月	2017-2019年	5,677万股 (2.24%)	4.65元/股	董事、高级管理人员, 核心业务(技术)人员, 共计674人	以2016年净利润为基数, 2017年净利润增长率不低于60%	公司2017年净利润较2016年增长95.15%
					以2016年净利润为基数, 2018年净利润增长率不低于80%	公司2018年净利润较2016年增长111.69%
					以2016年净利润为基数, 2019年净利润增长率不低于100%	

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

1.4、主营业务：文化纸为主，积极拓展新材料与快消品

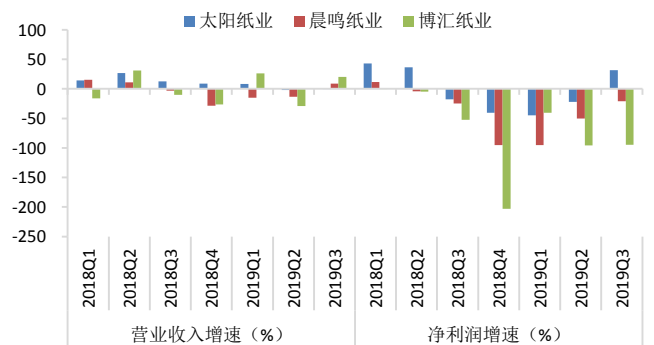
业绩增速符合预期，2019Q3净利润增速率先企稳。2014-2018年间，公司业绩稳步增长，营收与归母净利润分别实现20.11%、47.80%的复合增长率。2018年实现营收217.68亿元、归母净利润22.38亿元，同比增速分别为15.21%、10.54%，较2017年有所下滑；主要是2018年下半年需求不振、纸价下行与人民币贬值影响。2019年上半年浆价较高、公司业绩承压，但下半年浆价回调、原纸涨价落地后公司也于2019Q3率先企稳，全年来看预计业绩小幅下滑2.3%。

图4: 历年公司营业收入与净利润增速变动情况



资料来源: wind, 新时代证券研究所

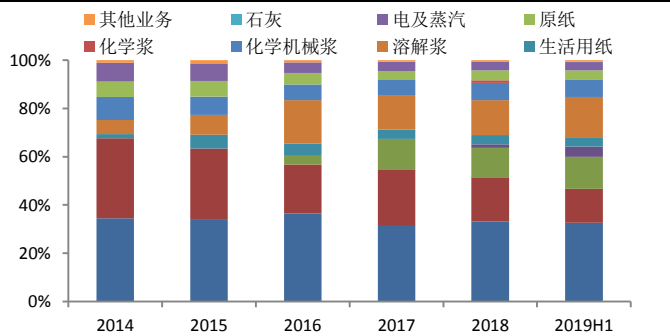
图5: 公司2019Q3净利润增速率先企稳



资料来源: wind, 新时代证券研究所

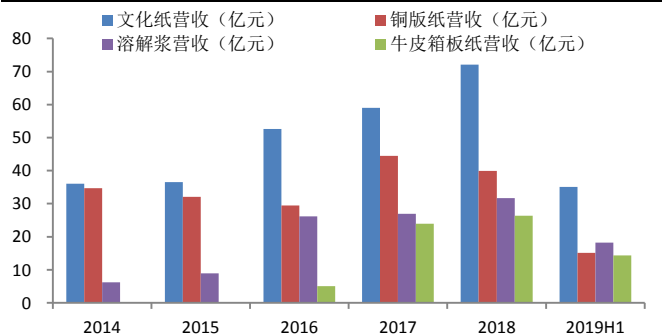
文化纸仍为**主力产品**，溶解浆、箱板纸**比重提升**。从产品结构来看，文化纸仍为主要收入来源。2018年文化纸、铜版纸分别实现营收72.07亿元、39.95亿元，占比33.11%、18.35%。伴随公司业务拓展，溶解浆与牛皮箱板纸占比提高，2018年二者分别实现营收31.66亿元、26.40亿元，同比增长17.43%、10.37%，营收占比分别为14.54%、12.13%，2019年上半年占比分别提升至16.95%、13.30%，未来业务规模有望进一步扩大。

图6: 公司营收占比结构中，文化纸是主力



资料来源: wind, 新时代证券研究所

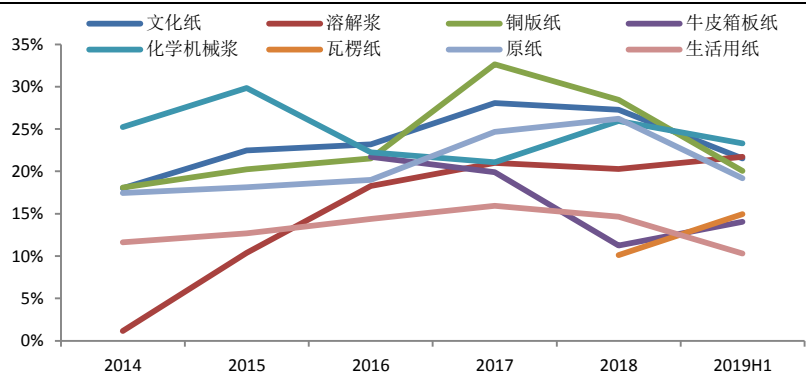
图7: 公司溶解浆、箱板纸收入渐次提升



资料来源: wind, 新时代证券研究所

主要产品**毛利率波动大**，文化纸水平**相对较高**。铜版纸、文化纸毛利率较高，位于20%-25%之间，生活用纸与包装纸毛利率水平最低，仅10%-15%。2019年上半年，受木浆成本上升影响，文化纸、生活用纸毛利率均出现下降，而近年来新布局的包装纸毛利率略有上升，牛皮箱板纸与瓦楞纸毛利率分别为14.04%、14.96%。

图8: 公司主要产品毛利率变动情况



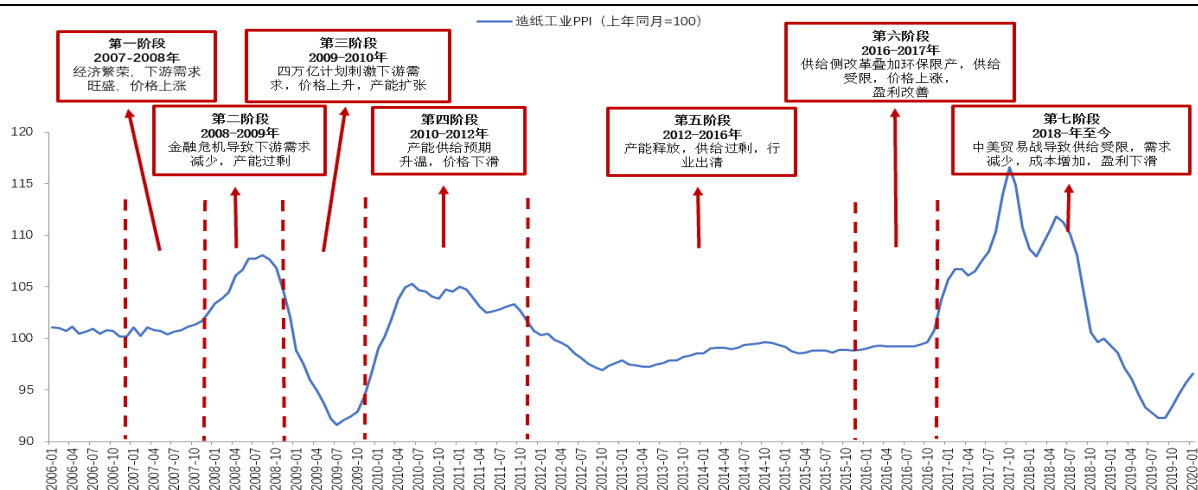
资料来源: wind, 新时代证券研究所

2、造纸行业分析

2.1、周期性较强，补库行情或将开启

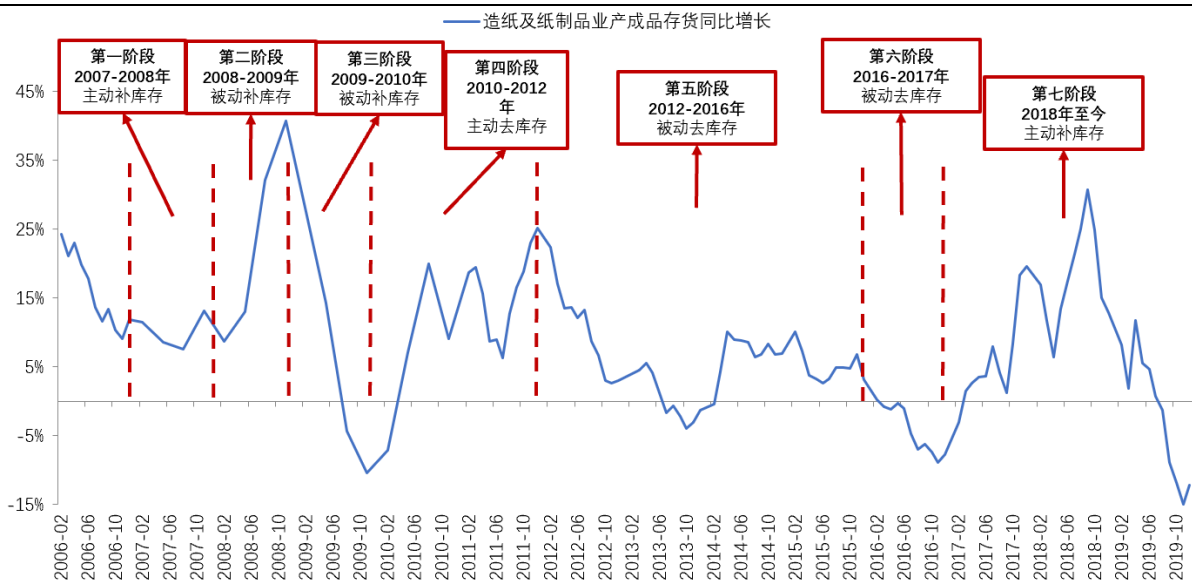
造纸行业周期性明显，补库存行情预计开启。2007年至今，我国造纸行业经历了一轮完整的周期变化。2008年出台“四万亿”计划刺激了下游需求、产品价格上升，同时行业进入产能扩张期；2012年起，受经济与需求增速放缓影响，行业进入落后产能淘汰阶段。而2018年受中美贸易战的外部冲击，造纸成本上升叠加纸制品需求减少，加快行业出清。2019年下半年以来，造纸PPI指数与纸制品产成品库存均跌至历史周期底部，由此预计产业链补库行情或已开启。

图9：造纸PPI周期性变化



资料来源：wind，新时代证券研究所

图10：造纸与纸制品产成品库存变化

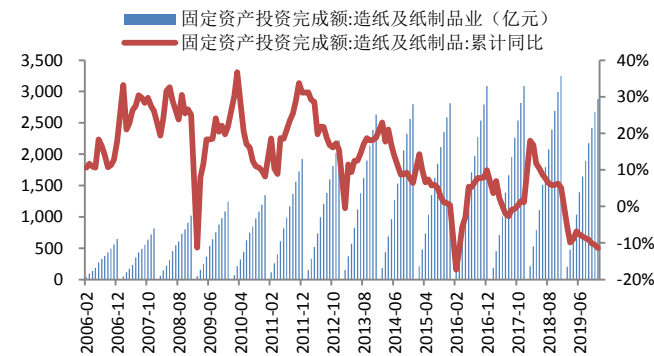


资料来源：wind，新时代证券研究所

2.2、扩张趋于理性，新增产能多集中于包装纸

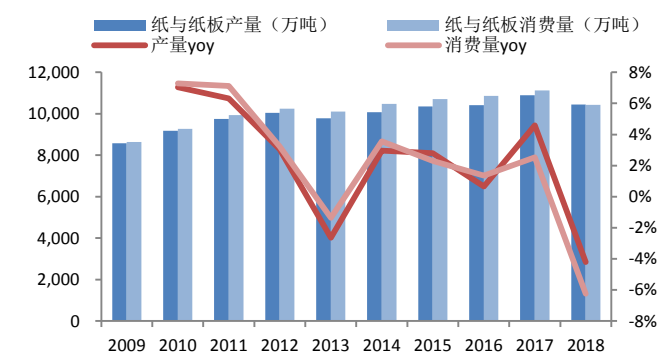
从固定资产投资增速与产销来看，行业扩张趋于理性化。从先行指标角度分析，2017年造纸行业的景气行情持续至2018年上半年，固定资产投资增速维持高位；2018年下半年起需求预期较弱，增速快速下降，导致2018年行业整体扩张并不显著。2019年，在上一轮产能周期过后，固定资产投资呈负增长；同时，纸与纸板产量与消费量自2010年后不再保持高速增长，2018年产销量甚至下跌超4%，行业扩张速度明显放缓并趋于理性化。

图11: 固定资产投资增速放缓



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图12: 2018年纸与纸板产销量明显下跌



资料来源: wind, 新时代证券研究所

产能投放趋缓，多集中在包装纸上，文化纸新增产能极少。从纸种看，龙头企业包装纸新增产能约160万吨（玖龙110万吨产能投放、理文越南50万吨包装纸项目），而文化纸产能新增较少（太阳纸业兖州本部45万吨文化用纸项目）。此外，在国家环保与排污许可要求持续提高及落后产能大量淘汰规划的政策背景下，中小纸企经营承压，难以支撑产能扩建。

表2: 龙头企业新增产能一览

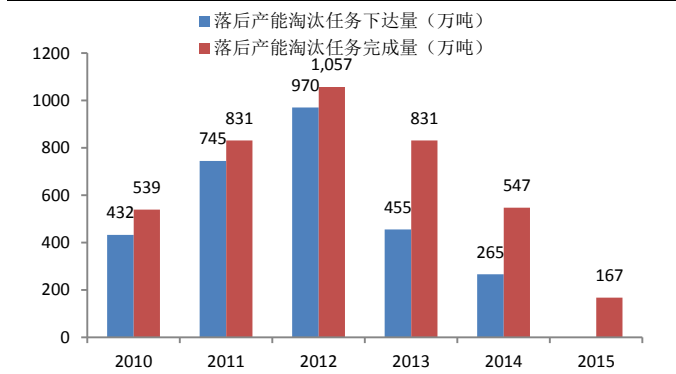
企业	原纸类型	(预计)投产时间	项目与具体新增产能情况
太阳纸业	文化纸（铜板、溶解浆）	2019Q4	邹城基地 20 万吨本色高得率生物质纤维项目
		/	北海制浆造纸项目一期（80 万吨漂白化学阔叶浆，55 万吨文化用纸生产线）
		/	北海制浆造纸项目二期（60 万吨化机浆，50 万吨特种纸，15 万吨生活用纸，90 万吨白卡纸）
		/	新材料产业园一期项目（45 万吨特色文化用纸，7 万吨特种纸、18 万吨化机浆）
		2020Q4	兖州本部 45 万吨文化用纸项目
山鹰纸业	包装纸	2019Q2	老挝 40 万吨再生纤维浆板生产线项目
		2021Q2	老挝 80 吨高档包装纸生产线项目
		2019Q4	华中纸业项目一期（55 万吨高档包装纸）
		2020Q1	华中纸业项目第二条生产线（45 万吨高档包装纸）
玖龙纸业	包装纸	2019Q4	泉州（二期）35 万吨卡纸
		2019Q1	重庆（三期）55 万吨卡纸
		2020Q1	河北（二期）50 万吨卡纸
		2019Q4	沈阳（二期）60 万吨卡纸
		2020Q1	东莞 60 万吨卡纸
		/	泉州（三期）50 万吨卡纸

		2021	马来西亚 55 万吨卡纸
		2020	美国 Biron 再生浆 24 万吨
		2020	美国 Fairmont 再生浆 6 万吨
		2021	美国 Fairmont 再生浆 6 万吨
		2020	美国 Rumford 再生浆 20 万吨
		2020	美国 Rumford 木浆 8 万吨
		2021	美国 Old Town 木浆 11.5 万吨
理文纸业	包装纸、生活用纸	2019Q4	江西 10 万吨卫生纸生产线
		2020Q4	越南 50 万吨包装纸
博汇纸业	白卡纸	2019Q2	年产 50 万吨高档牛皮箱板纸项目和年产 50 万吨高强瓦楞纸项目
		2019Q3	年产 75 万吨卡纸项目
		/	年产 45 万吨高档信息用纸项目

资料来源：公司公告，新时代证券研究所整理

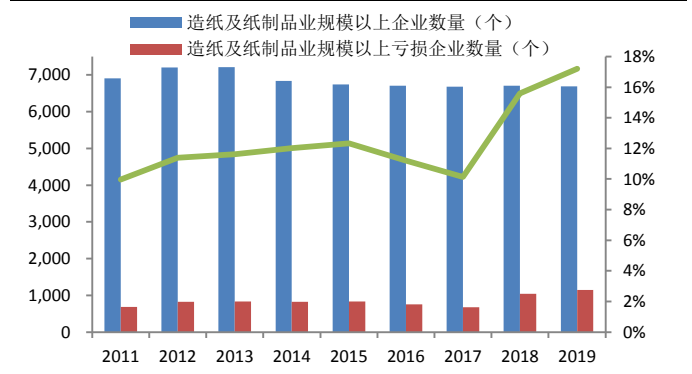
2010-2015 年间，造纸行业共淘汰落后产能 3972 万吨，超额完成“十三五”阶段淘汰落后产能 800 万吨的政策目标。另一方面，2014 年起，造纸行业规模以上企业逐年减少，2019 年规模以上企业仅 6688 家，较 2013 年减少 525 家，而亏损企业迅速增加，目前占比已达 17.21%

图13: 造纸行业落后产能淘汰情况



资料来源：wind，新时代证券研究所

图14: 造纸行业企业数逐年缩减，亏损企业增加



资料来源：wind，新时代证券研究所

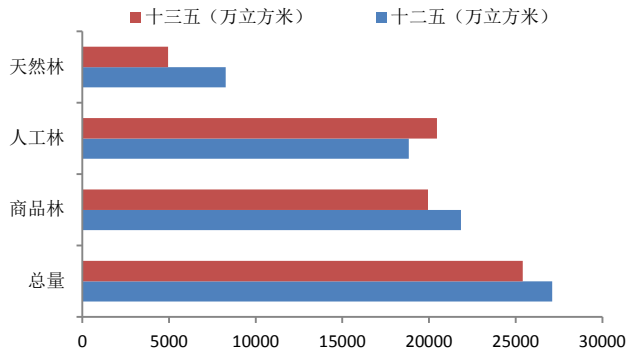
2.3、木浆系：浆价维持低位，文化纸价格稳定

2.3.1、木浆：国内需求高于全球水平，但增长承压

制浆木片稀缺性增加，原材料面临供给缺口。木片是木浆制作的重要原材料，其供需结构直接影响到木浆市场及中游造纸企业。我国是木片消费大国，2018 年我国木片需求量占全球总需求的 47.3%，而我国森林资源采伐管制趋严，国内木片供应紧张。

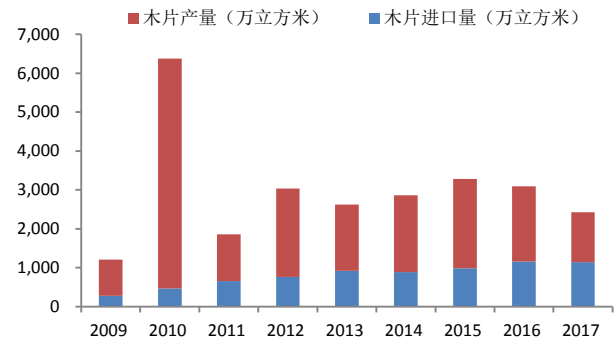
因此，木片供给进口依存度上升。2017 年，木片进口量 1140 万立方米，占总供给量约 47%。由于越南、澳大利亚等主要木片出口国林业政策趋严，新种植浆材将减少，结合种植年限与轮伐等因素，供应国开始缩减木片供应以避免短期内断供。据 RISI 预测，2022 年环太平洋市场木片供给量仅 2343 万吨，较 2018 年减少 201 万吨，而需求量增长至 2599 万吨，预计出现 256 万吨供给缺口。

图15: 我国森林采伐限额收紧



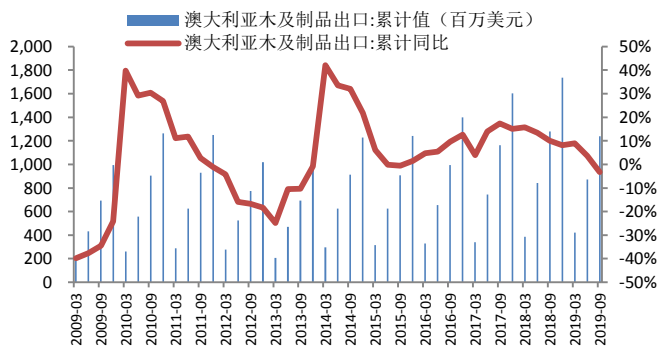
资料来源: 林业局, 新时代证券研究所

图16: 我国木片进口依存度较高



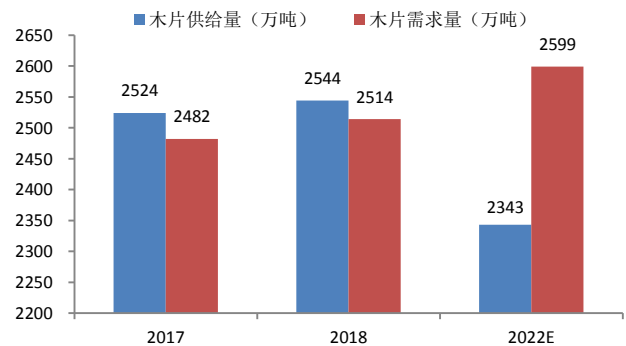
资料来源: 海关总署, 新时代证券研究所

图17: 澳大利亚木制品出口增长放缓



资料来源: wind, 新时代证券研究所

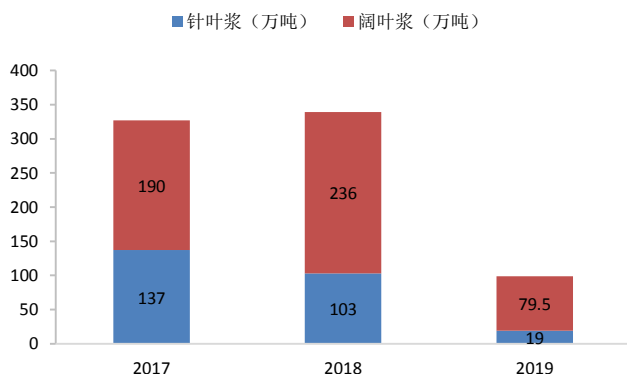
图18: 2022年预计产生木片供给缺口



资料来源: RISI, 新时代证券研究所

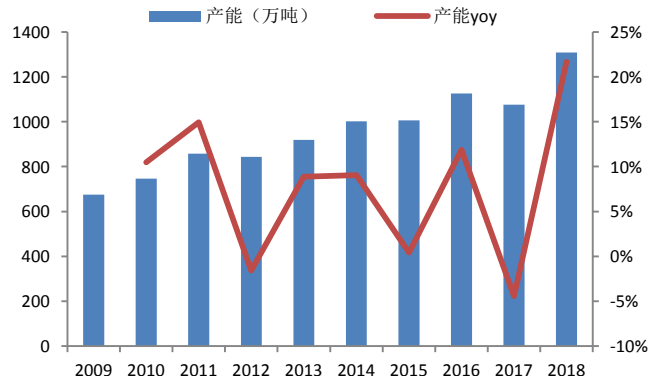
全球木浆产能投放趋缓, 国内持续增长。2018年, 全球木浆新增产能高达339万吨, 其中针叶浆与阔叶浆分别增加102.5万吨、236.5万吨, 占比30%、70%。由于前期新增产能较多, 目前产能处于过剩状态, 全球产能投放减缓。2019年, 全球新增木浆产能仅98.5万吨, 较2018年锐减240.万吨。同时, 人员变动、设备老化、生产事故、自然灾害等因素导致非计划停工停产将进一步拉低实际净增产能。相比而言, 我国木浆产能增速连年波动, 但整体保持上升趋势, 增长稳健。2018年, 国内木浆产能达1309.1万吨, 较2017年同比增长21.36%。

图19: 2019年全球新增木浆产能放缓



资料来源: 卓创资讯, 新时代证券研究所

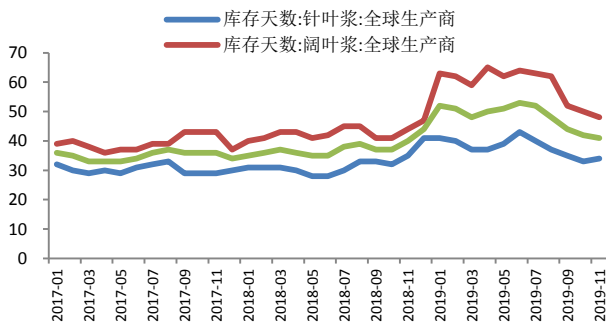
图20: 2018年中国木浆产能快速增加



资料来源: 卓创资讯, 新时代证券研究所

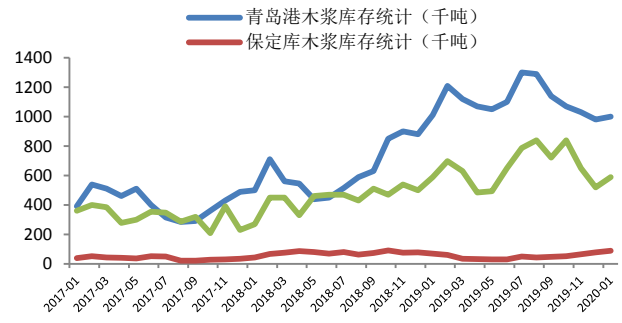
木浆库存进入下行期，浆价预计维持低位。随着产能陆续投放，且不断有新增产能开始建设，木浆供给有望增加。目前，全球木浆库存天数与国内木浆库存量已进入下行通道，跌至历史中枢附近。2020年受海内外疫情影响，经济环境不确定性强、复苏承压，纸品需求预计仍保持弱势，浆价将继续低位震荡。

图21: 全球针叶浆与阔叶浆库存天数呈下降趋势



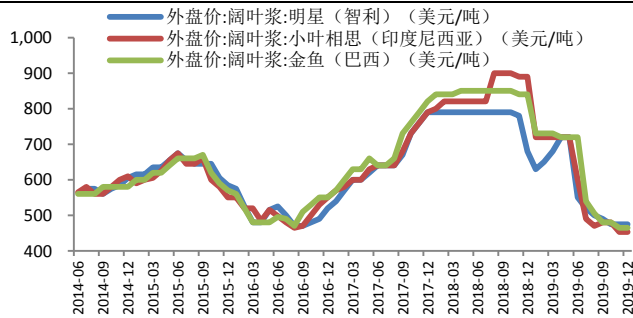
资料来源: wind, 新时代证券研究所

图22: 国内木浆库存有所下降, 处历史中部区间



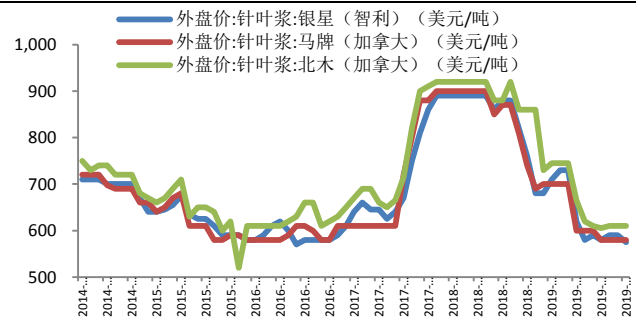
资料来源: 卓创资讯, 新时代证券研究所

图23: 外盘漂白阔叶浆价格



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图24: 外盘漂白针叶浆价格

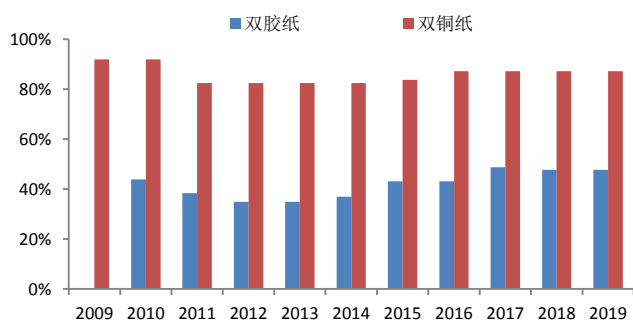


资料来源: 卓创资讯, 新时代证券研究所

2.3.2、文化纸: 格局优化, 景气度持续向好

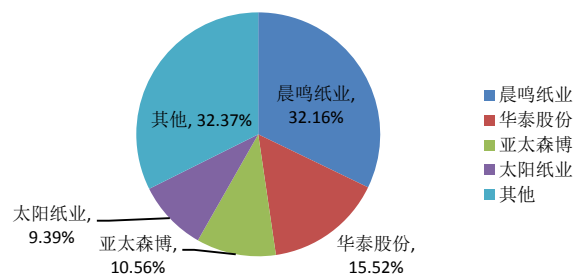
行业集中度较高, 并有望进一步提升。双铜纸 CR4 约 90%, 市场十分集中, 双胶纸 CR4 由 2012 年的 34.85% 提高至 2019 年的 47.71%, 格局持续优化。以产能口径统计, 目前双胶纸四大龙头分别为晨鸣纸业、华泰股份、亚太森博与太阳纸业, 市占率分别为 32%、16%、11%、9%; 双铜纸四大龙头企业分别为金东纸业、晨鸣纸业、太阳纸业与金海纸业, 市占率分别为 37%、18%、14%、14%。行业集中度高有利于龙头企业形成协同, 增强对产业链上游的议价能力与下游定价权。

图25: 文化纸行业集中度较高



资料来源: 卓创资讯, 新时代证券研究所

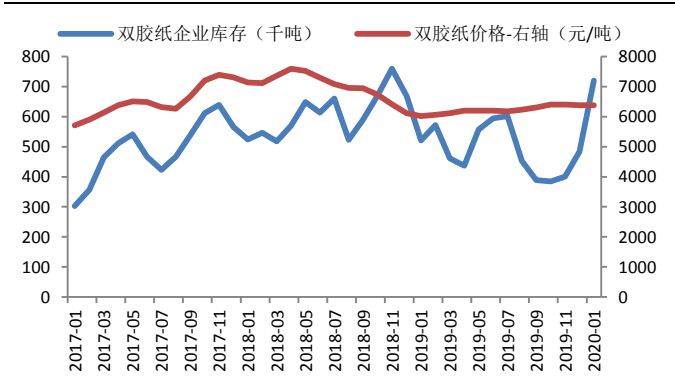
图26: 2019年双胶纸行业格局



资料来源: 卓创资讯, 新时代证券研究所

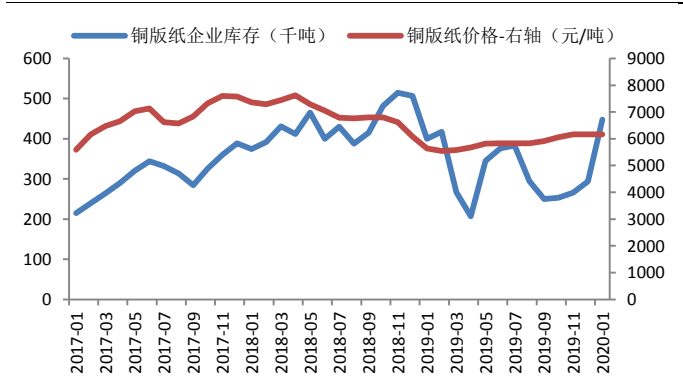
文化纸库存接近底部，价格表现稳定。2019年初，文化纸企业库存与价格持续走低，5-7月伴随企业备货需求，库存有所增加；8-9月印刷等需求进入旺季，库存下降、价格抬升。2019年末，文化纸库存已接近历史底部，但在补库预期下，文化纸价格稳定，并未随原材料木浆价格下跌而下滑。今年以来，受新冠疫情影响，出版社、教材招标等需求延后，文化纸市场整体表现清淡；而国内纸厂已基本开工，库存累积，供给端存在压力，预计价格仍以平稳为主。

图27: 双胶纸库存与价格变化



资料来源: 卓创资讯, 新时代证券研究所

图28: 铜版纸库存与价格变化



资料来源: 卓创资讯, 新时代证券研究所

2.4、废纸系: 供给承压, 需求受宏观经济扰动

2.4.1、废纸: 进口政策趋严, 国废价格高位盘整

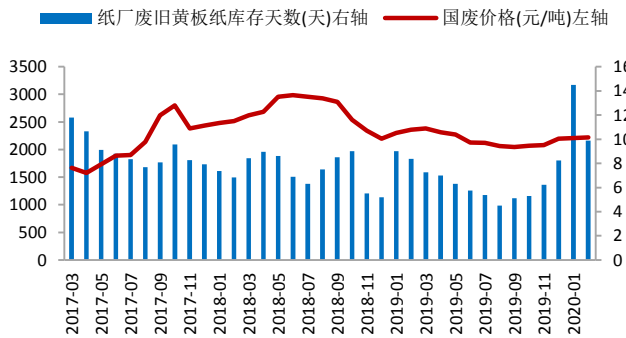
外废配额总量缩减, 并向头部企业集中。近年来, 废纸进口量持续减少, 我国要逐步实现外废进口全面清零, 预计国废占比将不断提升。此外, 在已获批外废配额的造纸企业中, 龙头占比较高, 由此带来的成本优势也更利于未来其产能扩张、进一步提升市占率, 实现强者恒强。在我国外废收紧的市场环境下, 外废价格预计难有上涨动力, 而国废由于需求增加价格预计维持高位。

表3: 历年外废额度分配

	2020年		2019年		2018年		2017年	
	第1-3批外废获批额度 (万吨)	占比	外废获批额度 (万吨)	占比	外废获批额度 (万吨)	占比	外废获批额度 (万吨)	占比
玖龙纸业	73	23%	339	32%	631	35%	847	30%
山鹰纸业	9	3%	143	13%	232	13%	256	9%
理文造纸	34	10%	147	14%	270	15%	398	14%
广州造纸	55	17%	73	7%	75	4%	62	2%
华泰纸业	57	18%	84	8%	98	5%	93	3%
联盛纸业	7	2%	34	3%	79	4%	166	6%
东莞建晖	10	3%	41	4%	71	4%	100	4%
东莞金洲	5	2%	23	2%	40	2%	55	2%
荣成环保	5	1%	22	2%	33	2%	57	2%
其他企业	67	21%	168	16%	287	16%	777	28%
合计	321	100%	1075	100%	1816	100%	2811	100%

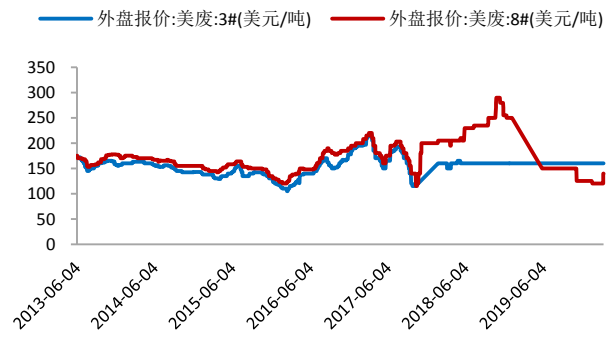
资料来源: 中国固废化学品管理, 新时代证券研究所

图29: 国废价格与库存走势



资料来源: 卓创咨询, 新时代证券研究所

图30: 美废价格并无上涨动力

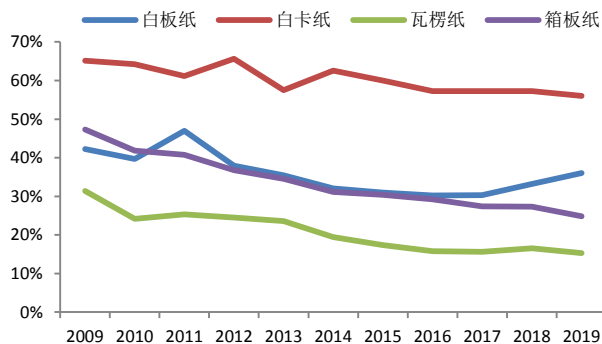


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

2.4.2、包装纸: 格局分散, 价格受供需影响波动较大

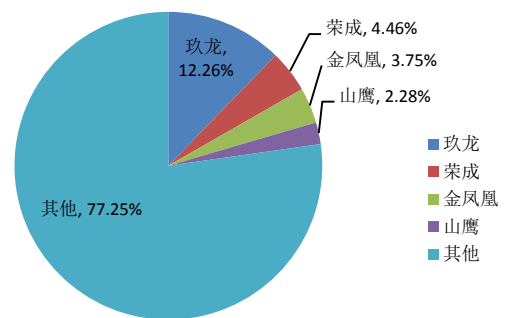
格局分散, 市场集中度差异大。近十年来, 包装纸行业CR4下降趋势明显。分纸种看, 白卡纸集中度最高, 在60%左右; 其次是白板纸、箱板纸, CR4约30%; 瓦楞纸市场最为分散, 2019年CR4已跌至15%。按产能口径, 目前瓦楞纸四大龙头企业为玖龙、金凤凰、荣成与山鹰纸业, 市占率分别为12%、4%、4%、2%; 箱板纸四大龙头企业为玖龙、理文、山鹰与景兴纸业, 市占率分别为23%、19%、9%与3%。包装纸行业将进入产能整合阶段, 市场集中度仍有很大提升空间。

图31: 近年来包装纸行业集中度持续下降



资料来源: 卓创资讯, 新时代证券研究所

图32: 2019年瓦楞纸行业格局

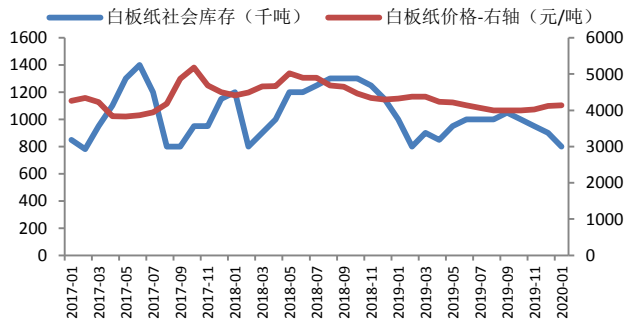


资料来源: 卓创资讯, 新时代证券研究所

2019年包装纸库存与价格走势背离, 预计后续在中高水平震荡。2019年上半年, 白板纸、箱板纸、瓦楞纸库存迅速提升至高位, 需求疲弱导致价格持续下跌。下半年起, 企业库存大幅回落至低点, 同时价格开始缓慢上行。2019年末, 包装纸库存出现止跌回升, 但价格并未随之企稳, 主要是新增产能投放导致供给增加; 而白卡纸价格与库存在此阶段均呈上升趋势。

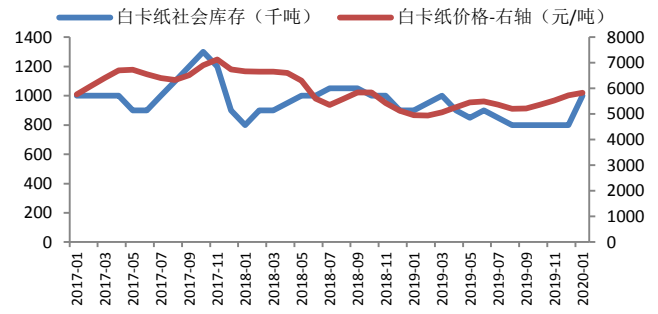
2020年以来, 受新冠疫情影响, 废纸供应出现紧缺带动包装纸价格于2月中旬开始上涨, 伴随复工与物流逐步恢复, 废纸短缺的局面得以阶段性缓解, 3月初包装纸价格开始回落。中长期来看, 成本端国废缺口较大, 预计包装纸价格仍维持在中高水平区间

图33: 白板纸库存与价格变化



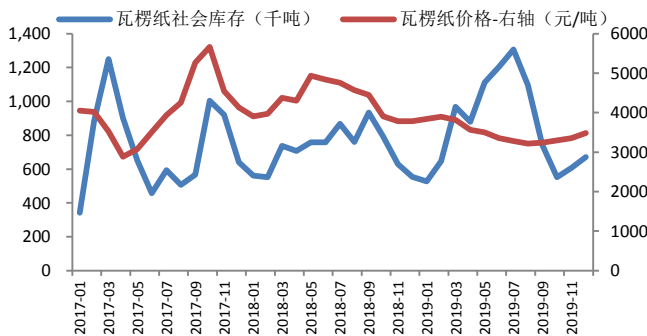
资料来源: 卓创资讯, 新时代证券研究所

图34: 白卡纸库存与价格变化



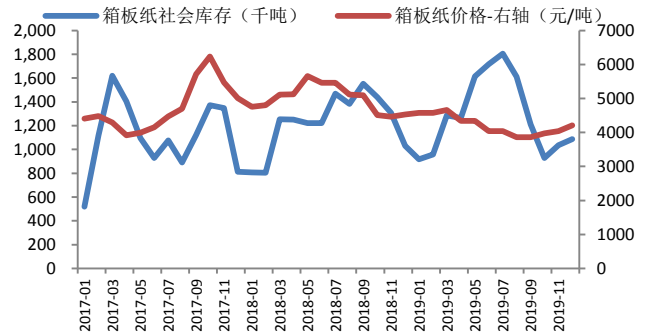
资料来源: 卓创资讯, 新时代证券研究所

图35: 瓦楞纸库存与价格变化



资料来源: 卓创资讯, 新时代证券研究所

图36: 箱板纸库存与价格变化



资料来源: 卓创资讯, 新时代证券研究所

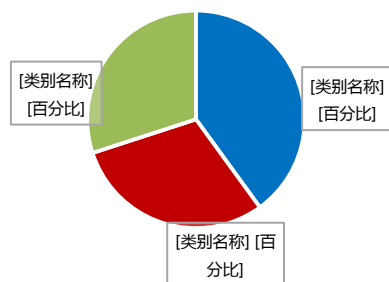
3、公司核心竞争力分析

3.1、产品结构多样化, 抗风险能力增强

3.1.1、文化纸龙头地位稳固, 新材料与快消品贡献增量收入

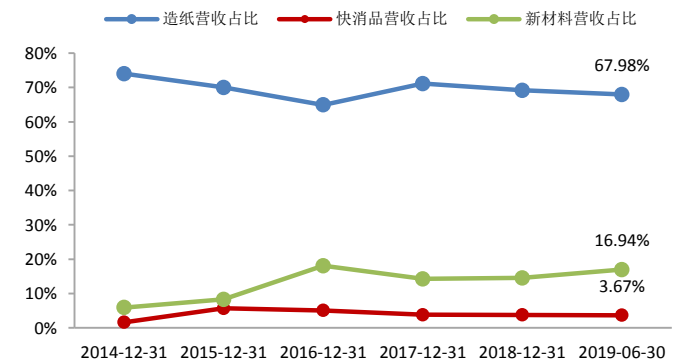
公司为分散单一造纸周期波动风险, 于2012年提出“四三三”发展战略, 即造纸产品占40%、生物质新材料(溶解浆、绒毛浆、木糖等)占30%、快速消费品(生活用纸、纸尿裤、卫生巾等)占30%的业务格局。截至2019Q2, 三者营收占比分别为67.98%、16.94%、3.67%, 造纸对营收贡献比重依旧最大, 但新材料、快消品收入规模逐年扩大。

图37: 公司“四三三”发展战略平滑单一业务风险



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图38: 新材料、快消品营收占比稳中有增



资料来源: 公司财报, 新时代证券研究所

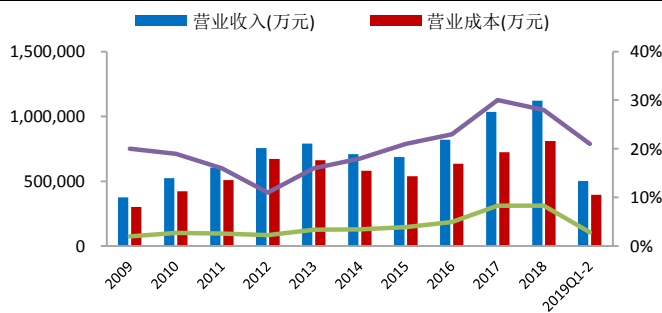
公司稳居文化纸龙头地位，并不断创新研发多元化产品。文化纸是公司营收主要来源，旗下品牌“金太阳”、等口碑良好，市占率较高 14% 左右。但公司未停止研发投入，准确把握市场脉搏，在文化纸基础上开发静电复印纸、轻型纸、无荧光单铜、高松厚度纯质纸等高附加值、具有竞争力的新产品。

表4: 历年公司投资项目与产能情况

时间	项目概况	涉及产品	产能
2007 年	21 号生产线试车成功，铜版纸产量提升	铜版纸	40 万吨
2009 年	引入高端特种纸纸机，比国内同等已运转的纸机节省投资 50% 以上		
2010 年	23 号文化纸机试产，开发新品种	高档双胶纸、静电复印纸、轻型纸	
2011 年	24 号纸机正式投产，打入国际低定量的涂布纸市场	高松厚度纯质纸	30 万吨
2013 年	技术研发，开发具有竞争力的新产品	无荧光单铜、高强热敏原纸、离型原纸、吸水纸、激光雕纹纸	
2014 年	30 万吨轻型纸改扩建项、3520 纸机淋膜原纸改造项目和 1880 纸机特种纸改造项目	轻型纸	30 万吨
2018 年	本部 20 万吨高档特种纸项目	高档特种纸	20 万吨
2019 年	45 万吨特色文化用纸项目	高端文化用纸	45 万吨

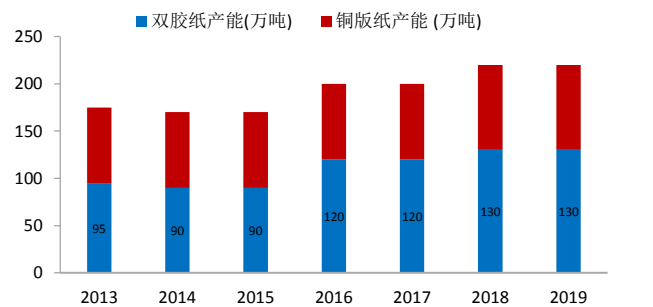
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图39: 公司历年文化纸类产品收入



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

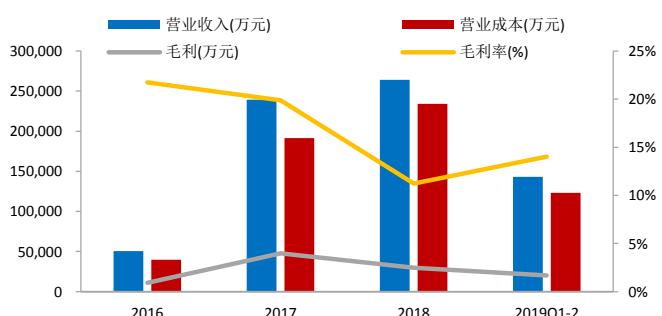
图40: 铜版纸与双胶纸产能情况



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

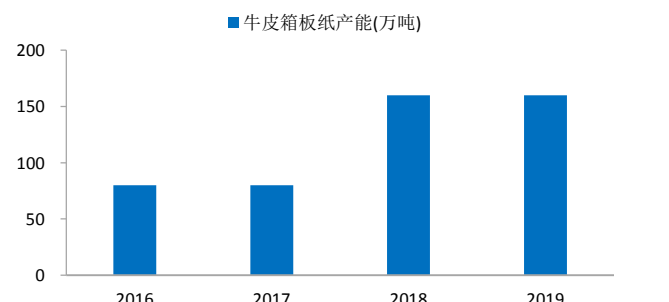
受线上购物高速发展和消费结构升级影响，近年来包装纸下游需求持续向好，公司为拓宽产品矩阵，于 2013 年建设邹城市造纸产业园，完善 50 万吨低克重牛皮箱板纸项目的配套设施，并在 2016 年下半年投产。2017 年再次扩大包装纸布局，推进邹城 80 万吨高档板纸改建及配套工程项目建设，并于 2018 年下半年投产，包装纸总产能在 2018 年达 160 万吨。2019 年上半年，公司牛皮箱板纸营收 14.32 亿元，占比 13.40%；瓦楞纸营收 4.55 亿元，占比 4.26%，业务规模均不断扩大。

图41: 公司包装纸毛利率有所提升



资料来源：公司年报，新时代证券研究所

图42: 公司包装纸产能逐渐增加



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

公司最先开发溶解浆等生物材料，产量全国第一。全球及国内棉花种植面积下降导致棉花供给不足，价格大幅上扬，棉花替代品一粘胶纤维需求快速增长，带动原材料溶解木浆需求增加。2010 年公司将现有化学浆线进行适当的技术升级改造生产高质量溶解浆。2015 年 4 月，邹城 35 万吨溶解浆项目启动，并于 2016 年 4 月全面达产。至此，公司成为中国最大、世界第三的溶解浆供应商。2018 年 6 月，老挝 30 万吨溶解浆(可转为化学浆)项目建成投产，公司溶解浆总产能达 80 万吨。

表5: 公司生物材料领域主要项目布局

时间	项目内容
2010 年	公司审时度势，决定将公司现有化学浆线进行适当的技术升级改造，生产高质量的溶解浆
2011 年 10 月	化学浆技改转产溶解浆项目投产
2012 年 8 月	出资人民币 3000 万元，设立了全资子公司山东圣浩生物科技有限公司，成功掌握了利用制浆过程中产生的水解液提取物生产新型木糖、木糖醇的技术，年产 10000 吨木糖醇项目进展顺利
2015 年 11 月	拟在美国阿肯色州建立 70 万吨生物质精炼项目
2016 年 4 月	邹城年产 35 万吨天然纤维素项目的全面达产，公司成为中国最大、世界第三的溶解浆供应商
2018 年 6 月	老挝 30 万吨溶解浆(可转为化学浆)项目建成投产

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

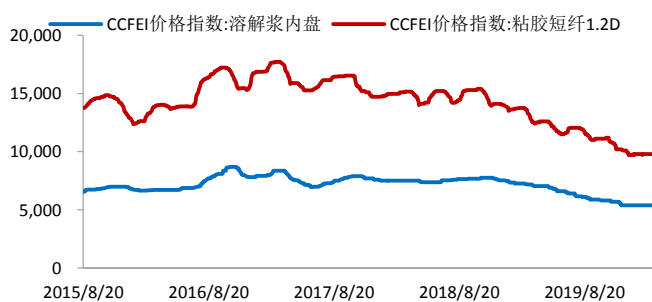
溶解浆价格与下游粘胶短纤价格关联性大，2017 年起二者相继出现大幅下跌，主要是由于环保力度加大，棉浆生产减少，国内生产粘胶短纤的企业数量减少，价格承压。截至 2018 年，我国粘胶短纤产能近 500 万吨/年，而溶解浆产能仅 130 万吨/年，进口量约 280 万吨，存在 100 万吨左右的缺口。此外，溶解浆原材料木片成本逐年提升，公司作为提前海外布局“林浆纸一体化”的企业，具有先发优势。

表6: 国内溶解浆主要产能

企业	所在地	产能(万吨)
延边石观双鹿实业有限责任公司	吉林延边	10
福建青山纸业股份有限公司	福建青州	9.6
山东太阳纸业股份有限公司(新厂)	山东邹城	20
山东太阳纸业股份有限公司(旧厂)	山东兖州	30
湖南骏泰浆纸有限责任公司	湖南怀化	30
安徽华泰林浆纸股份有限公司	安徽安庆	10
亚太森博(山东)浆纸有限公司	山东日照	20.5
山东太阳纸业股份有限公司	老挝	30
湖北黄冈晨鸣纸业	湖北黄冈	30

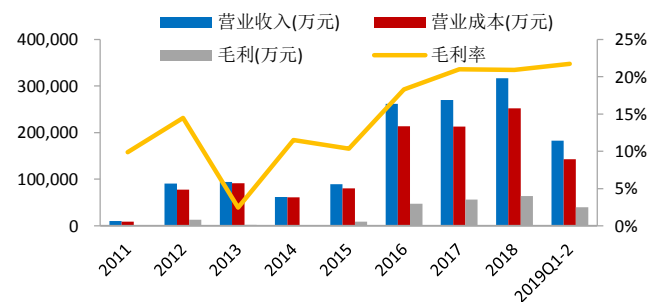
资料来源：中国造纸年鉴，新时代证券研究院

图43: 粘胶短纤、溶解浆价格 17 年起大幅下跌



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图44: 公司溶解浆盈利能力增强



资料来源：公司财报，新时代证券研究所

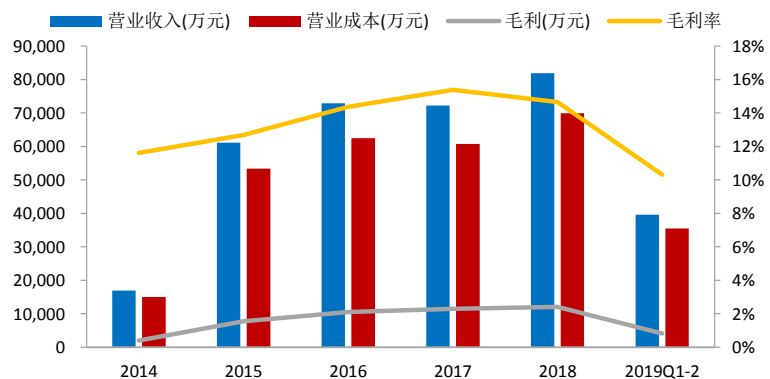
2013年2月,公司进军生活用纸市场,投资4.5亿元建设第一期6万吨生产线;2015年生活用纸产能达到12万吨。2017年,公司不断完善三大产品线,高端“悦木原”无添加系列、中端无添加系列、基础产品韧滑系列,打造品牌梯度;同时线上销售占比渐次提升。生活用纸作为快消品抗周期波动性较强,公司积极拓展该领域将平滑单一造纸业务带来的潜在风险,中长期有助于穿越周期。

图45: 公司生活用纸发展曲线与代表品牌



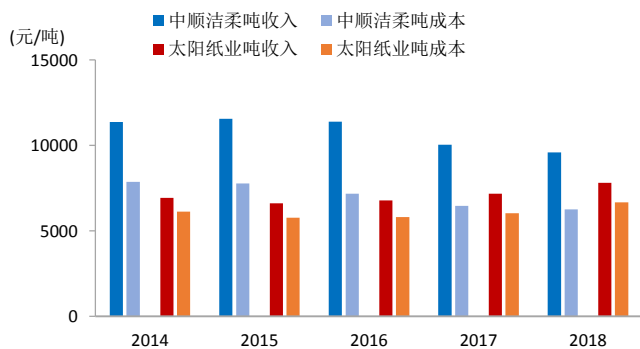
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图46: 公司生活用纸收入规模不断增长,但毛利率偏低



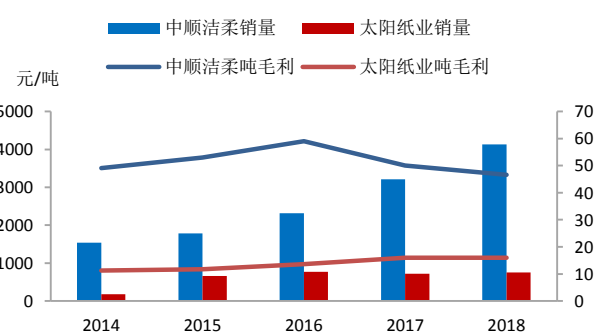
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图47: 公司生活用纸吨营收与龙头公司对比



资料来源: 公司财报, 新时代证券研究所

图48: 公司生活用纸销售情况与龙头对比

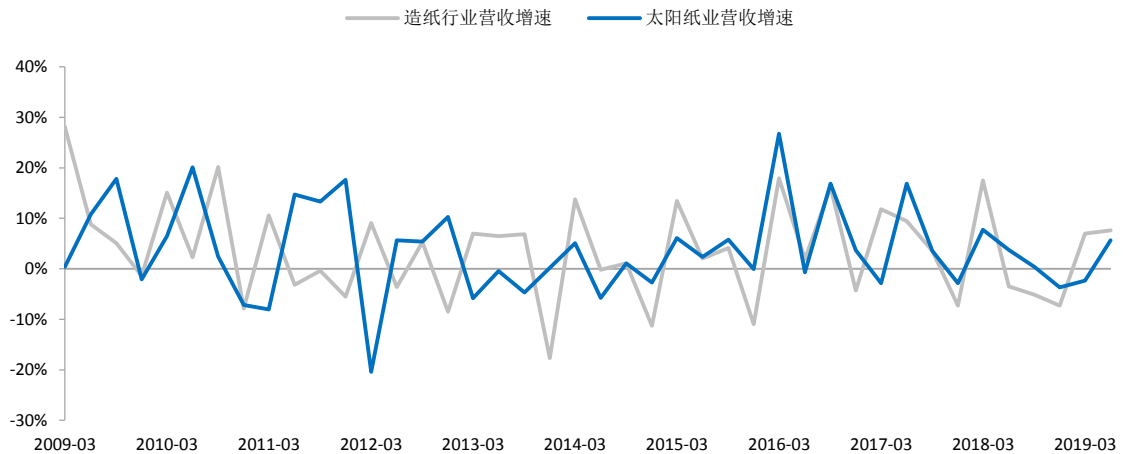


资料来源: 公司财报, 新时代证券研究所

3.1.2、业务布局已见成效，抗周期性显现

公司自 2015 年“四三三”布局初见成效后，营收整体高于行业平均，抗周期性增强。公司传统非涂布文化用纸业务主要包括双胶纸和书写纸等，主要用于书刊印刷、办公等用途，该纸种具有较强的抗周期性。在传统业务基础上，2015 年起 50 万吨低克重牛皮箱板纸项目投产、生活用纸产品线逐步丰富、溶解浆市占率相继提高，公司抗周期能力逐步增强，盈利能力高于行业平均。预计老挝、广西项目产能释放后叠加产品矩阵多元化，行业龙头地位将更加稳固。

图49： 2015年后公司营收增速逐步强于造纸行业平均增速

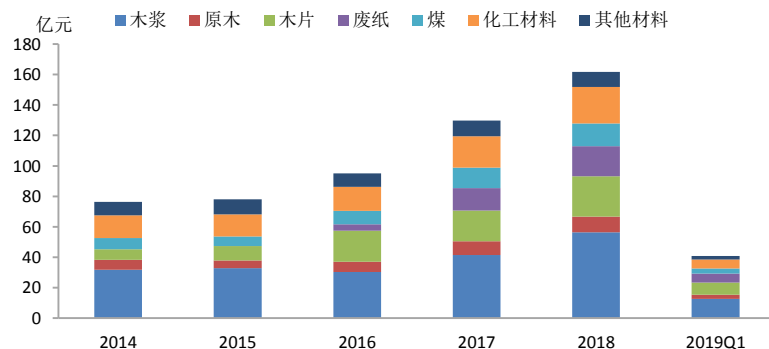


资料来源：Wind，新时代证券研究所

3.2、成本优势突出，助力穿越周期

原材料是造纸行业的主要成本，公司以文化纸为主要业务，2018 年文化纸原材料木浆、木片采购金额占比超过 50%，控制原材料成本是盈利增长主要突破口。从文化纸来看，向上游延伸、提升制浆能力是控制原材料成本的关键；从包装纸来看，采用半化学浆、木屑浆等替代固废是降低成本的主要途径之一。

图50： 原材料采购金额逐步提升



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

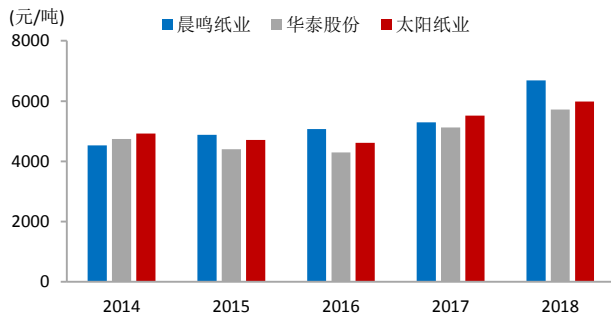
3.2.1、向上游制浆延伸，提升纸浆自给率

公司不断推进“林浆纸一体化”进程，纸浆自给率提升有助于降低成本。成品纸生产成本中约 80% 来自于原材料，文化纸原材料木片供给在逐年收缩，制浆造纸企业以多种形式建设丰产原料林基地，并将造林、营林、采伐、制浆与造纸结合起来，

实施林浆纸一体化，形成“以纸养林、以林促纸”的循环产业链。

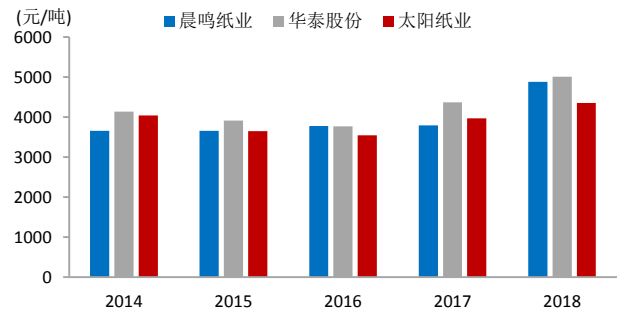
为缓解原材料上涨压力，公司从 2007 年开始向上游制浆产业布局，提升木浆自给率。公司领先全行业最早在海外布局“林浆一体化”，2008 年公司在老挝一期造林超 100 万公顷；二期在沙湾那吉省建设了 1200 亩速生林；2018 年 30 万吨化学浆项目竣工达产；截至 2018 年底，公司机械产能达 160 万吨。

图51: 主要企业文化纸吨收入对比



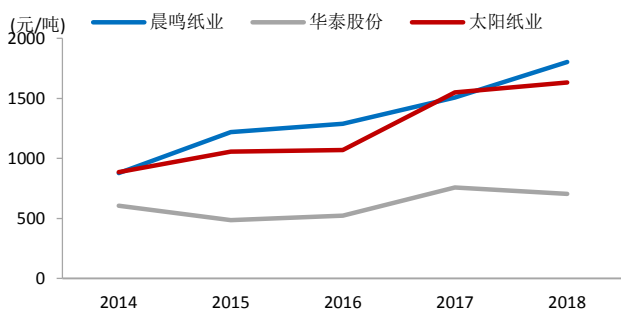
资料来源: 公司财报, 新时代证券研究所

图52: 主要企业文化纸吨成本对比



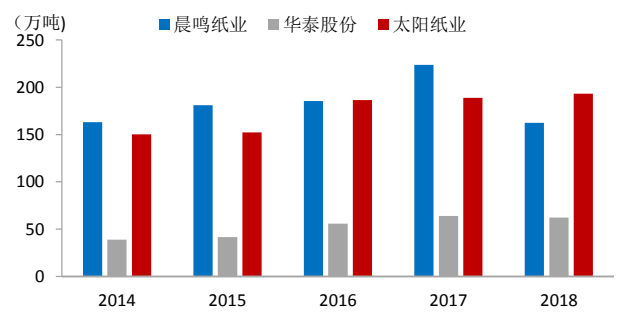
资料来源: 公司财报, 新时代证券研究所

图53: 主要企业文化纸吨毛利对比



资料来源: 公司财报, 新时代证券研究所

图54: 主要企业文化纸销量对比



资料来源: 公司财报, 新时代证券研究所

从自制浆产能来看，公司逐步提升，成本优势明显。公司在 2007 年收购苏北、皖东北和鲁西南周边地区大量木材加工厂生产废弃的边角余料自制浆 10 万吨；2018 年老挝 30 万吨化学浆项目投产后，公司浆产能达到 120 万吨。2018 年化学浆、化机浆产销率在 50% 左右，剩下 50% 为自给纸浆。

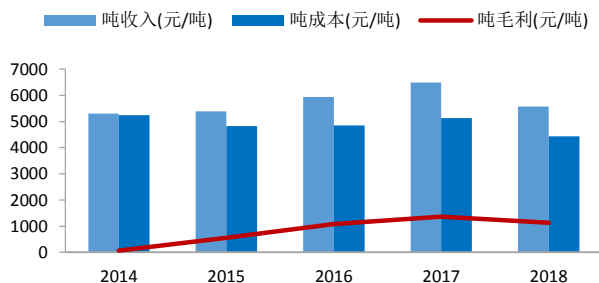
表7: 公司浆产能逐步提升

时间	项目概况	历年浆产能提升至
2007 年	收购苏北、皖东北和鲁西南周边地区大量木材加工厂生产废弃的边角余料生产自制浆 10 万吨	10 万吨
2008 年 1 月	投产控股子公司兖州合利纸业有限公司新上年产 10 万吨 APMP 浆生产线	20 万吨
2009 年 5 月	子公司永悦纸业化机浆二期生产线成功试产，还实施了化学浆生产线技改及碱回收工程，自制浆生产能力进一步加强	60 万吨
2010 年 4 月	淘汰存续 20 多年的麦草浆生产线	
2011 年 8 月	兖州合利纸业有限公司化学机械浆技术改造项目投产，增产 10-12 万吨	70 万吨
2013 年	研发 FSC 化机浆	
2018 年 4 月	老挝 30 万吨化学浆项目（可转为溶解浆）	120 万吨

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

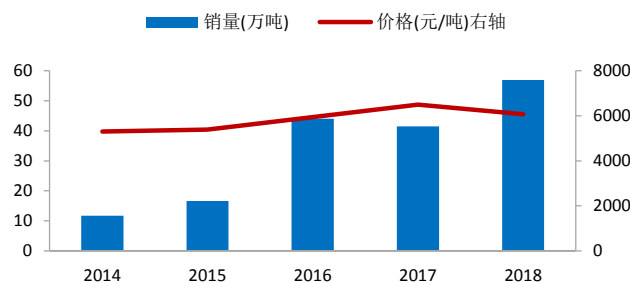
此外，2018 年溶解浆价格回落，公司吨营收下滑导致吨毛利下降到 1129.27 元/吨。但随着老挝 30 万吨溶解浆产能释放，公司 2018 年吨成本下降。由于国内溶解浆整体产能不足，价格下降只是短期现象，供小于求使溶解浆长期价格具有稳定支撑，公司作为国内最大的溶解浆供应商，成本优势显著。

图55: 公司溶解浆吨营收



资料来源: 公司财报, 新时代证券研究所

图56: 公司溶解浆销售情况

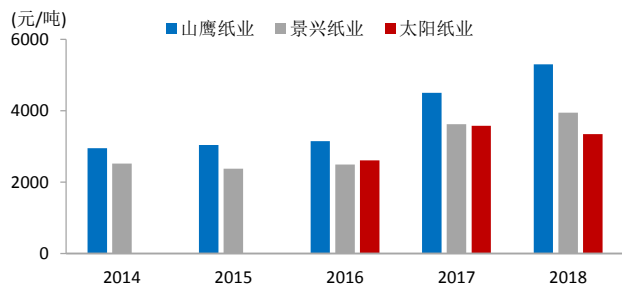


资料来源: 公司财报, 新时代证券研究所

3.2.2、固废替代品充足，满足原材料供给

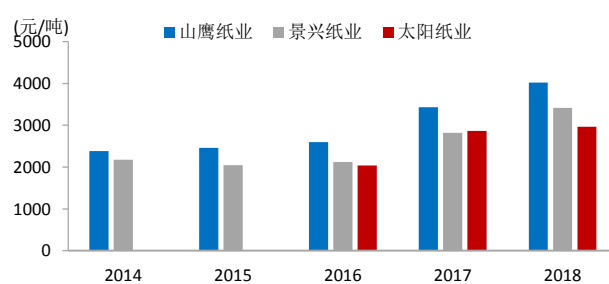
公司由于进入包装纸领域较晚，并未获得外废配额，这使其提早布局废纸替代品。目前，公司包装纸产能总计 160 万吨，包括邹城低克重牛皮箱板纸项目、80 万吨高档牛皮箱板纸项目；待老挝 80 万吨成品牛皮箱板纸顺利投产后，包装纸产能有望达到 240 万吨。此外，有 110 万吨原材料相配套，包括 10 万吨木屑浆、40 万吨半化学浆生产线、20 万吨本色高得率生物质纤维和老挝即将投产的 40 万吨再生纤维浆板生产线，预计自给率超过 50%。自 2018 年包装纸原材料产能释放后，吨成本明显回落，预计未来成本优势将进一步凸显。

图57: 主要企业包装纸吨收入对比



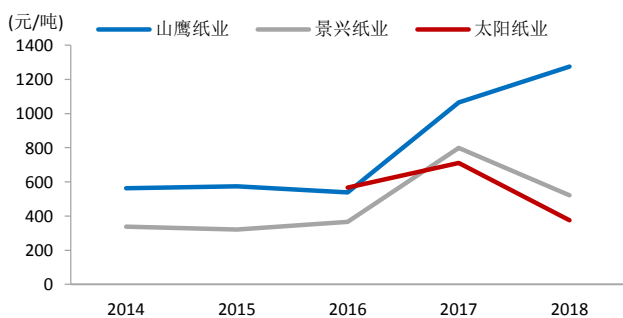
资料来源: 公司财报, 新时代证券研究所

图58: 主要企业包装纸吨成本对比



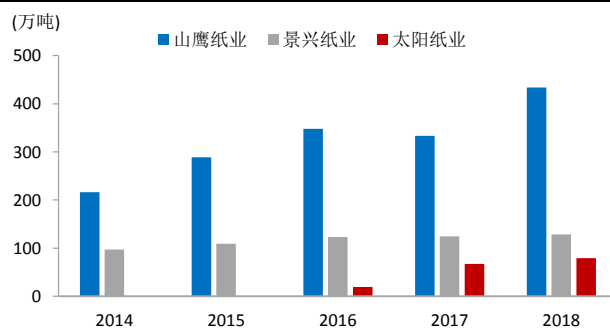
资料来源: 公司财报, 新时代证券研究所

图59: 主要企业包装纸吨毛利对比



资料来源: 公司财报, 新时代证券研究所

图60: 主要企业包装纸销量对比



资料来源: 公司财报, 新时代证券研究所

表8: 公司包装纸及原材料产能

时间	包装纸项目	产能(万吨)
2016年	邹城低克重牛皮箱板纸项目	80
2018年	邹城80万吨高档牛皮箱板纸项目	80
预计2021年投产	老挝80万吨成品牛皮箱板纸项目	80
合计		240
时间	包装纸原材料项目	产能(万吨)
2019年	10万吨木屑浆生产线	10
2019年	40万吨半化学浆生产线	40
2019年	20万吨本色高得率生物质纤维项目	20
预计2021年投产	老挝40万吨再生纤维浆板生产线	40
合计		110

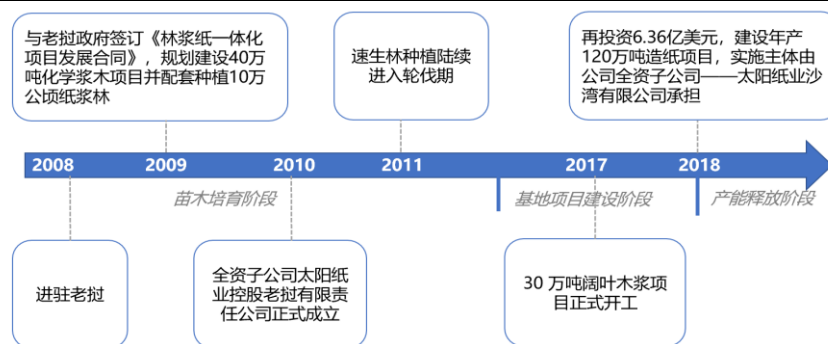
资料来源:公司公告,新时代证券研究所

3.3、林浆纸一体化,中长期持续巩固成本优势

3.3.1、老挝“林浆纸一体化”项目

公司是业内最早布局海外“林浆一体化”的企业,老挝项目始于2008年,时间与资金投入多,很难被轻易复制。低成本获取木浆是造纸企业提高竞争力的重要保障,公司一方面积极运作兖州本地及周边地区的纸浆林,另一方面在老挝实施了“林浆纸一体化”项目,并配套建设越南码头项目,主要定位服务于老挝项目,满足产品和原材料运输需求。

老挝的区位优势: 1) 老挝地处东南亚热带地区,气候适宜,拥有丰富的林木资源,森林面积约900万公顷,森林覆盖率达42%,林木收购成本低,能节约制浆的原材料成本; 2) 林木种植成本远低于国内,老挝当地劳动力成本也比较低; 3) 政府非常支持公司的投资项目,给予优惠政策; 4) 距离越南日照港码头近,便于直接将浆纸成品运回国内; 5) 社会治安稳定,民风淳朴。

图61: 老挝“林浆纸一体化”项目重要时间节点

资料来源:公司年报,新时代证券研究所整理

表9: 老挝“林浆纸一体化”项目建设具体过程

阶段	时间	项目概况
苗木培育阶段	2008年	设立老挝办事处，投资300万美元设立太阳老挝有限公司
	2008年	加快公司在老挝的原料林和浆纸基地的建设，一期造林10万公顷（含百姓合作林7万公顷）
	2009年1月	老挝纸浆林苗木培育基地建成并投入使用，年育苗能力近期达2000万株
	2009年6月	老挝沙湾那吉省1200亩的相思、桉树速生林示范基地完成
	2009年10月	成立了越南太阳控股有限公司，注册资本300万美元，成为连接老挝和兖州本部的枢纽和老挝项目的物流中心
	2012年	30万吨化学浆项目的前期准备工作在2012年度已基本完成；由于老挝的速生林规模尚不能满足浆厂持续生产的需要，加之市场、政策等因素影响，老挝制浆项目投产日期将延后
	2013年	苗木培育技术取得了重大突破，5年速生林地每公顷出材量较预计多出40多方，达到120多方
基地项目建设阶段	2016年	30万吨化学浆项目启动
	2017年5月	发行可转债为老挝30万吨溶解浆项目募集资金12亿元
产能释放阶段	2018年6月	30万吨化学浆项目达产 ；120万吨造纸项目启动，逐步建成200余万吨的造纸新材料产业园
	2018年7月	向老挝公司增资6.4亿美元，用于建设 120万吨纸浆项目
	2019年4月	收购老挝沙湾公司，变更120万吨浆纸项目实施主体变为沙湾公司，享受税收优惠
	2019年5月	40万吨废纸浆投产
	2021年	80万吨包装纸项目投产

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

林浆纸全产业链产能释放后，持续稳固公司原材料成本优势。2018年6月老挝30万吨化学浆项目达产，可按需求转换生产溶解浆；2018年7月老挝120万吨造纸项目启动，包括40万吨再生纤维浆板和80万吨成品牛皮箱板纸，预计2021年投产；公司目标将老挝“林浆纸一体化”项目打造成年产超过200万吨的造纸新材料产业园。

3.3.2、广西北海“林浆纸一体化”项目

2019年7月12日，公司在广西北海市铁山港区全资设立广西太阳纸业有限公司，拟建设年产350万吨的“林浆纸一体化”项目，项目分为两期，一期合计100万吨浆与105万吨纸产能，二期合计40万吨浆与105万吨纸产能。

广西森林年生长量与木材年产量位列全国第一，尽管直线距离与老挝和越南距离稍远，但仍然是广西重要的港口城市，公司便于将已列入布局范围的越南日照港口与北海相连，扩大南方市场，进一步提高市占率。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，凭借老挝项目的经验优势，公司有望进一步享受成本优势带来的成长空间。

图62: 广西北海区位优势



资料来源: 百度图片, 新时代证券研究所

4、投资逻辑与盈利预测

4.1、关键假设及盈利预测

我们对公司主营业务进行拆分与盈利预测, 基于以下核心假设:

- 1) 公司文化纸业务 2019-2021 年收入增速分别为 4.10%、10.20%、15.20%;
- 2) 公司溶解浆与牛皮箱板纸业务持续稳定增长, 2019-2021 年收入增速分别为 15%、15%、15%与 10%、10%、10%;
- 3) 公司项目与开拓力度保持稳健, 销售费用小幅上涨;
- 4) 公司整体毛利率维持平稳, 2019-2021 年分别为 24.00%、23.55%、23.30%;

预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 226.61/249.72/287.68 亿元, 增速分别为 4.10%、10.20%、15.20%; 净利润分比为 21.90/24.31/29.15 亿元, 增速分别为 -2.1%、11.0%、19.9%。

表10: 业务拆分与盈利预测

百万元	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	14,455.49	18,894.29	21,768.40	22660.90	24972.31	28768.11
yoy(%)	33.54	30.71	15.21	4.10	10.20	15.20
营业成本	11,287.39	13,975.70	16,663.31	17222.29	19091.33	22065.14
yoy(%)	32.82	22.52	19.74	3.35	10.85	15.58
毛利	3,168.10	4,918.59	5,105.09	5438.62	5880.98	6702.97
毛利率(%)	21.92	26.03	23.45	24.00	23.55	23.30
文化纸						
收入	5,260.69	5,899.15	7,206.65	7502.12	8267.34	9523.97
yoy(%)	43.95	12.14	22.16	4.10	10.20	15.20
成本	4,041.13	4,244.10	5,240.12	5415.90	6003.66	6938.84
yoy(%)	42.60	5.02	23.47	3.35	10.85	15.58
毛利	1,219.56	1,655.05	1,966.53	2086.22	2263.68	2585.14
毛利率(%)	23.18	28.06	27.29	27.81	27.38	27.14
溶解浆						

收入	2,614.13	2,696.09	3,166.45	3641.42	4187.63	4815.77
yoy(%)	191.60	3.14	17.45	15.00	15.00	15.00
成本	2,136.52	2,130.03	2,523.89	2608.55	2891.65	3342.07
yoy(%)	165.86	-0.30	18.49	3.35	10.85	15.58
毛利	477.60	566.06	642.55	1032.86	1295.98	1473.70
毛利率(%)	18.27	21.00	20.29	28.36	30.95	30.60
铜版纸						
收入	2,947.69	4,450.65	3,994.80	4158.59	4582.76	5279.34
yoy(%)	-8.23	50.99	-10.24	4.10	10.20	15.20
成本	2,313.35	2,997.07	2,857.78	2953.65	3274.19	3784.20
yoy(%)	-9.69	29.56	-4.65	3.35	10.85	15.58
毛利	634.34	1,453.58	1,137.02	1204.94	1308.57	1495.14
毛利率(%)	21.52	32.66	28.46	28.97	28.55	28.32
牛皮箱板纸						
收入	506.27	2,391.68	2,640.21	2904.23	3194.65	3514.12
yoy(%)	/	372.41	10.39	10.00	10.00	10.00
成本	396.24	1,916.03	2,343.36	2577.70	2835.47	3119.01
yoy(%)	/	383.55	22.30	10.00	10.00	10.00
毛利	110.04	475.66	296.85	326.54	359.19	395.11
毛利率(%)	21.73	19.89	11.24	11.24	11.24	11.24
化学机械浆						
收入	950.96	1,186.85	1,568.02	1632.31	1798.80	2072.22
yoy(%)	17.43	24.81	32.10	4.10	10.20	15.20
成本	739.34	936.78	1,160.76	1199.70	1329.90	1537.05
yoy(%)	30.11	26.70	23.91	3.35	10.85	15.58
毛利	211.62	250.08	407.27	432.61	468.91	535.17
毛利率(%)	22.25	21.07	25.97	26.50	26.07	25.83
瓦楞纸						
收入	/	/	338.03	405.64	478.65	555.23
yoy(%)	/	/	/	20.00	18.00	16.00
成本	/	/	303.84	349.42	401.83	462.10
yoy(%)	/	/	/	15.00	15.00	15.00
毛利	/	/	34.19	56.22	76.82	93.13
毛利率(%)	/	/	10.11	13.86	16.05	16.77
原纸						
收入	675.56	695.70	881.35	1039.99	1227.19	1411.27
yoy(%)	-4.98	2.98	26.69	18.00	18.00	15.00
成本	547.26	524.23	650.47	748.04	882.69	1041.57
yoy(%)	-5.97	-4.21	24.08	15.00	18.00	18.00
毛利	128.30	171.47	230.88	291.95	344.50	369.70
毛利率(%)	18.99	24.65	26.20	28.07	28.07	26.20
生活用纸						
收入	729.14	722.12	819.19	852.78	939.76	1082.60
yoy(%)	19.24	-0.96	13.44	4.10	10.20	15.20
成本	624.35	607.09	699.08	722.53	800.94	925.70

yoy(%)	16.94	-2.76	15.15	3.35	10.85	15.58
毛利	104.79	115.03	120.11	130.25	138.82	156.90
毛利率(%)	14.37	15.93	14.66	15.27	14.77	14.49

资料来源：wind，新时代证券研究所

4.2、核心投资逻辑

我们认为，公司作为林浆纸一体化的先行者与行业龙头，中长期投资逻辑和看点有如下几个方面：

1、多元化浆纸，助力穿越周期：公司秉承“四三三”发展战略，一方面在造纸主业的基础上相继拓展生物新材料、快消品业务；另一方面，作为文化纸龙头，开始布局包装纸领域，横向拓宽多元化产品矩阵，有助于降低由单一品类带来的周期波动风险。2020-2021年，公司预期将迎来投产窗口期，伴随本部45万吨文化纸、老挝80万吨高档包装纸与广西350万吨林浆纸一体化一期项目投产，产品结构将更加优化，产能持续释放有望进一步增厚业绩。

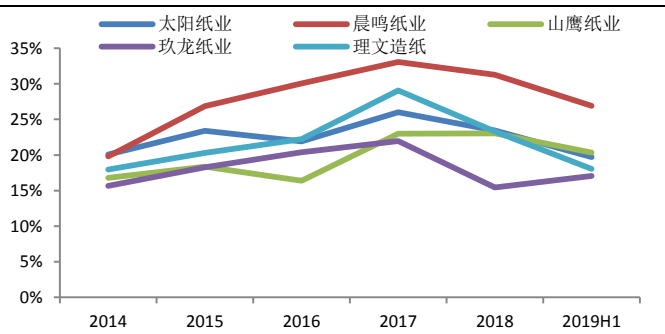
2、原材料自给率高，成本优势突出：文化纸方面，公司以化学浆、部分化机浆（溶解浆）配套原料为主，提升自己率。2018年公司机械浆产能80万吨、30万吨溶解浆，广西北海350万吨林浆纸一体化项目有望带动自给率持续提升，低成本投入将进一步夯实公司的成本优势。包装纸方面，涉足时间虽然较短，但正是因为未能享有外废配额而激发公司通过自主研发新型半化学浆材料替代固废。另一方面，公司在老挝布局纸浆厂，用废纸浆替代固废，成本端优势显现，毛利率有提升空间。

3、库存周期底部叠加木浆价格低位，公司具有盈利弹性：目前造纸行业处于历史库存周期底部，受外废进口逐步清零下废纸原材料稀缺，固废价格中长期预计仍在较高水平，催生包装纸价格向上。公司在包装纸原材料上自给率较高，且木浆价格预计低位震荡；文化纸景气度延续，成本优势下预计公司具有较强的业绩弹性。

5、财务分析：多元布局毛利率稳中有升，偿债能力持续优化

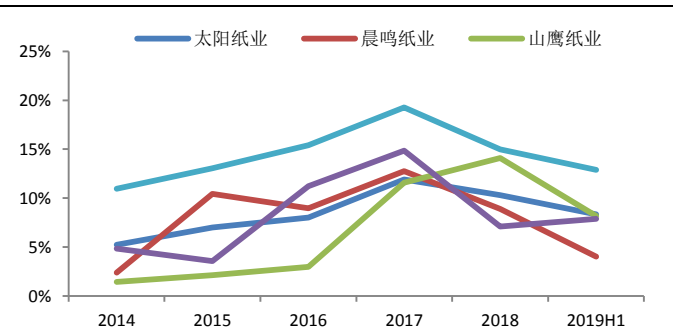
公司毛利率水平中等偏上，多元布局盈利能力稳中有升。近年来，公司毛利率、净利率分别稳定在20%-25%、5%-10%左右，并呈缓慢增长趋势。与造纸行业其它公司相比，盈利能力处于较好水平。我们判断，公司在“四三三”战略下，产品品类不断扩张，除主营的文化纸以外，还拓展了包装纸、快消品与新材料市场，多元化发展一定程度上会抵消单一品类随供需周期波动的影响；同时，公司积极推动林浆纸一体化项目，有助于提升原材料自给率，成本控制能力更强助推毛利率提升。

图63：可比公司毛利率对比



资料来源：wind，新时代证券研究所

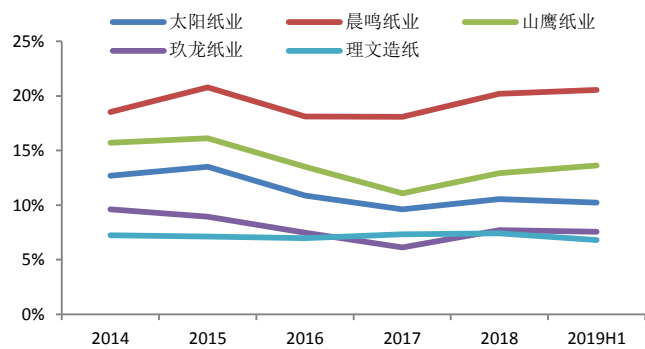
图64：可比公司净利率对比



资料来源：wind，新时代证券研究所

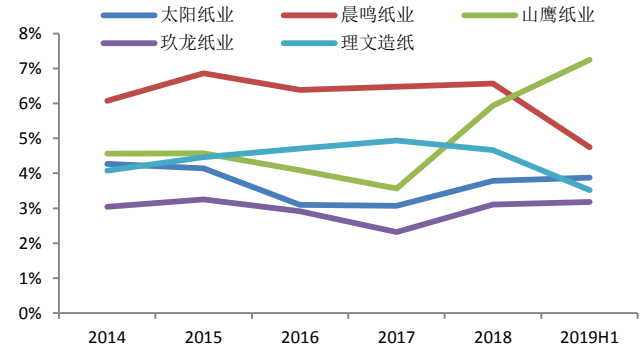
受财务费用率驱动，公司期间费用率下降。公司期间费用率在 10%-15% 之间，处于行业中等水平，显著低于晨鸣纸业与山鹰纸业，但高于玖龙纸业与理文造纸。公司管理费用率在 2014-2017 年间下降约 1%，总体稳定在 4% 左右；销售费用率在 2014-2016 年间小幅上升后回落，目前在 3.5% 左右持平；2019 年上半年财务费用率由 5.15% 降至 2.81%，这主要是公司 2016 年 3 月发行的 10 亿元公司债券（第一期）已于 2019 年 4 月 1 日完成本息兑付，债务的减少部分缓解了公司财务支出的压力。

图65: 可比公司期间费用率对比



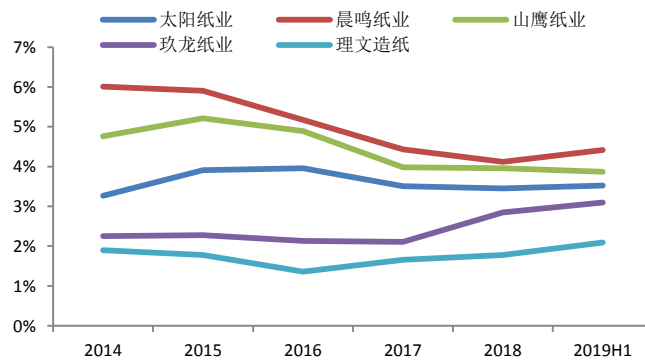
资料来源: wind, 新时代证券研究所

图66: 可比公司管理费用率对比



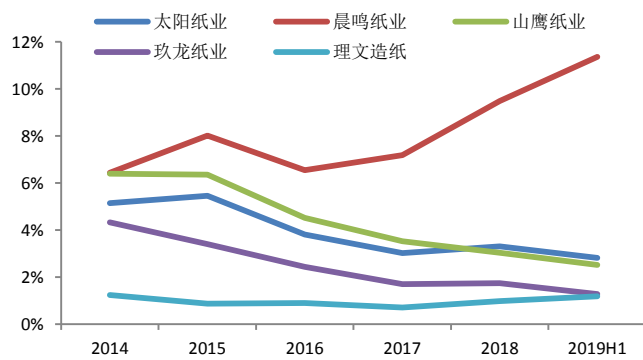
资料来源: wind, 新时代证券研究所

图67: 可比公司销售费用率对比



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图68: 可比公司财务费用率对比

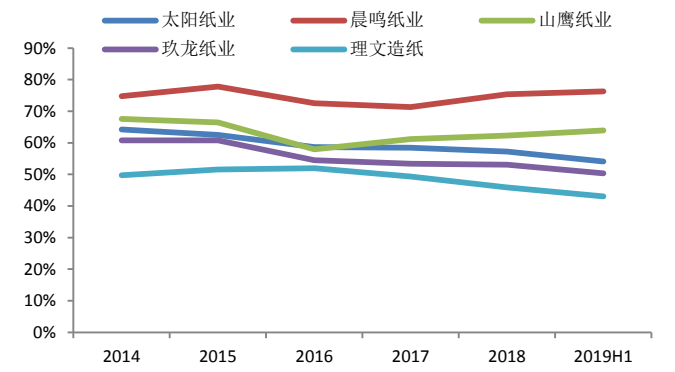


资料来源: wind, 新时代证券研究所

偿债能力优化，广西项目短期或推高资产负债率。公司资产负债率维持在 60% 左右，并伴有下降趋势。2019 年上半年，资产负债率 54.06%，较 2014 年下降了 10.19%，偿债能力逐年优化，有利于融资成本的降低。相比而言，公司与玖龙纸业、理文造纸资产负债率均处于下降阶段，而晨鸣纸业与山鹰纸业杠杆率较高且有上升趋势。2019 年起，公司逐步开展广西林浆纸一体化项目，借款数额有所增长，预计短期内资产负债率将略有上升。

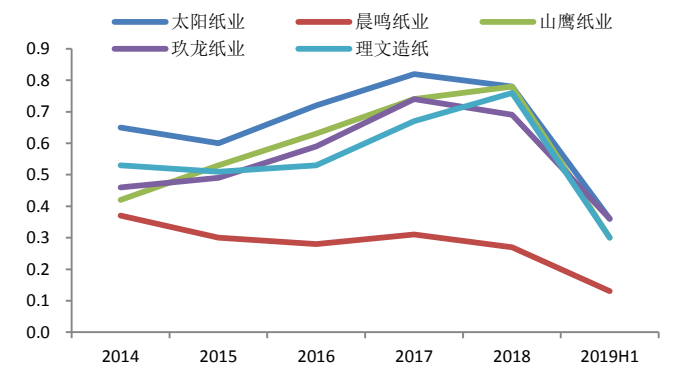
总资产周转率提升，目前是行业领先者。2018 年，公司总资产周转率为 0.78 次，资产利用效率稳步提升，与山鹰纸业、理文造纸周转率水平接近，但远超晨鸣纸业，且二者间差距逐渐拉大。目前工业用纸行业处于复苏阶段，景气程度有所提升，公司有望受益于造纸行业的盈利修复，进一步提升资产周转率。

图69: 可比公司资产负债率对比



资料来源: wind, 新时代证券研究所

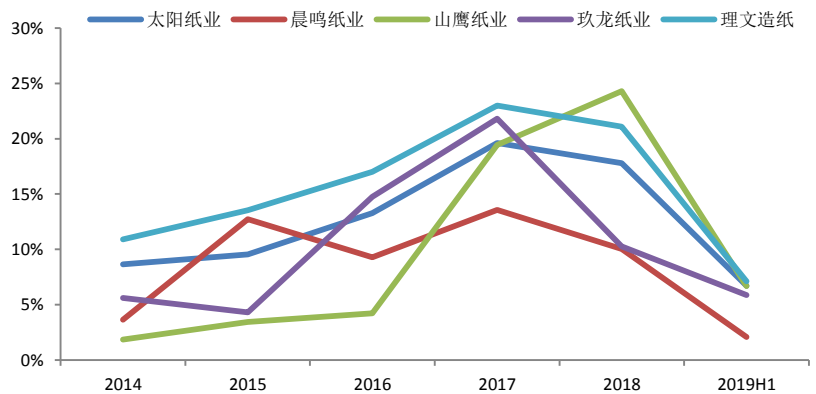
图70: 可比公司总资产周转率对比



资料来源: wind, 新时代证券研究所

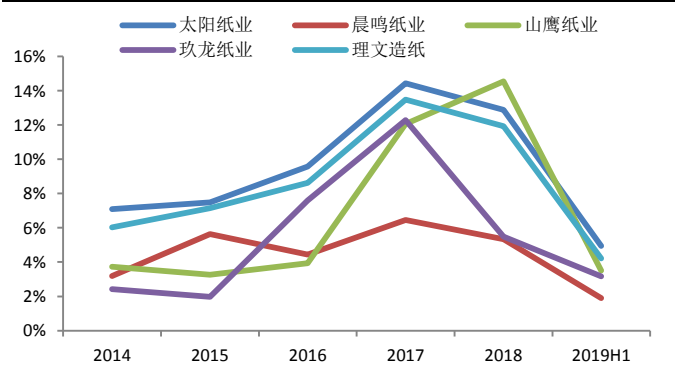
回报率呈上升趋势, 公司 ROE 表现较优异。2014-2018 年间, 公司 ROE、ROIC 与 ROA 均实现了较大幅度的增长。2018 年, 公司 ROE、ROIC 与 ROA 分别为 17.8%、12.88%、8.07%。ROE 较为优异可归因于产品多元布局带来的净利率提升、杠杆率下降与资产周转率提升。在造纸行业整体回暖叠加公司新增产能逐步投放的背景下, 预计 ROE 仍将保持上升趋势。

图71: 可比公司 ROE 对比



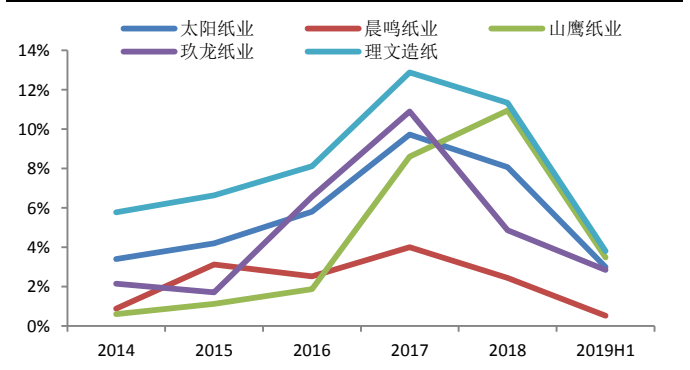
资料来源: wind, 新时代证券研究所

图72: 可比公司 ROIC 对比



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图73: 可比公司 ROA 对比



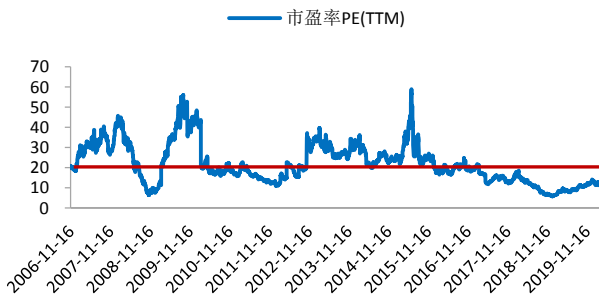
资料来源: wind, 新时代证券研究所

6、估值水平与评级

6.1、相对估值

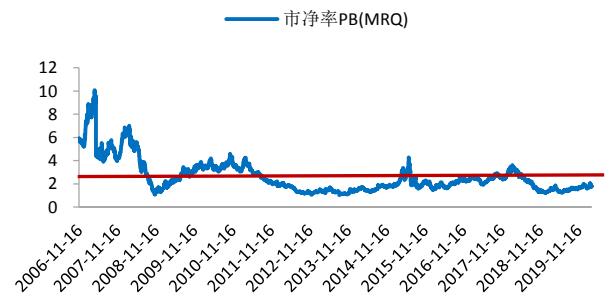
从相对估值来看,公司目前处于历史区间底部,安全边际高。公司近十年以来,历史平均 PE/PB 分别为 20 倍/2.2; 目前 PE/PB 分别为 11 倍/1.78, 均低于历史平均水平, 投资安全边际较高。文化纸盈利水平依然处于中高水平, 但原材料木浆价格低位震荡, 上涨乏力; 叠加文化纸旺季推迟, 盈利具有成长性, 中长期公司估值将向中枢水平回归。

图74: 公司历史 PE 走势



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图75: 公司历史 PB 走势



资料来源: wind, 新时代证券研究所

6.2、可比估值与投资评级

预计公司 2019-2021 年 EPS 为 0.85、0.94、1.12 元, 根据公司历史 PE 值和可比公司 PE 值, 综合考虑公司是造纸行业龙头、文化纸景气延续、公司成本优势在行业内突出、多元化布局平滑周期风险, 盈利能力仍具有成长性, 给予公司 2020 年合理估值 12-15 倍, 预计合理股价 11.28-14.10 元。首次覆盖, 给予强烈推荐评级。

表11: 可比公司估值

代码	简称	收盘价 (元)	股本 (亿股)	市值 (亿元)	EPS(元)				PE				PB(MRQ)
					18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E	
002078.SZ	太阳纸业	9.44	25.92	244.66	0.86	0.85	0.94	1.12	10.98	11.11	10.04	8.43	1.78
000488.SZ	晨鸣纸业	4.54	29.05	106.58	0.86	0.59	0.72	0.84	6.49	7.69	6.27	5.40	0.77
600567.SH	山鹰纸业	3.12	45.95	143.38	0.70	0.37	0.47	0.54	4.45	8.33	6.61	5.77	1.03
2689.HK	玖龙纸业	6.68	46.92	313.44	1.68	0.82	0.94	1.07	5.02	7.41	6.54	5.69	0.74
2314.HK	理文造纸	4.67	43.67	203.93	0.97	0.66	0.79	0.86	5.97	7.96	5.88	5.42	0.86
平均值									6.58	8.50	7.07	6.14	1.04

资料来源: wind, 新时代证券研究所 (除太阳纸业以外, 其它公司盈利预测均来自于 wind 一致预期, 时间截止为 2020.3.20)

7、风险分析

1) **原材料价格波动风险:** 公司主要原材料为木浆和木片, 如果未来木浆及木片价格出现大幅波动的情形, 将影响公司产品的生产成本, 对公司的正常生产经营带来一定影响。2) **市场竞争加剧风险:** 当前国内造纸、制浆行业内的主要产品普遍都存在产能集中释放, 供大于求, 产品价格波动幅度大等情况, 市场竞争加剧。3) **老挝项目拓展不达预期:** 若项目因不可抗力因素或行业产能变化等导致进展不达预期, 或将影响公司业绩增长。4) **包装纸拓展不达预期:** 受外部环境冲击影响, 包装纸下游需求疲软或原纸价格持续下滑, 或将造成公司包装纸业务收入不达预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	10429	10783	6204	7759	9273	营业收入	18894	21768	22661	24972	28768
现金	2437	1971	3327	3631	5482	营业成本	13976	16663	17222	19091	22065
应收票据及应收账款合计	5523	5253	0	0	0	营业税金及附加	141	138	131	152	188
其他应收款	132	111	142	137	185	营业费用	663	750	820	921	1048
预付账款	487	731	537	861	750	管理费用	580	556	777	814	887
存货	1525	2168	1649	2582	2308	研发费用	0	267	56	74	102
其他流动资产	324	549	549	549	549	财务费用	571	720	588	549	517
非流动资产	15628	18740	18321	18869	20342	资产减值损失	25	10	0	0	0
长期投资	116	137	131	131	153	公允价值变动收益	-13	12	-0	0	-0
固定资产	10882	16618	16183	16684	18049	其他收益	10	14	5	6	7
无形资产	664	860	926	992	1068	投资净收益	2	6	-33	-28	-6
其他非流动资产	3965	1126	1081	1061	1073	营业利润	2950	2692	3041	3353	3965
资产总计	26056	29523	24525	26628	29615	营业外收入	23	37	55	59	39
流动负债	11646	13963	7453	7565	7949	营业外支出	42	9	16	15	18
短期借款	5388	5216	5216	5216	5216	利润总额	2931	2720	3080	3396	3986
应付票据及应付账款合计	3218	5520	0	0	0	所得税	681	477	673	755	845
其他流动负债	3040	3227	2237	2349	2733	净利润	2250	2242	2407	2641	3141
非流动负债	3587	2931	2296	1827	1481	少数股东损益	226	5	217	210	226
长期借款	3403	2778	2143	1674	1328	归属母公司净利润	2024	2238	2190	2431	2915
其他非流动负债	184	153	153	153	153	EBITDA	4402	4311	4660	5030	5744
负债合计	15232	16895	9749	9392	9430	EPS(元)	0.78	0.86	0.85	0.94	1.12
少数股东权益	499	56	272	482	708						
股本	2593	2592	2592	2592	2592	主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
资本公积	1446	1540	1540	1540	1540	成长能力					
留存收益	6072	8050	10073	12337	15059	营业收入(%)	30.7	15.2	4.1	10.2	15.2
归属母公司股东权益	10325	12573	14504	16754	19478	营业利润(%)	103.0	-8.8	13.0	10.2	18.3
负债和股东权益	26056	29523	24525	26628	29615	归属于母公司净利润(%)	91.6	10.5	-2.1	11.0	19.9
						获利能力					
						毛利率(%)	26.0	23.5	24.0	23.6	23.3
						净利率(%)	10.7	10.3	9.7	9.7	10.1
						ROE(%)	20.8	17.8	16.3	15.3	15.6
						ROIC(%)	14.9	13.0	14.1	14.1	15.9
						偿债能力					
						资产负债率(%)	58.5	57.2	39.8	35.3	31.8
						净负债比率(%)	71.2	62.5	32.1	23.1	9.2
						流动比率	0.9	0.8	0.8	1.0	1.2
						速动比率	0.7	0.5	0.5	0.5	0.7
						营运能力					
						总资产周转率	0.8	0.8	0.8	1.0	1.0
						应收账款周转率	3.9	4.0	0.0	0.0	0.0
						应付账款周转率	5.1	3.8	0.0	0.0	0.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.78	0.86	0.85	0.94	1.12
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.47	2.01	1.88	1.32	2.26
						每股净资产(最新摊薄)	3.89	4.75	5.50	6.37	7.42
						估值比率					
						P/E	12.1	10.9	11.2	10.1	8.4
						P/B	2.4	2.0	1.7	1.5	1.3
						EV/EBITDA	7.4	7.5	6.3	5.8	4.7

现金流量表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	3767	4478	4872	3414	5853
净利润	2250	2242	2407	2641	3141
折旧摊销	993	1151	1261	1359	1528
财务费用	571	720	588	549	517
投资损失	-2	-6	33	28	6
营运资金变动	86	591	586	-1160	663
其他经营现金流	-131	-220	-2	-3	-3
投资活动现金流	-3969	-3038	-873	-1931	-3005
资本支出	3980	3035	-413	547	1452
长期投资	-42	0	6	-18	-22
其他投资现金流	-32	-3	-1280	-1402	-1575
筹资活动现金流	1248	-2531	-2644	-1179	-997
短期借款	1219	-172	0	0	0
长期借款	486	-624	-635	-470	-345
普通股增加	57	-1	0	0	0
资本公积增加	238	94	0	0	0
其他筹资现金流	-752	-1828	-2009	-709	-651
现金净增加额	1045	-1146	1356	304	1851

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

赵汐雯，加拿大圣玛丽大学，金融学硕士。2015年开始从事行业研究工作，曾先后供职于民生证券研究院、方正证券研究所。2020年1月加盟新时代证券研究所，从事轻工和纺织服装领域研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>