

## 公司研究

## 高 ROE 优质标的，将充分受益纸价上涨行情

## ——太阳纸业（002078.SZ）投资价值分析报告

## 要点

## 太阳纸业为国内文化纸龙头，利润穿越牛熊稳健提升

太阳纸业是国内最大的民营造纸企业，在文化纸基础上横向拓展箱板纸、生活用纸等产业，纵向布局“林浆纸一体化”，广西基地拟定于2021年建成，届时纸/浆产能分别为592/448万吨，自制浆供给率将上升至58%，进一步保障盈利能力。此外公司拥有优秀的周转与成本管控能力，2012-15年行业低谷期毛利率增加9.8pct，带动净利率穿越低迷行情，盈利提升优于同类企业。

## 文化纸行情回暖，浆价波动不影响纸价上行的方向，太阳纸业将优先受益

得益于2019年以来供需关系的修复，木浆系纸类处于上涨阶段，2020年9月以来文化纸涨价函频发，力度超过2019年，渠道上下游看涨情绪较强。当前双胶纸/双铜纸库存已降至相对健康水平，终端需求量连续9月维持270万吨/月的高位，为后续涨价提供支撑。纸浆价格受益于供需改善及大宗共振持续上涨，后续纸价在成本推动下补涨是大概率事件，公司作为造纸优质标的将优先受益。

## 公司ROE处于行业领先水平，我们认为主要得益于：

**高盈利：（1）渠道关系一定程度上熨平价格波动：**公司与渠道之间关系友好且紧密，行情上涨时为经销商让利，同时换取下行时对价格的维持，一定程度上降低价格波动带来的影响；**（2）“浆纸一体化”的积极布局和优秀的成本管理：**公司依靠自制化机浆的低价及对制造费用的管控，毛利处于行业高位，21年自给浆率将达到58%，预计将减少吨成本160元，成本优势将进一步体现。

**高周转：（1）大盘商机制保障回款稳定：**公司依靠区域大盘商拓展市场，渠道虽单一，但换来了回款的稳定和较强的话语权（预收账款高出对手）；**（2）优秀的管理能力保障存货高周转：**公司管理效率较高，管理人员精简但薪酬高于对手，同时采用事业部制自负盈亏，调动各部门积极性。公司重视ERP实施，对库存管理、装车效率等都起到了明显的优化，保障了库存高周转。

**盈利预测、估值与评级：**公司作为造纸行业里的优质标的，“林浆纸一体化”与优秀的管理保障了领先于行业的 ROE，同时可预期的产能扩张将在未来贡献业绩增量。当前浆纸价格大幅上涨，公司将充分享受自制浆比例提升带来的红利。我们维持 20/21/22 年 EPS 分别为 0.75/1.41/1.33 元，对应 PE 分别为 21/11/12 倍，维持“增持”评级。

**风险提示：**浆价后续大幅回撤超预期，新产能投产不达预期，Q2 建党 100 周年新增需求不达预期

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	21,768	22,763	21,732	30,003	33,858
营业收入增长率	15.21%	4.57%	-4.53%	38.06%	12.85%
净利润（百万元）	2,238	2,178	1,970	3,698	3,503
净利润增长率	10.54%	-2.66%	-9.55%	87.71%	-5.26%
EPS（元）	0.86	0.84	0.75	1.41	1.33
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.80%	14.93%	12.08%	18.71%	15.35%
P/E	18	19	21	11	12
P/B	3.3	2.8	2.6	2.1	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-03-18

## 增持（维持）

当前价：16.90 元

## 作者

分析师：朱悦

执业证书编号：S0930520010001

021-52523798

zhuyue@ebscn.com

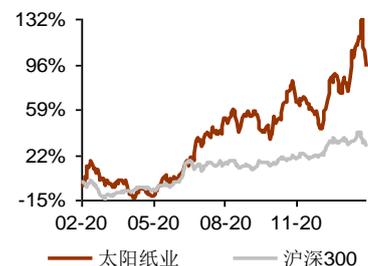
联系人：杨哲

yangz@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	26.25
总市值(亿元)	417.85
一年最低/最高(元)	7.75/21.75
近 3 月换手率	77.47%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-7.53	8.61	31.82
绝对	-19.11	10.63	72.10

资料来源：Wind

## 投资聚焦

### 太阳纸业作为造纸板块的优质标的，拥有行业领先的 ROE，主要得益于：

- 1) 十余年来稳健布局“浆纸一体化”，同时与渠道商较好的关系缓解了低谷时期的毛利下滑，盈利能力、抗风险能力优于对手；
- 2) 对渠道的让利加快了公司应收账款周转，管理层较优的管理效率提升了库存周转。良好的经营效率是加快回血、拓展产能的重要保障。

### 我们为什么在这个时点看好太阳纸业：

文化纸经过前期的库存消耗已经具备启动行情的条件，20 年 9 月以来涨价函的密集发布是重要信号。截至 20 年 12 月底，文化纸库存较 4 月已经下降 80 万吨，社会库存较 16 年行情启动时仅相当于增加了旺季时 5-7 天的库存，我们认为压力可控，有望支撑起后续的涨价行情。自 20 年 9 月至 21 年 2 月，每月都有至少 200-300 元/吨的涨价函发布，渠道上下游看涨态度较为坚定，后续行情启动值得关注。

浆价虽后续有回撤风险但不改下游造纸行情，公司成本控制优秀，盈利空间较大。在当前期货市场带动下，浆价上涨快速，但高企的库存会对后续价格持续性造成压力。本轮纸价行情起始于 2019 年下半年，底层逻辑是造纸需求回暖及库存健康，浆价的波动不改造纸向上行情。此外，公司在能源费用、制造费用上均优于对手，原材料成本近年来控制较好，广西合计 140 万吨纸浆预计将于 21 年 9 月投产，投产后我们预计有望进一步降低吨成本 160 元。

利空出尽，后续业绩弹性较高。20 年上半年，溶解浆价格大跌，对公司利润造成负面影响，但从 2020 年 12 月起，溶解浆价格开始加速上涨，对业绩恢复正向影响。此外在后续浆、纸价格保持稳定的假设下，我们预计太阳纸业 21 年净利润增速可达到 88%，我们认为 2021 年在龙头集体抬价、库存稳健消耗的趋势下，纸价上涨的概率较高，回顾历史，2016-17 年文化纸均价上涨可达到 1400-1800 元/吨，最高价可达 7200 元/吨的高位，因此向上弹性较大。

公司无财务包袱，2021 年产能投产将进一步为业绩护航。如果 2021 年出现造纸行业周期性下调，我们认为太阳风险依旧可控。首先，公司没有过多的财务包袱，而优质的回款能力和造血能力使得其现金流能够覆盖投资额；此外，2021 年公司 140 万吨纸浆、80 万吨箱板纸和 55 万吨文化纸产能将投产，凭借自身高周转能力，产量增长能够抵消部分价格下调，同时上述产能投产后，自给浆比例将由 36% 提升至 58%，为盈利留出 160 元/吨左右的空间。

### 估值与目标价

公司作为造纸行业里的优质标的，“林浆纸一体化”与优秀的管理保障了领先于行业的 ROE，同时可预期的产能扩张将在未来贡献业绩增量。当前文化纸价仍处低位，我们判断公司作为国内造纸龙头，将优先受益于本轮文化纸行情回暖，维持 20/21/22 年 EPS 分别为 0.75/1.41/1.33 元，对应 PE 分别为 21/11/12 倍，维持“增持”评级。

# 目 录

目 录 .....	3
1、国内文化纸龙头，稳健经营穿牛熊.....	6
2、木浆系造纸行业概况：下游需求稳定，上游依赖海外木浆 .....	9
3、供需边际改善，浆纸随大宗行情上行确定性强 .....	11
3.1、造纸：“供需再平衡+库存消耗”构建基底，涨价函频发确认行情.....	12
3.2、纸浆：浆价随大宗上行利好纸价 .....	14
4、太阳纸业：出色的 ROE 得益于“高盈利+高周转” .....	17
4.1、高盈利：渠道让利熨平低迷周期，布局上游与制造费用管控保障盈利.....	18
4.2、大盘商制度与优秀管理能力实现高周转 .....	22
4.2.1、区域大盘制度保障了优秀的回款能力 .....	22
4.2.2、高存货周转：出色的管理能力 .....	23
5、盈利预测.....	25
6、估值分析.....	27
6.1、相对估值 .....	27
6.2、绝对估值 .....	28
7、投资建议.....	29
8、风险提示.....	29

## 图目录

图 1: 太阳纸业收入、利润 (亿元) 及增速 .....	6
图 2: 2019 年太阳纸业收入构成 .....	6
图 3: 太阳纸业产能布局 (万吨) .....	6
图 4: 太阳纸业收入、利润 (亿元) 及费率增长情况 .....	7
图 5: 各公司存货周转天数 .....	8
图 6: 各公司应收账款周转天数 .....	8
图 7: 太阳纸业资产负债率 .....	8
图 8: 太阳纸业 EBIT/利息费用 .....	8
图 9: 太阳纸业股权结构 .....	8
图 10: 造纸需求量 (万吨) .....	9
图 11: 2019 年造纸需求量份额 .....	9
图 12: 造纸产业链 (2019 年数据) .....	9
图 13: 全球贸易浆产能市场份额 .....	10
图 14: 中国进口及国产木浆产量 (万吨) .....	10
图 15: 木浆价格及对应造纸价格 (元/吨) .....	10
图 16: 2019 年双胶纸产能份额 .....	11
图 17: 2019 年双铜纸产能份额 .....	11
图 18: 库存导致浆价低迷, 维持了文化纸可观的吨毛利水平 .....	12
图 19: 白卡纸累计新增消费和产能 .....	13
图 20: 双胶纸累计新增消费和产能 .....	13
图 21: 木浆系造纸行业月需求 (万吨) 及同比增速 .....	13
图 22: 双胶纸库存 (万吨) .....	14
图 23: 双铜纸库存 (万吨) .....	14
图 24: 三次行情涨价函发布情况 (元/吨) .....	14
图 25: 纸浆价格 (元/吨) .....	15
图 26: 木浆系纸类吨毛利 (元/吨) .....	15
图 27: 全球木浆新增产能 (千吨) .....	15
图 28: 中国纸浆港口总库存 (万吨) .....	16
图 29: 中国木浆及文化纸日度均价 (元/吨) .....	16
图 30: 浆纸行情分析 .....	17
图 31: 各造纸公司扣非加权 ROE .....	17
图 32: 各造纸公司净利率 .....	17
图 33: 各造纸公司总资产周转率 .....	18
图 34: 各造纸公司权益乘数 .....	18
图 35: 各造纸公司毛利率 .....	18
图 36: 2008-13 年各品牌双胶纸价格 (元/吨) .....	19
图 37: 2015-20 年各品牌双胶纸价格 (元/吨) .....	19
图 38: 各公司非涂布文化纸吨原材料成本 (元/吨) .....	19
图 39: 各公司双铜纸原材料成本 (元/吨) .....	19

图 40: 晨鸣机制纸木浆采购价与自制价 (元/吨)	20
图 41: 太阳采购价与自制价 (元/吨)	20
图 42: 各公司能源动力吨成本 (元/吨)	21
图 43: 各公司制造费用成本 (元/吨)	21
图 44: 各个公司投入资本回报率 ROIC	21
图 45: 应收账款周转天数	22
图 46: 太阳纸业销售渠道	23
图 47: 晨鸣纸业销售渠道	23
图 48: 各个公司预收账款/合同负债 (亿元)	23
图 49: 存货周转天数	24
图 50: 各公司库存 (亿元)	24
图 51: 木浆采购价及市场均价 (元/吨)	25
图 52: 各公司行政人员数量	25
图 53: 各公司行政人员人均薪酬 (万元)	25
图 54: 太阳纸业 PE (TTM)	27

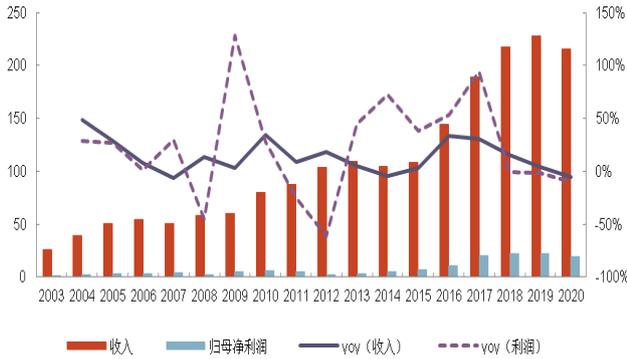
## 表目录

表 1: 太阳纸业文化纸原材料成本测算	20
表 2: 太阳纸业投资效率分析	21
表 3: 太阳出入库及存储效率对比	24
表 4: 太阳纸业文化纸收入测算	26
表 5: 太阳纸业利润表测算 (单位: 亿元)	26
表 6: 太阳纸业 2021 年净利润增速敏感性测算	27
表 7: 太阳纸业及同类企业估值对比	27
表 8: 绝对估值核心假设表	28
表 9: 现金流折现及估值表	29
表 10: 敏感性分析表	29

## 1、国内文化纸龙头，稳健经营穿牛熊

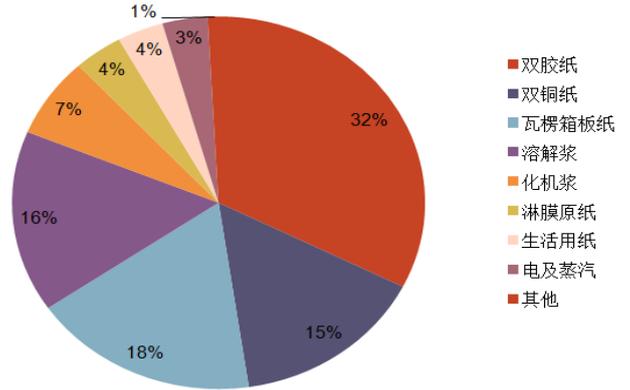
公司是国内文化纸龙头企业，横纵向布局支撑业绩。公司是国内最大的民营造纸企业，2020年实现收入/归母净利润215.68/19.70亿元，2015-2020年CAGR分别为14.8%/24.0%，业绩在周期轮替中逐步上升。2019年文化纸贡献收入的47%，非涂布文化纸/双铜纸的产能份额分别占到各自市场的14%/17%。此外，公司重视多品类与“林浆纸一体化”布局，2018年之后，老挝、山东新建产能进入收获期，在当年低景气度行情中对业绩实现支撑，进一步巩固龙头地位。

图 1：太阳纸业收入、利润（亿元）及增速



资料来源：公司历年年报，光大证券研究所

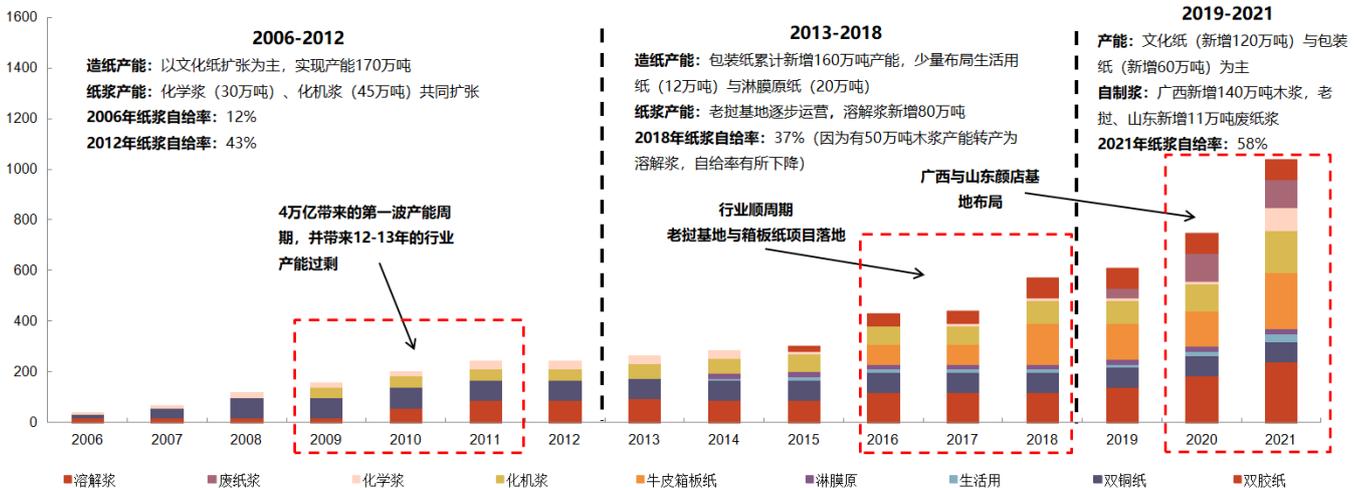
图 2：2019 年太阳纸业收入构成



资料来源：公司年报，光大证券研究所

公司身处第三次产能扩张周期，纸浆自给率将达到58%。上市之后公司经历了三次产能扩张时期，并建设了山东、老挝、广西三大生产基地。横向上，以文化纸为基础，积极拓展包装纸、生活用纸；纵向上，公司重视纸浆布局，截至2018年底，公司产能以化机浆与溶解浆为主，纸浆自给率为37%，预计随着2021年广西80万吨化学浆与60万吨化机浆投产，公司纸浆自给率将达到58%，成本优势将进一步加强。

图 3：太阳纸业产能布局（万吨）

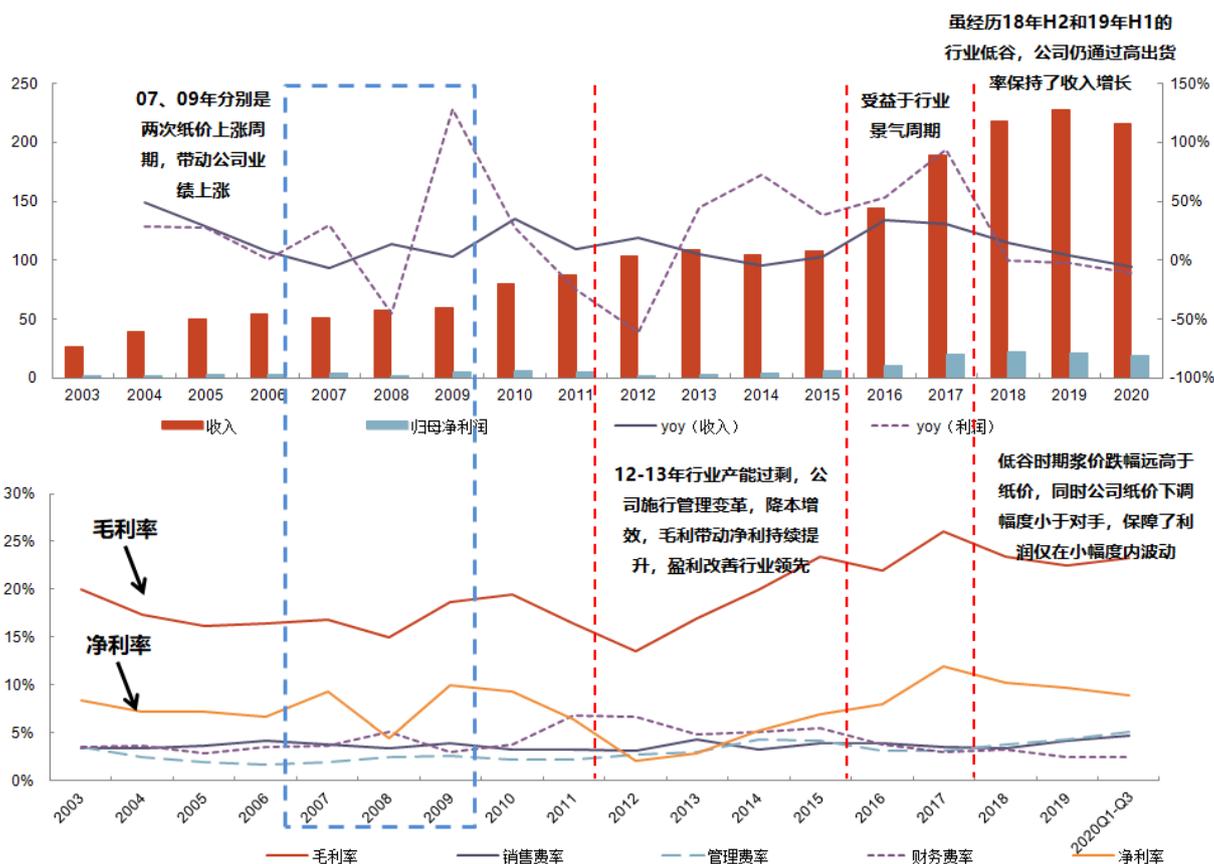


资料来源：公司公告，公司官网，光大证券研究所

公司收入增速周期性波动，但利润增长贯穿牛熊。通过公司业绩增长，可以大致将公司上市后的发展划为四个阶段：

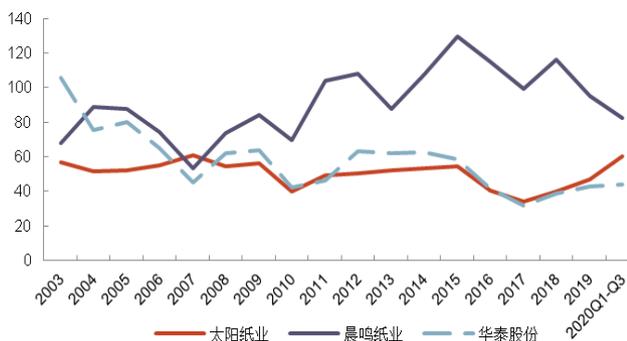
- 1) **2011年之前**：行业处于成长期，2007-09年，公司盈利随纸价及四万亿刺激大幅提升。
- 2) **2012-2015年**：2011-13年产能投放的大周期，行业供过于求，公司收入周期性下滑。但公司重视成本管控，从2012年以来，开启管理架构变革，开展事业部制、上马ERP项目建设，严抓成本管控，效益明显，2012-15年毛利率增加9.8pct，带动净利穿越低迷行情，盈利提升优于同类企业。
- 3) **2016年-2017年**：纸价迎来上涨周期，公司业绩盈利顺周期上行。
- 4) **2018年-至今**：收入增速放缓，但利润表现出较好的抗周期性，一方面自身37%的自制浆产能可摊低成本，另一方面依靠与经销商较优的关系，纸类出厂价跌幅低于对手，以文化纸为例，2019年太阳/晨光/华泰出厂价跌幅分别为10.2%/15.5%/17.0%，太阳纸业较低的纸类出厂价跌幅保证了其利润仅小幅波动。

图4：太阳纸业收入、利润（亿元）及费率增长情况



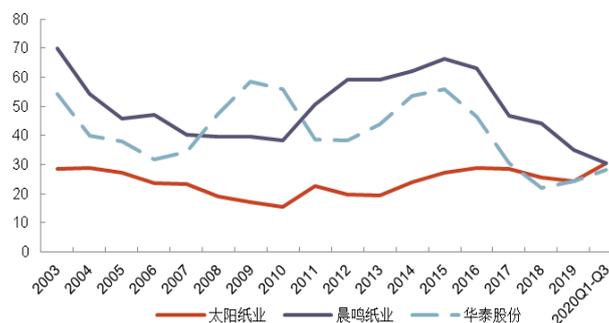
公司周转能力相对稳定，处于行业较高水平。得益于公司优秀的管理，尽管2018年以来行业景气度下行导致存货周转天数有所上升，但横向对比来看，公司仍然处于业内较优水平，且由于实行大盘商制度，对下游回款能力要求较高，公司应收账款周转天数也常年保持稳定。

图 5：各公司存货周转天数



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 6：各公司应收账款周转天数



资料来源：Wind，光大证券研究所

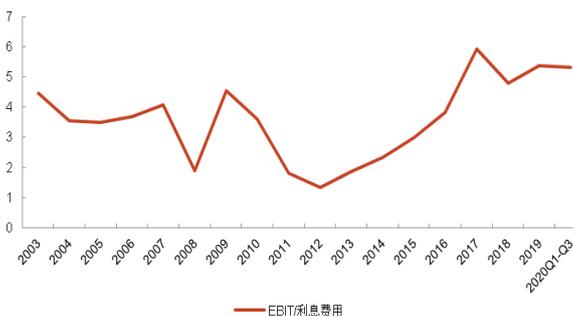
公司负债压力小，现金流充足，内生能力强。自 2012 年公司注重内生增长、成本控制以来，对负债的依赖度逐年下降，EBIT 对利息的覆盖程度明显提升，财务压力较小。同时自 2012 年之后，公司经营性现金流稳健增长，基本能对投资性现金流实现覆盖，流动性压力较小，内生增长能力强。

图 7：太阳纸业资产负债率



资料来源：Wind，光大证券研究所

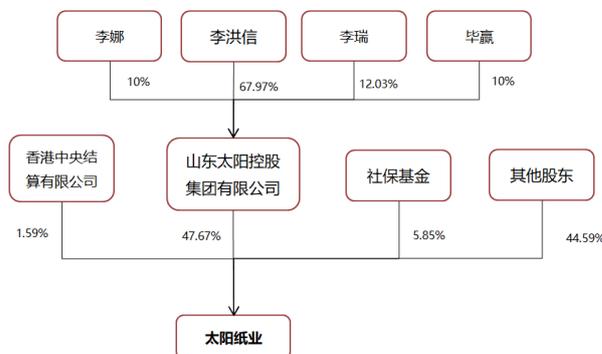
图 8：太阳纸业 EBIT/利息费用



资料来源：Wind，光大证券研究所

公司股权集中，创始人李洪信为实际控制人。公司股权集中，创始人李洪信先生及女儿李娜、李瑞共持有母公司太阳控股股权 90%，李洪信为公司实际控制人。

图 9：太阳纸业股权结构



资料来源：公司公告，光大证券研究所，截止 2020 年 9 月 30 日

## 2、木浆系造纸行业概况：下游需求稳定，上游依赖海外木浆

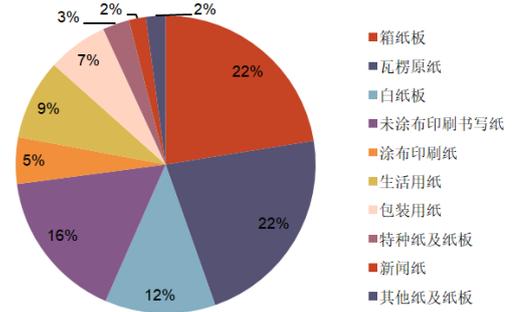
造纸行业属于成熟产业，是典型的需求稳定，供给驱动行情的行业。除 2018 年由于行业因前期纸价暴涨进入周期性低谷外，近年来造纸年需求增速基本在 5% 以下，属于需求较为稳定的产业，造纸大行情的推动主要依靠供给端的变化。2019 年造纸需求量为 1.07 亿吨，其中主要的纸种为箱板瓦楞纸、文化纸与生活用纸。

图 10：造纸需求量（万吨）



资料来源：中国造纸协会，光大证券研究所

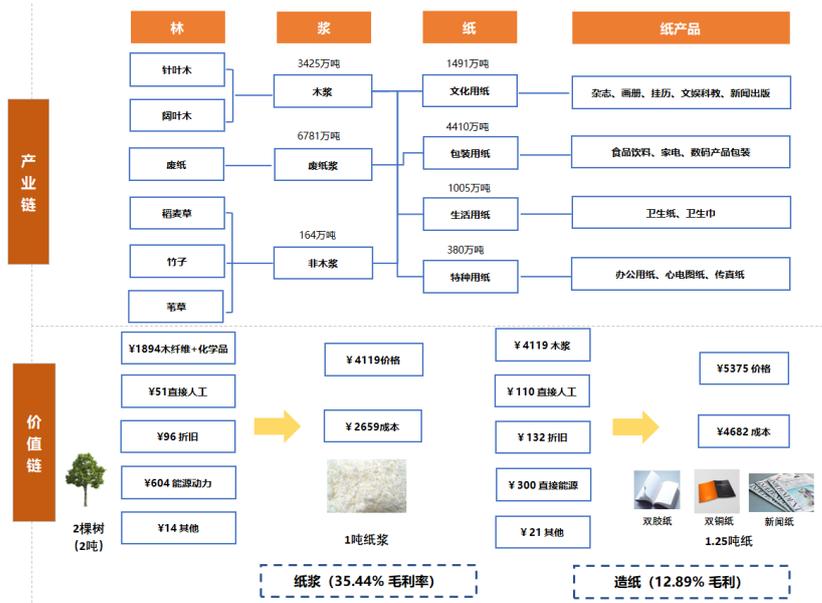
图 11：2019 年造纸需求量份额



资料来源：中国造纸协会，光大证券研究所

造纸价值链：下游运用广泛且分散，上游纸浆生产商通常较为强势并攫取主要产业利润。文化纸、生活用纸上游为木浆，包装纸上游为废纸。就木浆系纸类而言，国外浆厂议价能力强，能够获得主要的产业利润。造纸下游分散在社会各行各业，其中文化纸主要运用于图书、杂志、手写纸等领域，下游分散度高，因此成本传导较为顺畅，通常纸价上涨弹性高于浆价，尤其是自制浆比例高的企业能够在浆价引导的行情中充分获利。

图 12：造纸产业链（2019 年数据）

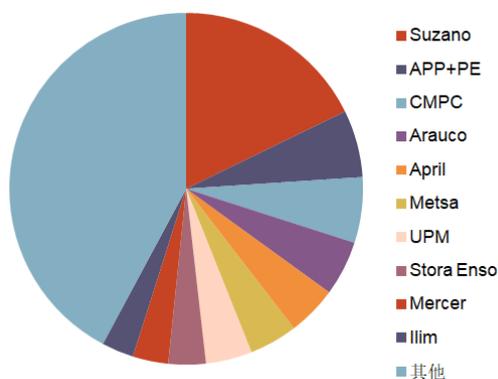


资料来源：中国造纸协会，红桃 3，太阳纸业公告，光大证券研究所

毛利率通过 2019 年太阳纸业经营数据测算

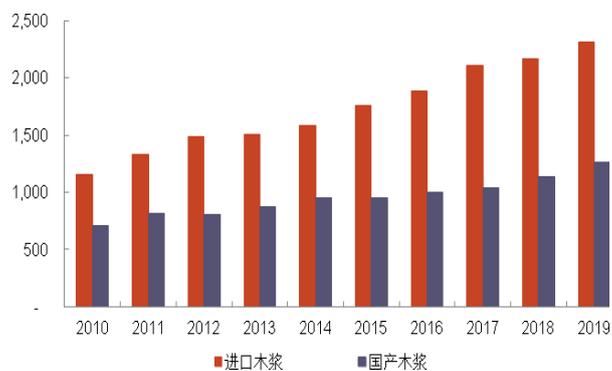
中国 2/3 纸浆供应来自于进口，通常由浆价上涨开启行情。中国林业资源较为稀缺，长年以来 2/3 的木浆依赖进口，使得国际浆厂保持较为强势的议价地位，浆价对纸价的拉涨有着重要作用。2016 年年末至 2017 年年末、2020 年末浆价都有明显的拉升，纸价因产业链传导及价格弹性，也会随之拉涨，拥有较多自制浆产能的公司在上漲行情中能够释放较大的业绩弹性。

图 13: 全球贸易浆按产能口径市场份额



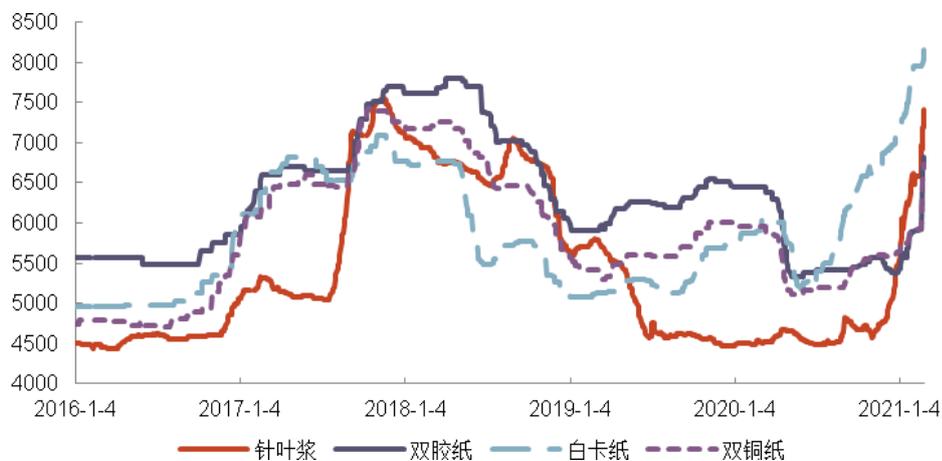
资料来源: Sunazo, 光大证券研究所, 截止 2019 年 8 月

图 14: 中国进口及国产木浆产量 (万吨)



资料来源: 中国造纸协会, 光大证券研究所

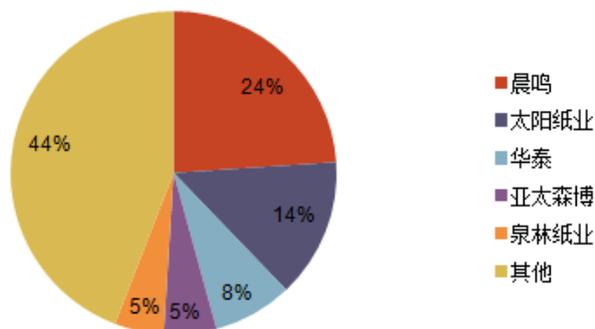
图 15: 木浆价格及对应造纸价格 (元/吨)



资料来源: 中国造纸协会, 红桃 3, 太阳纸业公司公告, 光大证券研究所, 时间截止 2021 年 2 月 26 日

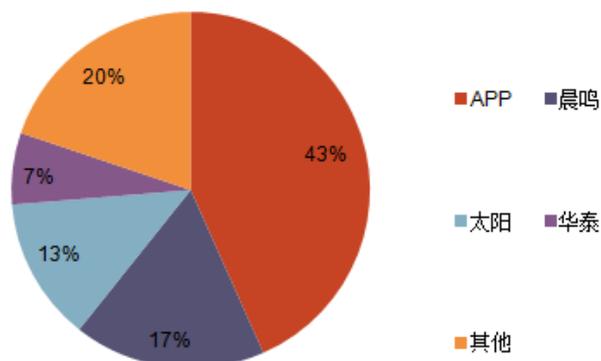
文化纸市场份额相对分散，但也主要集中于头部龙头。双铜纸受图书电子化的影响最大，近几年基本不再有新建产能，因而产能较为集中。双胶纸市场份额相对分散（相比之下白卡纸 Top1 市场份额 49%），因而在行情中纸价涨幅通常慢于白卡纸与纸浆，但主要产能也基本由龙头把握。

图 16: 2019 年双胶纸按产能口径份额



资料来源: 红桃 3, 各公司年报, 光大证券研究所

图 17: 2019 年双铜纸按产能口径份额



资料来源: 红桃 3, 各公司年报, 光大证券研究所

### 3、供需边际改善，浆纸随大宗行情上行确定性强

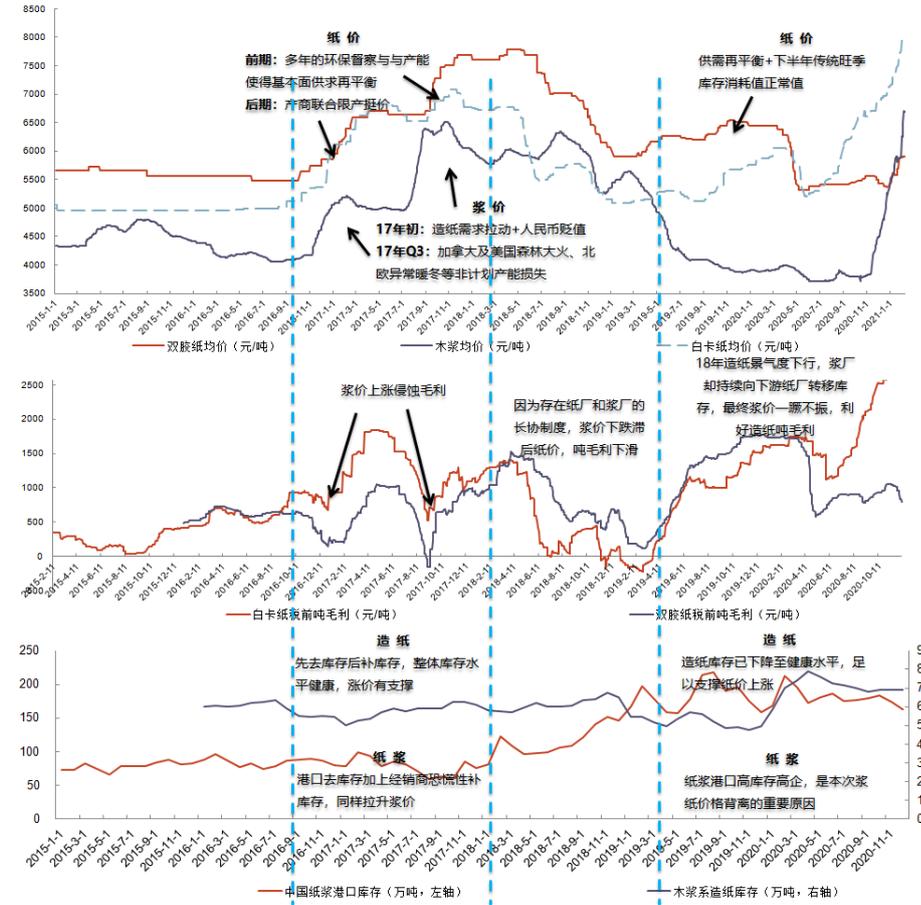
对造纸行业的分析分为浆和纸两个方面，同时我们从“供需平衡+库存周期”的角度来重新审视 2016 年以来的两次行情周期，并得到以下的结论：

1) 造纸行业当前处于供需关系较好的阶段，2021 年建党 100 周年将进一步放大需求，有望带来 80-90 万吨需求（带来 5% 的需求增量）当前库存已稳定消耗至健康水平，为后续涨价提供支撑；

2) 纸浆行情与大宗商品一致，从 2020 年 11 月开始进入价格加速上行周期，我们认为考虑到国内外经济复苏，美国逐渐进入补库存周期，2020 年上半年大宗商品价格上行确定性强，浆价有望继续上涨或维持高位震荡。纸浆虽然自 2018 年以来积攒了较多的库存，但是造纸的库存逻辑或已改变；

3) 此外我们认为，浆价的涨跌不会影响纸价走势的大方向，自 19 年下半年以来，剔除疫情因素，纸价的上涨主要得益于基本面的修复，渠道上下游看涨积极，涨价函的频率与幅度堪比 2016-17 年的行情。若浆价上涨，纸价则有望二次推升，若浆价回撤或盘整，纸价仍可以在需求修复下遇旺季平稳上行。

图 18：库存导致浆价低迷，维持了文化纸可观的吨毛利水平



资料来源：红桃3，光大证券研究所，日期截止至 2021 年 3 月 2 日

### 3.1、造纸：“供需再平衡+库存消耗”构建基底，涨价函频发确认行情

造纸行业属于垄断性市场，在合适的供需及库存环境下，龙头及经销商具有挺价意愿。截至 2019 年底，白卡纸/双胶纸/双铜纸 CR3 分别为 79%/46%/73%，虽有竞争，但也对共同挺价达成默契。造纸生产存在季节性，通常下半年面临夏季学期开学、双十一、国庆、春节等筹备，9-10 月开启旺季。回顾两次纸价行情，均是在下半年开启，当行业不再供过于求，库存水平健康时，经销上下游通常会在下半年有较强的涨价意愿。我们的分析重点将落脚到造纸的供需基本面与库存状况分析。

我们基于以下几个判断，认为纸价有望迎来新一轮的上涨周期：

**产能投放：**当前造纸的供需环境处于较优水平。我们以 2013 年的需求和产能作为起点，计算历年的累计新增消费与新增可用产能（总产能\*85%），2016-17 年（得益于 2012-15 年环保督察下的产能出清）、2019-20 年（得益于产能投放放缓）白卡纸、双胶纸需求增长均快于产能增长，供需实现再平衡，为后续涨价提供了支撑。

2021 年是纸类产能新一轮投放的起点，但行情仍有维稳的可能性。根据各大纸厂公布的信息，2021-22 年，白卡纸、文化纸将迎来新一轮的产能周期，但我们

认为并不会引起供需恶化。对白卡纸而言，金光收购博汇带来的格局优化将强化厂商的定价权，且当前仅有金光 180 万吨白卡纸有望如期落地；对双胶纸而言，由于发生疫情，估计原规划的较大产能中仅有太阳的 45 万吨在 2020 年实际落地，供需格局并未恶化，行情仍然有持续维稳的可能性。

图 19：白卡纸累计新增消费和产能



资料来源：红桃 3，累计新增消费与产能为光大证券研究所测算

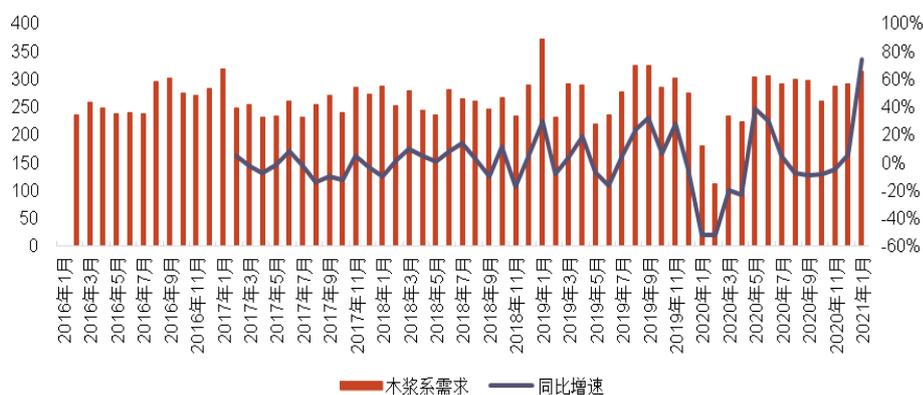
图 20：双胶纸累计新增消费和产能



资料来源：红桃 3，累计新增消费与产能为光大证券研究所测算

**需求：需求恢复且处于较高水平，为价格上涨提供支撑。**我们定义当月终端需求=产量+上月库存-本月库存，不难发现，在 2016-17 年行情中，2019 年下半年终端需求的绝对量及增速均开始明显提升。本轮周期从 2020 年 5 月份开始恢复，连续 9 个月 270+万吨左右的消耗量。2020 年 8-10 月份需求同比个位数负增长，主要是因为 2019 年的基数较高，但从绝对量上来看，目前的月度需求已经处于历史的较好水平，从基本上为后续涨价提供支撑。

图 21：木浆系造纸行业月需求（万吨）及同比增速



资料来源：红桃 3，光大证券研究所，数据截止 2021 年 1 月

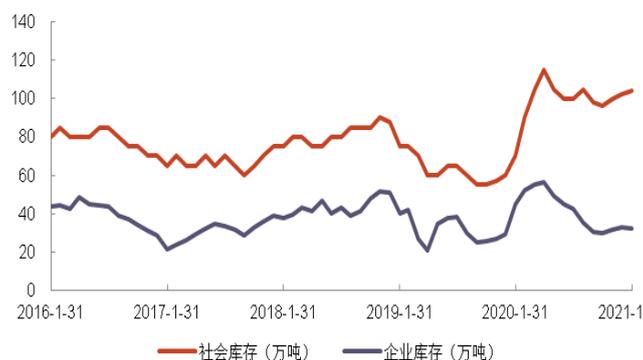
**库存：文化纸、白卡纸库存持续消耗，具备支撑涨价的可能性。**当前文化纸库存有所消耗，文化纸社会库存较 2016 年行情启动时仅高出 15 万吨左右库存，相当于仅增加了旺季时 5-7 天的库存，我们认为压力可控，仍有望支撑起后续的涨价行情。

图 22: 双胶纸库存 (万吨)



资料来源: 红桃 3, 光大证券研究所, 数据截止 2021 年 1 月

图 23: 双铜纸库存 (万吨)



资料来源: 红桃 3, 光大证券研究所, 数据截止 2021 年 1 月

2020 年 9 月份以来涨价函密集发布, 且落地情况良好, 涨价情绪日渐浓厚。从涨价函发布节奏上看, 2020 年发布强度大于 2019 年, 类似 2016-17 年行情。白卡纸最为明显, 2020 年 7 月-12 月, 晨鸣白卡纸出产价上调 2000 元/吨, 实际价格上涨 1600 元/吨; 文化纸方面, 2020 年 7-12 月晨鸣铜版纸出厂价上调 500 元/吨, 实际上涨 400 元/吨。12 月 1 日, 纸厂再次对文化纸提价 200-300 元, 铜版纸价格落实较好, 渠道上下游看涨态度坚定, 预期 2021 年上半年文化纸纸价有望维稳或继续上扬。

图 24: 三次行情涨价函发布情况 (元/吨)



资料来源: 今日纸价, 红桃 3, 光大证券研究所, 数据截止 2021 年 1 月

### 3.2、 纸浆：浆价随大宗上行利好纸价

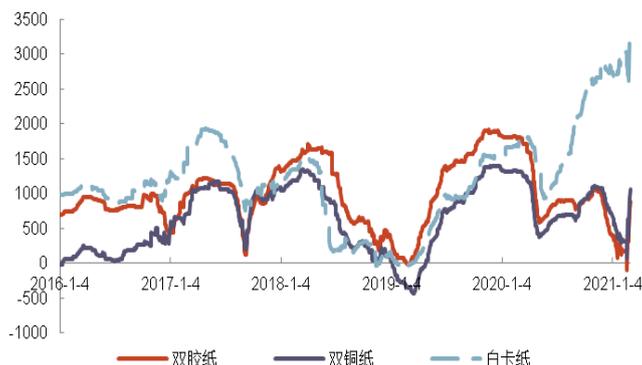
浆价抬头上涨, 有望支撑后续纸价行情。浆价从 2020 年 11 月开始加速上涨, 直接因素是期货市场的带动, 但我们判断核心是宏观经济带动大宗商品普遍向好, 以及浆厂、经销商苦于长期低价, 看涨意愿较强, 浆价的上涨短期也对木浆系造纸盈利造成侵蚀。但通常纸价上涨弹性大于浆价, 在下游造纸需求较好的前提下, 浆厂和纸厂均有挺价意愿, 纸价有望走出新高。

图 25: 纸浆价格 (元/吨)



资料来源: 红桃 3, 光大证券研究所, 数据截止 2021 年 3 月 2 日

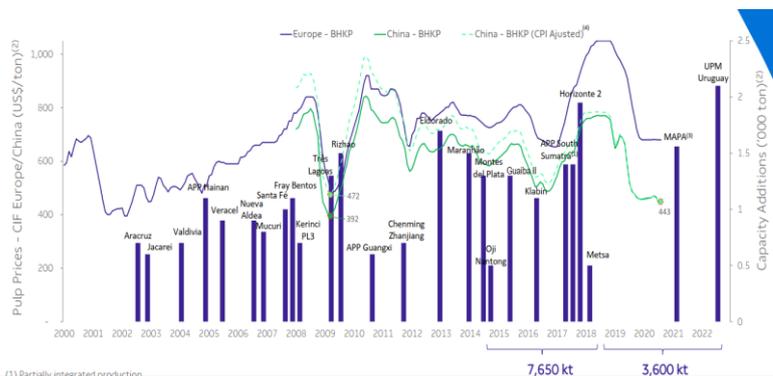
图 26: 木浆系纸类吨毛利 (元/吨)



资料来源: 红桃 3, 光大证券研究所, 数据截止 2021 年 3 月 2 日

**当前全球纸浆产能扩张节奏放缓, 21Q4 会有阶段性供给冲击。**根据纸浆龙头 suzano 整理的数 据, 截至 2020 年 8 月, 全球木浆产能布局将进入一段空窗期, 仅有智利 Arauco 与芬欧汇川 (UPM) 分别计划在 21 年与 22 年新增 360 万吨 产能, 不到 2015-18 年全球新增产能的一半, 另外 20 年 H1 全球已确认淘汰产 能 130 万吨, 相较 2016-18 年扩产节奏已有放缓, 但同时 21Q4 会有 700 万吨 阔叶浆投产, 包括国内投产约 250 万吨, 短期或将打破供需平衡。

图 27: 全球木浆新增产能 (千吨)

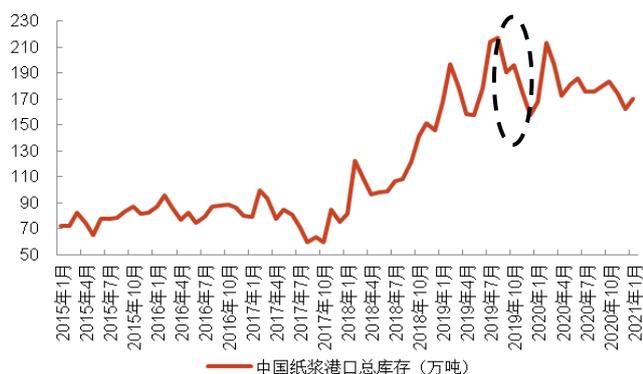


资料来源: suzano, 左轴为浆价 (美元/吨), 右轴为产能 (千吨)

**后期浆价持回撤的压力或在于库存高企, 截止 2021 年 1 月, 港口库存仍处高位, 浆价过快上涨或已阶段性打破供需均衡。**本次造纸行情与 2019 年下半年行情类 似: 下游造纸业从 2019 年 8-9 月份开始有明显复苏态势, 而该阶段上游纸浆以 去库存为主, 19 年 8-12 月累计减少库存 60 万吨, 但仍然无法阻止浆价下滑。 2020 年年初, 遭遇传统淡季及新冠疫情, 库存回升至高位, 当前在 160-180 万 吨之间盘整, 浆价仍然有较大压力。

值得一提的是, 库存对行情的影响力度或许已经大幅减弱, 因为在 2018 年之后, 很多纸厂选择低价囤浆, 提前将在途、在厂库存运往港口锁定价格, 改变的只是 库存管理行为, 因此库存高企或将成为一个新常态。

图 28: 中国纸浆港口总库存 (万吨)



资料来源: 红桃 3, 光大证券研究所, 数据截止 2021 年 1 月

图 29: 中国木浆及文化纸日度均价 (元/吨)



资料来源: 红桃 3, 光大证券研究所, 数据截止 2021 年 3 月 2 日

总结来看, 我们认为 2021 年上半年在大宗行情向好及新增需求催化下, 造纸行情存在继续走高的可能; 从吨毛利角度看, 上行周期中税前吨毛利均超过 1000 元/吨, 最高为 2019 年达到的 1800 元, 当前吨毛利仍有空间, 文化纸价格仍有较大上涨弹性。

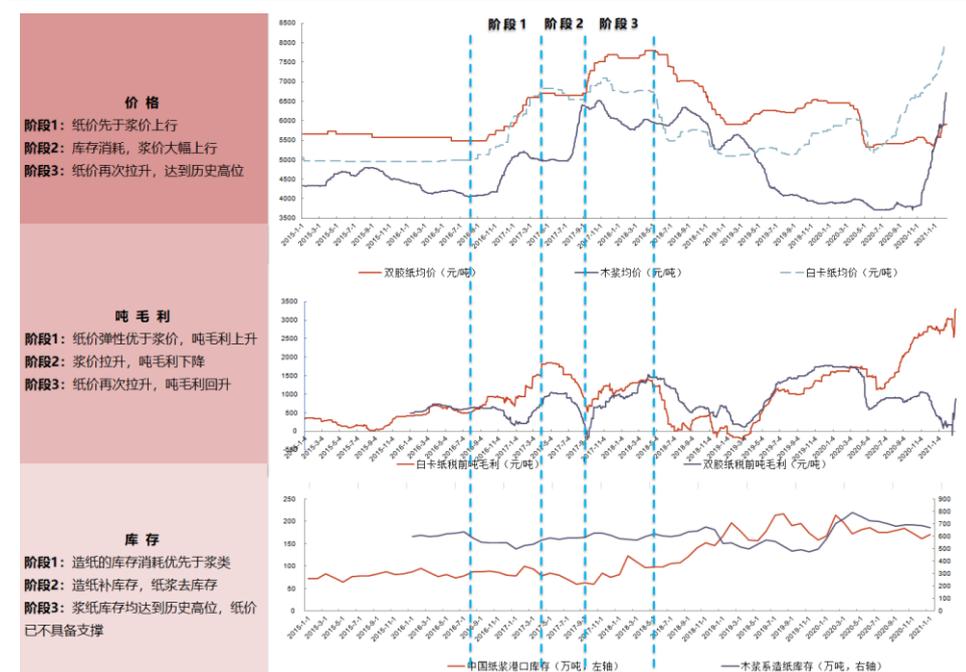
- 1) 纸价上涨行情通常从下半年开始, 且纸价在需求驱动下先行上涨, 随后浆价上涨;
- 2) 浆价上涨会在短期侵蚀造纸吨毛利, 但是后期会拉动纸价进行二次上涨;
- 3) 浆价的持续性上涨通常辅以库存的有效消耗。

因为, 我们对 2021 年后市的判断也分为以下几个部分:

- 1) 3-5 月文化纸将迎来建党 100 周年采购, 新增需求 5% 左右, 将在 Q2 为纸价、浆价提供进一步支持, 我们预期 Q2 浆纸价格将进一步加速。当前浆价上涨超乎预期, 我们判断即便 Q2 浆价回撤, 文化纸仍有机会在需求支撑下维持高位;
- 2) 下半年行情不确定性较大, 保守认为, 在经过上半年快速拉涨后, 下半年浆纸价格将逐步下滑, 平均来看, 我们预期 2021 年文化纸价格涨幅能有 20%, 吨纸价格较 2020 年上涨 1000 元。
- 3) 纸浆库存是一个较大不确定性, 尽管我们判断纸浆高库存或已成为一个新常态, 但交投平淡时期或需求超预期萎缩, 仍有可能对浆价造成压力。在出运量不会大幅减少的前提下, 我们判断纸浆库存将维持高位震荡, 因此下半年浆纸价格存在一定风险。

我们需要强调, 本次造纸周期与以往不同, 由于 2018 年浆厂向纸厂大幅转移库存, 纸浆的库存周期被打乱, 浆价与纸价的分离维持了 2020 年文化纸可观的吨毛利, 浆价当前的快速上行并没有解决基本面的高库存现状, 后续浆价上涨的可持续性仍有待观察。但我们认为, 浆价要跌回原来低点概率不大, 造纸具有需求修复、库存健康的基本面支撑, 纸价在高景气推动下, 纸浆高库存也可维持成为“新常态”, 太阳纸业作为文化纸行业优质标的, 2021 年自制浆比例将进一步提高, 有望充分受益本轮行情。

图 30: 浆纸行情分析

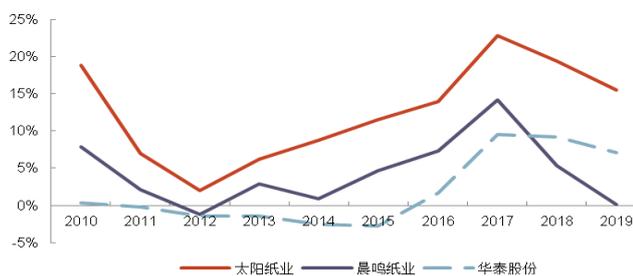


资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截止 2021 年 3 月 2 日

## 4、太阳纸业：出色的 ROE 得益于“高盈利+高周转”

得益于较强的盈利能力与周转能力，公司拥有行业领先的 ROE。公司作为造纸板块优质标的，ROE 多年来处于领先地位，自 2012 年以来，行业过剩态势严峻，公司积极转型，提出“四三三”战略，专注主业，同时大力进行成本管控和管理效率提升，公司净利率与总资产周转率均有提升，同时债务依赖度逐步减少，财务压力小，资产扩张的自由度较大。

图 31: 各造纸公司扣非加权 ROE



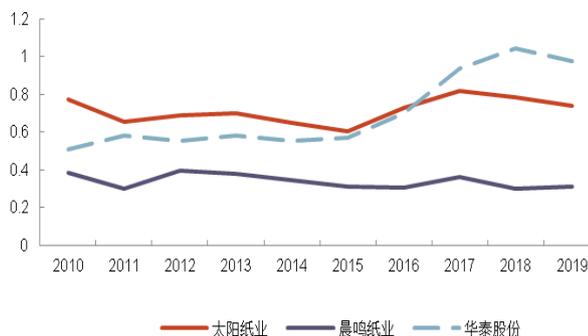
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 32: 各造纸公司净利率



资料来源: Wind, 光大证券研究所

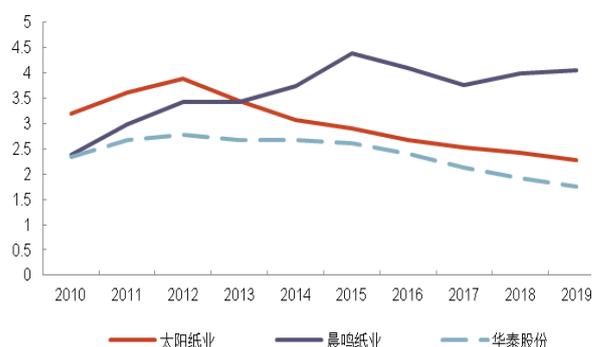
图 33: 各造纸公司总资产周转率



资料来源: Wind, 光大证券研究所

其中晨鸣纸业利用扣除了融资租赁业务的收入及资产计算

图 34: 各造纸公司权益乘数

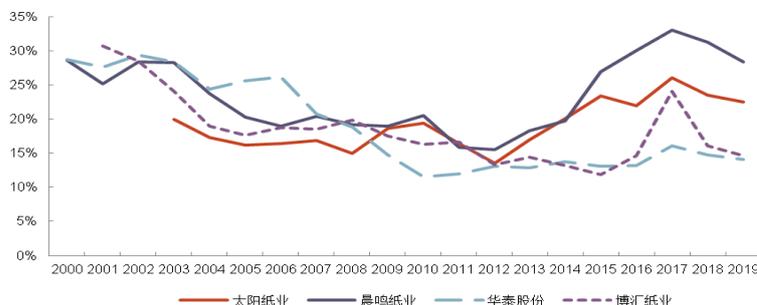


资料来源: Wind, 光大证券研究所

### 4.1、高盈利：渠道让利熨平低迷周期，布局上游与制造费用管控保障盈利

太阳纸业的毛利率变动可以以 2009 年为节点分为两个阶段进行观察。2009 年之前，造纸行情大好，太阳毛利率低于竞争对手，而 2009 年之后太阳毛利率较对手有明显提升或者差距收窄。我们认为这主要源于两个因素：1) 高景气周期对经销商让利，低景气周期价格具有刚性；2) 林浆纸一体化。

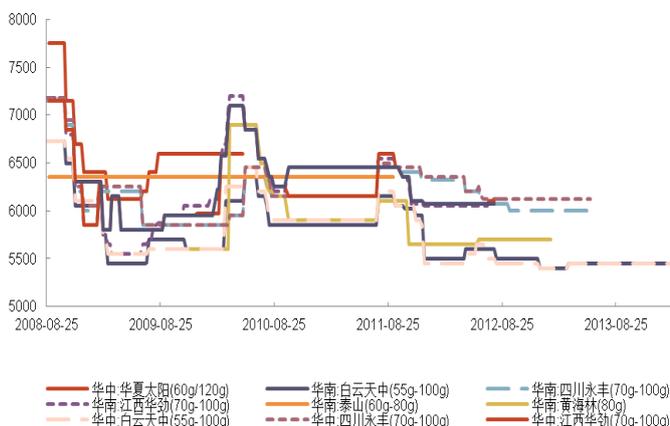
图 35: 各造纸公司毛利率



资料来源: Wind, 光大证券研究所

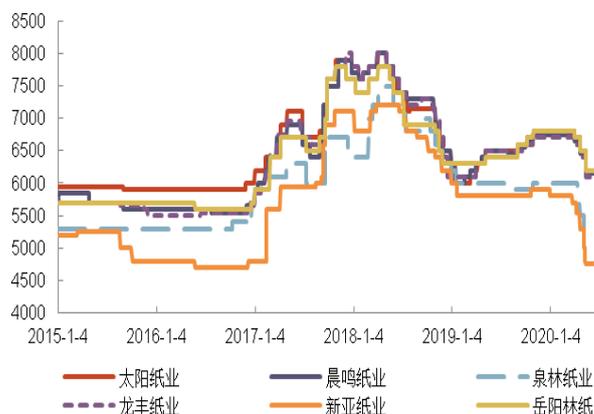
1、公司通过对经销商让利保证行情下行时熨平毛利下滑。通常在纸价上涨周期，太阳纸业提价节奏慢于对手，为经销商让利，行情上涨时太阳纸业与其他品牌的价差会明显收窄（2007-08 年、2017-18 年），但由此也换来了经销商的高周转，以及行情向下时对纸价的维持。以 2009 年为例，尽管多数双胶纸价格维持低位，但太阳双胶纸涨价约 500 元，使得太阳纸业当年毛利率逆势超过博汇、华泰。

图 36: 2008-13 年各品牌双胶纸价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

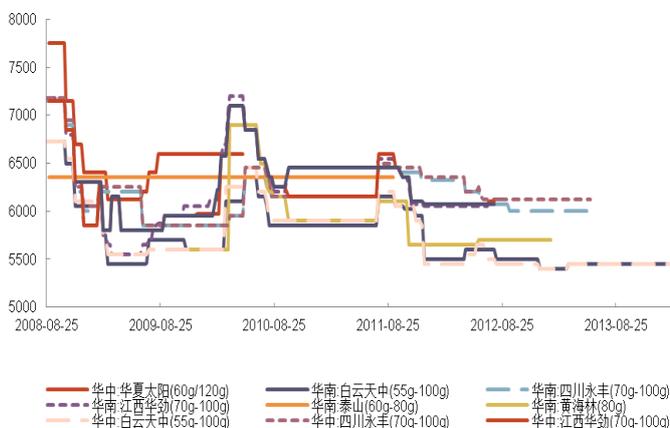
图 37: 2015-20 年各品牌双胶纸价格 (元/吨)



资料来源: 红桃 3, 光大证券研究所

2、浆纸一体化为公司提供了充分的成本空间，保障盈利水平。从上市之初，公司便重视纸浆产能建设，纸浆产能从 2006 年的 10 万吨左右增长到 2019 年的 140 万吨，外加 80 万吨的溶解浆（有相当一部分可以转化为化学浆产能）。从实际结果上看，太阳的文化纸（尤其是非涂布文化纸）成本较对手有明显优势，2019 年非涂布文化纸成本较华泰股份（自给率很少）低 669 元/吨，成本优势明显。

图 38: 各公司非涂布文化纸吨原材料成本 (元/吨)

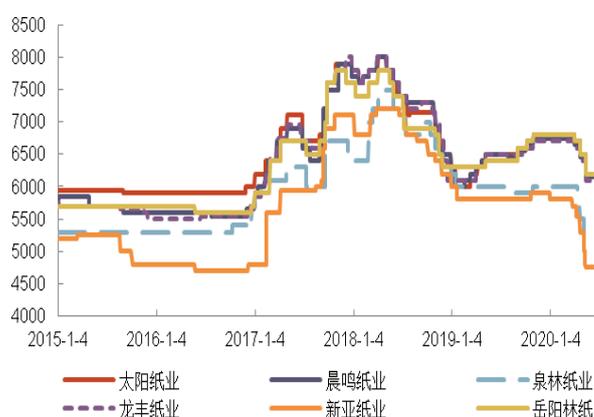


资料来源: 各公司公告及评级报告, 光大证券研究所

其中晨鸣纸业为整体机制纸成本=原材料+化工

时间为 2008 年 8 月 25 日至 2013 年 12 月 31 日

图 39: 各公司双铜纸原材料成本 (元/吨)



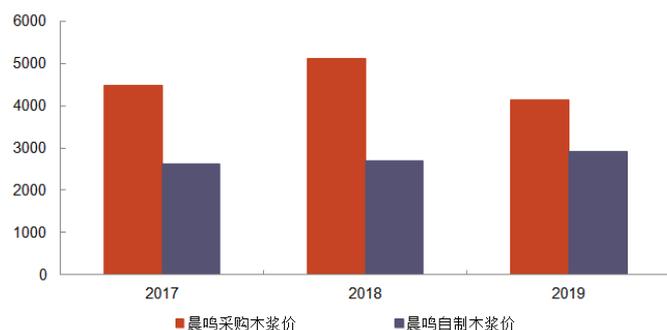
资料来源: 各公司公告及评级报告, 光大证券研究所

其中晨鸣纸业为整体机制纸成本=原材料+化工

时间为 2015 年 1 月 4 日至 2020 年 3 月 31 日

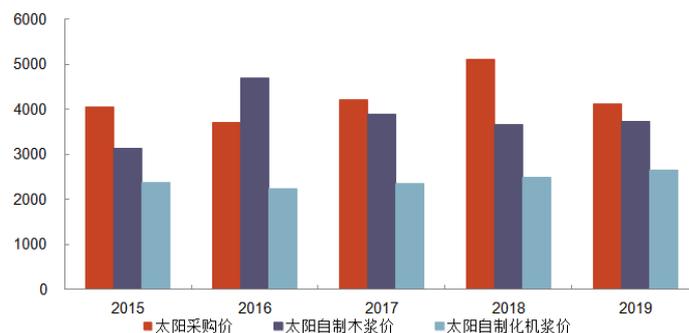
公司真实木浆产能相对有限，主要靠化机浆摊薄成本。因太阳纸业部分溶解浆产能与化学浆可以相互转换，同时二者原材料都是木材，且木材占比在 80%左右，因此我们在计算时采用溶解浆成本作为太阳的化学浆成本，因为公司真实的化学浆产能仅有 10 万吨，与晨鸣相比，太阳自制化学浆与采购价差较小，主要依靠化机浆来摊薄整体成本。

图 40: 晨鸣机制纸木浆采购价与自制价 (元/吨)



资料来源: 公司公告及评级报告, 光大证券研究所

图 41: 太阳采购价与自制价 (元/吨)



资料来源: 公司公告及评级报告, 光大证券研究所

2021 年太阳纸业广西北海项目将建成, 纸浆自给率有望达到 58%, 文化纸成本将在当前基础上降低 160 元/吨。截至 2018 年底, 公司木浆自给率仅有 37%, 根据公司规划, 21 年 9 月份公司广西北海 60 万吨化机浆与 90 万吨木浆产能有望投产, 彼时公司自给率有望达到 58% 以上, 若以现在的浆纸价格作为基准进行衡量, 2021 年公司文化纸原材料吨成本有望降低 160 元/吨, 作为龙头企业的成本优势将进一步加强。

值得一提的是, 公司 2016 年将老挝木浆产能改造为溶解浆产能, 2017-2019 年木浆产能仅有 10 万吨, 2019 年产能利用率达到 186%, 吨成本在 3600-3800 元之间, 远高于晨鸣纸业的 2600-2900 元, 规模效应不明显。我们认为, 随着广西 90 万吨纯木浆项目的投产, 参考晨鸣, 公司自制化学浆吨成本仍然还有 500-1000 元的下降空间, 对毛利率的提升在 3-6 pct 左右。

表 1: 太阳纸业文化纸原材料成本测算

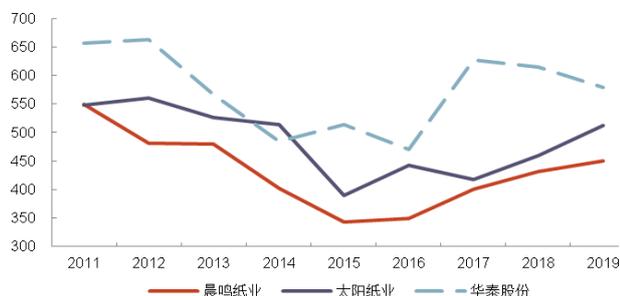
	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
文化纸-产量 (万吨)	173	193	200	209	219	242	280
产能 (万吨)	190	220	220	220	240	285	340
产能利用率	91%	88%	91%	95%	91%	85%	90%
文化纸-原材料成本 (元/吨)	2224	1691	2502	3344	3104	3126	2945
耗浆率	63%	52%	69%	79%	85%	85%	85%
生活用纸-产量 (万吨)	9	11	10	10	11	14	27
产能 (万吨)	12	12	12	12	12	17	32
产能利用率	78%	91%	87%	86%	90%	85%	85%
生活用纸-原材料成本 (元/吨)	4512	4763	4767	5607	5161	5161	5161
耗浆率	111%	129%	113%	110%	125%	110%	110%
化学浆-自给量 (万吨)	12	0	10	23	19	18	81
产能 (万吨)	12	0	10	10	10	10	90
产能利用率	98%	-	99%	235%	186%	180%	90%
化学浆-自给价 (元/吨)	3137	4685	3892	3671	3735	3735	3735
自给率 (万吨)	32%	29%	34%	37%	36%	31%	58%
化学浆-外购量 (万吨)	80.81	82.1	98.43	110.47	128.23	153	113
化学浆-外购价 (元/吨)	4056	3703	4217	5099	4119	4119	4119
化机浆-自给量 (万吨)	25.93	33.14	40.79	42.51	52.29	51.3	73.65
产能 (万吨)	70	70	70	90	90	108	168
产能利用率	71%	94%	115%	99%	110%	95%	88%
化机浆-价 (元/吨)	2380	2244	2353	2491	2659	2659	2659

资料来源: 公司历年年报及债券评级报告, 光大证券研究所测算

自备电厂和优秀的制造流程管理, 使得公司能源及制造成本同样为行业较优水平。一方面, 公司背靠兖州煤电厂, 能源成本有所保障, 可以较对手节约 100-200 元/吨左右; 此外公司精细化管理出色, 重视管理与成本控制, 对制造流程端的

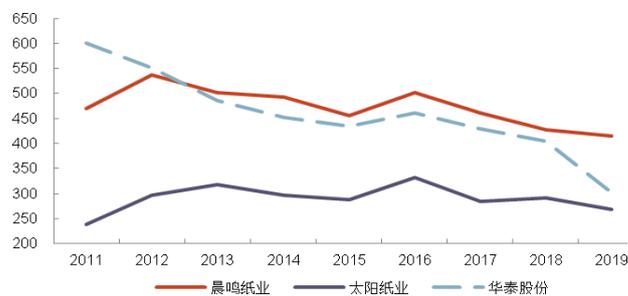
费用不断压缩和改进，长年低于对手 100-200 元/吨。这些项目保障了公司即便文化纸原材料成本比晨鸣纸业贵，但整体毛利率却与晨鸣相差不大。

图 42：各公司能源动力吨成本（元/吨）



资料来源：各公司公告及评级报告，光大证券研究所

图 43：各公司制造费用成本（元/吨）

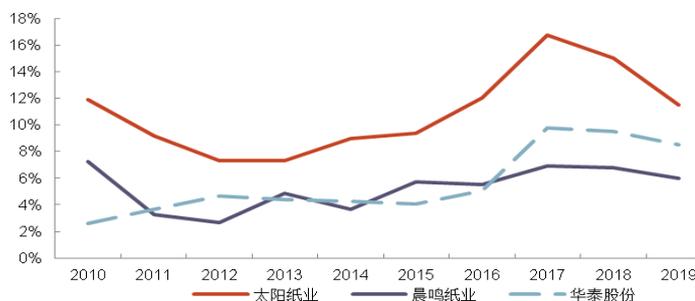


资料来源：各公司公告及评级报告，光大证券研究所

其中晨鸣、太阳制造费用=折旧+其他制造费用

公司浆纸产能投资效率较高，拥有行业领先的投资回报率。从产能投资效率的角度上看，公司 ROIC 领先于行业，近 5 年通常高出对手 3-6 pct，最高如 2017 年可高出 7-10 pct。一方面与公司优质的盈利能力有关，另一方面也与公司较好的投资效率密不可分，对比太阳与晨鸣的过往投资，太阳纸业的造纸、造浆的吨投资都明显更低。

图 44：各个公司投入资本回报率 ROIC



资料来源：各公司年报，光大证券研究所，截止 2019 年底

表 2：太阳纸业投资效率分析

纸类						
公司	项目	开工时间 (年)	投产时间 (年)	产能 (万吨)	投资金额/预算(亿元)	吨投资 (元/吨)
太阳纸业	21 号机	2006	2007	25	8.78	3510
	华茂热敏纸工程	2008	2010	40	9.42	2355
	高松厚度纯质纸项目	2010	2011	30	17.90	5966
	30 万吨轻型纸改扩建项目	2014	2015	30	8.51	2837
	39 号机特色文化用纸项目	2019	2020	45	20.16	4479
	<b>合计</b>			<b>170</b>	<b>65</b>	<b>3810</b>
晨鸣纸业	80 万吨高档铜版纸项目 (美伦纸业)	2009	2011	80	27.18	3397
	45 万吨高级文化纸项目 (湛江晨鸣)	2008	2011	45	23.9	5311
	19 万吨高级文化纸项目 (湛江晨鸣)	2013	2016	19	12.17	6408
	高档文化纸项目 (美伦)	2016	2019	51	22.61	4433
	新闻纸机改文化纸机及配套浆线改造 (本部)	2017	2019	50	16.12	3223
	<b>合计</b>			<b>245</b>	<b>101.98</b>	<b>4162</b>

浆类						
公司	项目	开工时间 (年)	投产时间 (年)	产能 (万吨)	投资金额/预算(亿元)	吨投资 (元/吨)
太阳纸业	合利纸业-木浆生产线	2006	2007	10	3.58	3576
	永悦机械浆生产线工程	2008	2009	10	3.96	3962
	老挝制浆生产线	2010	2018	50	32.83	6566
	颜店化机浆项目	2019	2020	18	4.03	2239
	广西北海化学浆项目	2020	2021	80	69.03	8629
	广西北海化机浆项目	2020	2021	60	15.5	2583
	<b>合计</b>			<b>228</b>	<b>128.93</b>	<b>5655</b>
晨鸣纸业	湛江 70 万吨林浆项目	2007	2011	70	42.23	6032
	化学浆项目 (美伦)	2014	2019	100	43.15	4315
	林浆一体化项目 (黄冈晨鸣)	2011	2018	30	43.61	14538
	<b>合计</b>			<b>200</b>	<b>128.99</b>	<b>6449</b>

资料来源：各公司年报及债券评级报告，光大证券研究所测算

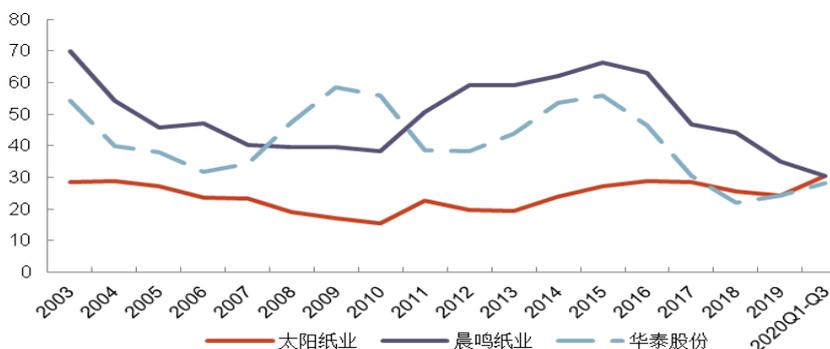
## 4.2、 大盘商制度与优秀管理能力实现高周转

公司的高周转是高 ROE 的另一个重要来源，我们认为主要得益于公司优秀的回款能力与库存管理能力，而这本质上与公司的渠道关系、管理能力息息相关。

### 4.2.1、 区域大盘制度保障了优秀的回款能力

公司的回款能力优于行业对手。公司上市以来应收账款周转天数基本稳定在 20-30 天左右的水平，即便在 2008-10 年、2012-15 年两次行业低谷时期，相较于对手仍然保证有限的波动，回款水平稳定且高效。

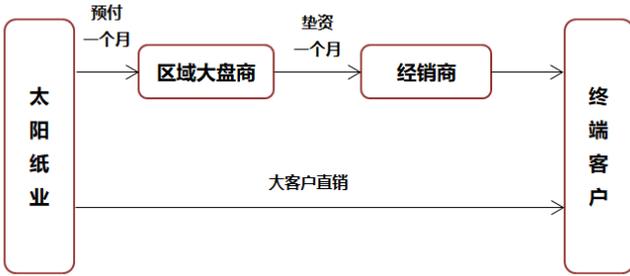
图 45：应收账款周转天数



资料来源：Wind，光大证券研究所

太阳纸业的渠道以区域大盘商为中心，对回款能力要求较高。太阳的营销体系采用区域总代理制度，与每个地区最有能力的区域大盘商进行合作，而区域大盘商需向太阳纸业预付一个月资金，同时区域大盘商也会向二级经销商垫资一个月货款助其早期的扩张。对比晨鸣，太阳在零售端布局相对较少，渠道网络虽不如对手丰富，但是回款得到较好保证，由此带来货款的高周转。

图 46：太阳纸业销售渠道



资料来源：太阳财富新天地，《太阳纸业文化用纸产品营销渠道优化研究》——杨彬彬，光大证券研究所

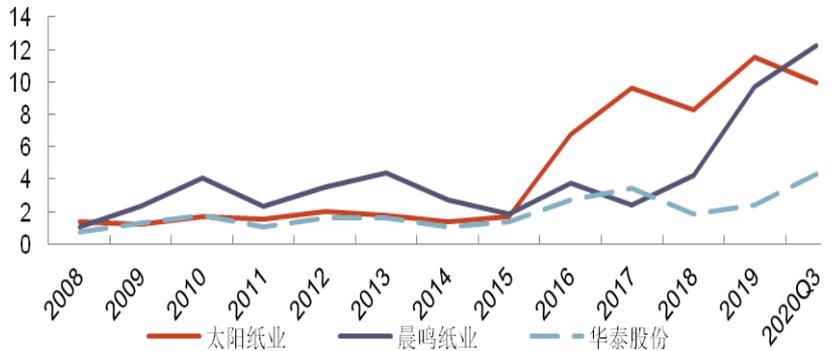
图 47：晨鸣纸业销售渠道



资料来源：太阳财富新天地，光大证券研究所

太阳纸业预收账款优于对手，对渠道的把控力更好。基于区域大盘商制度，公司的回款能力较好，2015 年之后预收账款也随行情快速上扬，考虑到 2015-19 年，太阳收入规模仅为晨鸣的 50%-75%，因此其回款能力较为突出。

图 48：各个公司预收账款/合同负债（亿元）

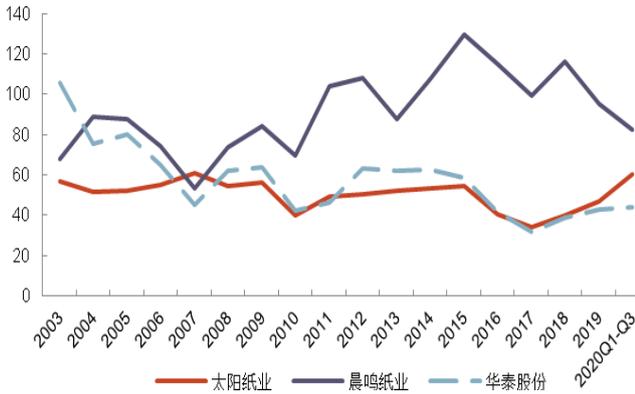


资料来源：公司年报，光大证券研究所

#### 4.2.2、高存货周转：出色的管理能力

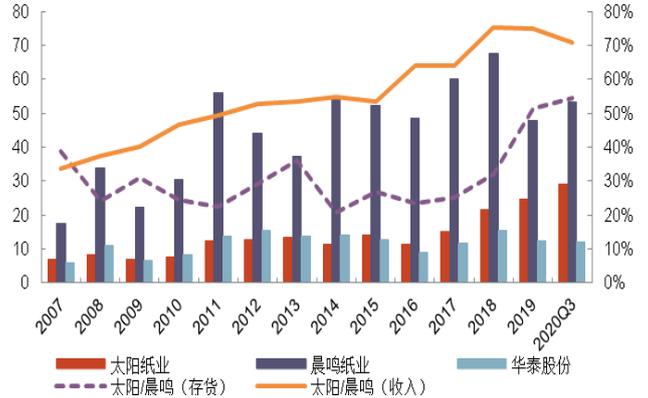
公司库存管理能力优于行业对手。从库存管理上看，公司周转天数保持相对低水平，2019 年之后由于行业景气度提升，外加 2020 年新冠疫情，周转天数有所上升。复工复产之后，库存压力有所改善，非涂文化纸、铜版纸库存天数仅有 5 天，箱板纸 10 天，经销商也控制在一个月之内，经营状况趋于良性。此外，截至 20Q3，太阳收入占到晨鸣的 75%左右，但存货占比仅为 50%左右，从库存天数上及相对量上看，公司库存管理能力优于对手。

图 49: 存货周转天数



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 50: 各公司库存 (亿元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

公司长期以来重视管理与降本增效, 存货管理能力强。2012 年, 公司制定了“成本优化、品牌经营、信息化、精细化管理”四大经营战略, 开启管理变革征程。2012-15 年, 公司采取了一系列管理变革, 主要有以下几个方面:

- 1、2012 年与咨询公司合作, 建立新的管理框架, 实施“模拟法人”制度, 建立事业部制, 各事业部独立核算, 自负盈亏, 调动事业部积极性;
- 2、2014 年, 公司联手浪潮, 启动 ERP 信息化建设, 将 ERP 作为“一把手”工程来抓。因为 ERP 是一项及其复杂的整体项目, 需要财务、供应链、采购、销售、人事等多个部门的勾兑配合, 因此领导班子的重视程度, 对 ERP 的成功实施至关重要, 太阳纸业也由此斩获了“2017 年度中国制造业优秀 CIO”的奖项, 是近几年为数不多的斩获该奖的造纸企业之一。

公司 ERP 实施情况较好, 库存管理效率明显改善。ERP 的核心主要为供应链管理, 即高效统筹采购、生产、库存、销售, 同时与公司其他部门实现联动, 实施出色, 则可对企业实现明显的降本增效。而对比太阳纸业不同纸机效率, 实施了 ERP 后有明显的改善, 库存管理、装车效率、存储量均有十分显著的提升。

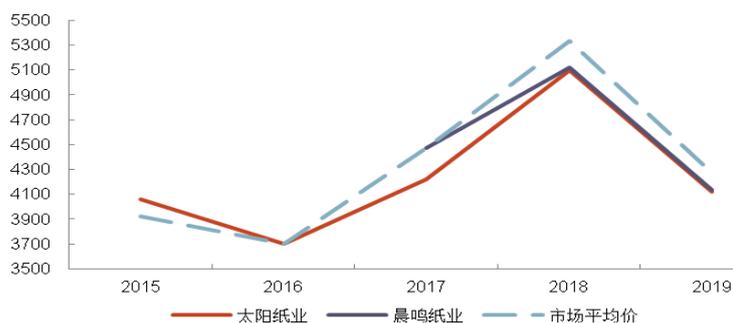
表 3: 太阳出入库及存储效率对比

参数说明	PM24 纸机 (无 ERP)	PM31&32 纸机 (实施 ERP)	改进率
月均入库量 (万吨)	3.7	5.3	43%
月均出库量 (万吨)	4	5.2	30%
平均装车 (分钟)	66	38	42%
单位面积存储量 (吨/平方米)	1.64	3.89	137%

资料来源: e-works, 光大证券研究所整理

从采购端来看, 太阳采购价低于对手与市场价, 体现了较好的采购效率。造纸行业遵从以销代产的模式, 合理预测销售并最大限度降低采购价格同样重要, 太阳的木浆采购价低于对手与市场均价, 与市场均价的价差基本保持在 200 元/吨以上。

图 51: 木浆采购价及市场均价 (元/吨)



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

**公司管理人员精简, 员工薪酬高。**太阳纸业的管理费率低于晨鸣 2-3 pct, 这主要得益于公司管理较为精简高效, 行政人员数量低于对手, 同时行政人员人均薪酬高于对手, 体现了公司较好的管理效率与激励态度。

图 52: 各公司行政人员数量



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

图 53: 各公司行政人员人均薪酬 (万元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

## 5、盈利预测

我们主要对公司的非涂布文化纸与铜版纸的业务收入进行分拆预测, 其中核心假设如下:

- 1) 考虑当前行情已基本确定上涨趋势, 结合上轮及本轮行情涨价幅度, 假设 2021 年文化纸均价上涨 800 元/吨, 浆价上涨 500 元/吨; 下文将进一步做敏感性测试;
- 2) 由于 2021 年下半年, 广西浆厂将投产, 自制浆占比提升至 58%, 在外购浆价不变的情况下, 假设自制浆仅在 21 年 Q4 开始提供, 计算可得 2021 年吨毛利上升 600 元/吨, 下文将对浆价、纸价上涨情况进行敏感性测试;
- 3) 公司颜店 45 万吨文化纸项目 20 年 Q4 投产, 2021 年能正常排产, 同时预计 21 年 9 月广西 55 万吨文化纸投产, 假定提供 1/4 产能;
- 4) 我们预计 2021 年需求复苏较好, 由此预测非涂布文化纸/铜版纸产能利用率为 95%/80%

我们预测:

非涂布文化纸: 20-22 年收入为 74/112/133 亿元, 同比增长 0%/52%/19%, 非涂布文化纸毛利率为 33%/38%/32%;

双铜纸：20-22 年双铜纸收入为 32/42/41 亿元，同比增长-6%/30%/-4%，双铜纸毛利率为 36%/41%/34%。

2020/21/22 年公司归母净利润为 19.7/36.98/35.03 亿元，同比增长-10%/88%/-5%。（注：假定 2022 年纸价景气度下降，均价下滑，同时考虑到截至 21 年 2 月底，22 年产能仍未动工，因此测算下来净利润负增长）

表 4：太阳纸业文化纸收入测算

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
非涂布文化纸						
收入 (亿元)	58.99	72.07	73.85	73.77	111.77	133.13
yoy	12%	22%	2%	0%	52%	19%
毛利率	28%	27%	27%	33%	38%	32%
吨毛利 (元)	1548	1633	1466	1639	2249	1852
销售量 (万吨)	107	120	137	146.47	188.75	231.75
yoy	-6%	13%	14%	7%	29%	23%
单价 (元/吨)	5,518	5,985	5,375	5037	5921	5744
yoy	20%	8%	-10%	-6%	18%	-3%
产能 (万吨)	110	130	130	175	230	285
产能利用率	97%	93%	106%	84%	100%	90%
双铜纸						
收入 (亿元)	44.51	39.95	34.63	32.38	42.21	40.61
yoy	51%	-10%	-13%	-6%	30%	-4%
毛利率	33%	28%	27%	36%	41%	34%
吨毛利 (元)	1773	1561	1336	1780	2390	1970
销售量 (万吨)	82	73	71	65.06	72	70.2
yoy	13%	-11%	-2%	-9%	11%	-2%
单价 (元/吨)	5,429	5,486	4,864	4,977	5,862	5,785
yoy	33%	1%	-11%	2%	18%	-1%
产能 (万吨)	90	90	90	90	90	90
产能利用率	91%	81%	79%	72%	80%	78%

资料来源：公司年报，光大证券研究所测算

表 5：太阳纸业利润表测算（单位：亿元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	188.94	217.68	227.63	217.32	300.03	338.58
增长率	30.7%	15.2%	4.6%	-5%	38%	13%
毛利率	26.0%	23.5%	22.5%	23%	26%	24%
营业税费	1.41	1.38	1.14	1.24	1.61	1.87
销售费用	6.63	7.50	9.42	10.21	13.50	13.68
管理费用	5.80	5.56	5.64	6.95	8.52	10.22
研发费用	0.00	2.67	4.12	4.35	6.00	6.77
财务费用	5.71	7.20	5.73	4.64	5.94	6.18
利润总额	29.31	27.20	25.94	24.11	44.38	42.06
实际税率	23%	18%	15%	16%	16%	16%
所得税	6.81	4.77	3.96	3.86	7.10	6.73
净利润(含少数股东损益)	22.50	22.42	21.98	20.26	37.28	35.33
减：少数股东损益	2.26	0.05	0.19	0.56	0.30	0.30
归母净利润	20.24	22.38	21.78	19.70	36.98	35.03
销售净利率	11.9%	10.3%	9.7%	9%	12%	10%
净利润增长率	91.6%	10.5%	-2.7%	-10%	88%	-5%

资料来源：wind，光大证券研究所测算

在此基础上，我们对纸价及浆价进行敏感性测试。考虑到当前文化纸库存并非处于较低水平，涨价函节奏已快于 2019 年，截至 21 年 2 月底双胶纸价格已经达到 6800 元/吨，2020 年均价为 5800 元/吨，因此 2021 年均价上涨是大概率事件，保守情况下，全年纸价上涨 300-500 元/吨，乐观情况下，可上涨 700-900 元/吨，我们判断在 2020 年纸价上涨 300-900 元/吨的情形下，2021 年太阳纸业净利润增长率将会在 31%-122% 波动。

表 6: 太阳纸业 2021 年净利润增速敏感性测算

		文化纸均价上涨 (元/吨)						
		-500	-300	0	300	500	700	900
浆价上涨 (元/吨)	-300	22%	40%	66%	93%	111%	129%	146%
	-100	9%	27%	54%	81%	98%	116%	134%
	0	3%	21%	48%	74%	92%	110%	128%
	100	-3%	15%	41%	68%	86%	104%	122%
	300	-15%	2%	29%	56%	73%	91%	109%
	500	-28%	-10%	17%	43%	61%	79%	97%
	700	-40%	-23%	4%	31%	49%	66%	84%

资料来源：光大证券研究所测算，黄色为大概率波动区域

## 6、估值分析

### 6.1、相对估值

太阳纸业为当前造纸行业市值最高的企业，拥有远于行业平均的 ROE，当前 PE 和 PB 估值处于行业较高水平。（博汇纸业因受益于 APP 并购带来的格局优化，白卡纸增长创历史新高，因此估值上升较快）

表 7: 太阳纸业及同类企业估值对比

	总市值: 亿元	2019 年 ROE(扣除/加权)	PE(TTM)	PB
太阳纸业	443.57	15.5%	23	2.9
晨鸣纸业	255.80	0.1%	19	1.8
博汇纸业	207.61	3.4%	25	3.6
山鹰国际	184.40	12.3%	26	3.6
仙鹤股份	170.04	9.2%	17	1.2
岳阳林纸	107.94	3.1%	26	1.3
五洲特纸	89.52	19.3%	26	7.1
华泰股份	69.47	7.1%	10	0.8
景兴纸业	45.11	4.4%	19	1.0
平均(除太阳纸业)		7.4%	21	2.5

资料来源：wind，光大证券研究所，日期截止 2021 年 3 月 18 日  
其中 PB 采用计算的财务数据为 2020 年 Q3 数据

我们采用太阳纸业 2016 年以来的 PE 进行对比分析，在 2016 年明显的向上行情中，公司 PE 在 18-22 倍之间变动，2017-18 年 PE 从 20 倍向下滑到最低 6 倍，当前逐步上升达到历史较高位的 23 倍左右。但考虑到 2021 年纸价上涨趋势较为明确，公司业绩确定性较强，我们判断公司仍然具备投资空间。

图 54: 太阳纸业 PE (TTM)



资料来源: wind, 光大证券研究所, 时间截止 2021 年 3 月 17 日

## 6.2、绝对估值

我们对绝对估值做以下假设:

1、永续增长率: 由于造纸行业属于传统成熟的企业, 且在电子化不断普及的前提下, 未来行业规模或将出现萎缩态势, 企业增长来源更多在于对中小厂商的份额侵蚀, 保守起见, 假设永续增长率为 0%;

2、 $\beta$ 值选取: 太阳纸业属于造纸中的绩优股, ROE 明显优于行业, 主要得益于公司的大盘商经销模式、优秀的管理制度、多年来稳健的产能推进, 景气度较低的行情中业绩表现仍然稳健, 因此采用行业平均 $\beta$ 有失偏颇, 我们选取太阳纸业 wind 剔除财务杠杆过去 1 年的周度行情数据 (20 年 3 月 6 日-21 年 3 月 5 日) 测算 $\beta$ 值;

3、税率: 我们预测公司未来税收政策较稳定, 结合公司过去几年的实际税率, 假设公司未来税率为 16.00%。

通过绝对估值法, 我们计算得出每股价值为 26.87 元, 较当前股价仍具有投资价值。

表 8: 绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
永续增长率	0.00%
无风险利率 Rf	3.25%
$\beta$ (levered)	0.94
Rm-Rf	6.75%
Ke(levered)	9.56%
税率	16.00%
Kd	3.80%
Ve	47,278.0
Vd	13,591.9
目标资本结构	22.33%
WACC	8.28%

资料来源: 光大证券研究所预测

表 9：现金流折现及估值表

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	744.27	0.89%
第二阶段	29,118.64	35.01%
第三阶段 (终值)	53,307.16	64.09%
企业价值 AEV	83,170.06	100.00%
加：非经营性净资产价值	1,185.94	1.43%
减：少数股东权益 (市值)	230.41	-0.28%
减：债务价值	13,591.94	-16.34%
总股本价值	70,533.65	84.81%
股本 (百万股)	2,624.66	-
每股价值 (元)	26.87	-
PE (隐含)	36.15	-
PE (动态)	24.19	-

资料来源：光大证券研究所预测

表 10：敏感性分析表

WACC	-1.00%	-0.50%	0.00%	0.50%	1.00%
7.28%	29.97	31.54	33.32	35.36	37.72
7.78%	27.07	28.38	29.87	31.56	33.50
8.28%	24.50	25.62	26.87	28.29	29.90
8.78%	22.23	23.18	24.25	25.44	26.78
9.28%	20.20	21.02	21.93	22.94	24.08

资料来源：光大证券研究所预测

## 7、投资建议

公司作为造纸行业里的优质标的，“林浆纸一体化”与优秀的管理保障了领先于行业的 ROE，同时可预期的产能扩张将在未来贡献业绩增量。当前浆纸价格大幅上涨，公司将充分想享受自制浆比例提升带来的红利。我们维持 20/21/22 年 EPS 分别为 0.75/1.41/1.33 元，对应 PE 分别为 21/11/12 倍，维持“增持”评级。

## 8、风险提示

**浆价后续大幅回撤超预期：**当前浆价涨幅过快，或已偏离基本面，后续有回撤风险，若回撤过快或抑制纸价上行空间；

**新产能投产不达预期：**公司北海项目不及预期将影响我们对 2021 年业绩的判断；

**Q2 建党 100 周年新增需求不达预期：**Q2 建党 100 周年的增量是当前行情能够延续的一个重要因素，若需求不达预期将对浆纸价格造成影响。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	21,768	22,763	21,732	30,003	33,858
营业成本	16,663	17,631	16,721	22,066	25,854
折旧和摊销	1,148	1,447	1,736	1,943	2,122
税金及附加	138	114	124	161	187
销售费用	750	942	1,021	1,350	1,368
管理费用	556	564	695	852	1,022
研发费用	267	412	435	600	677
财务费用	720	573	464	594	618
投资收益	6	22	14	18	16
营业利润	2,692	2,503	2,389	4,382	4,167
利润总额	2,720	2,594	2,411	4,438	4,206
所得税	477	396	386	710	673
净利润	2,242	2,198	2,026	3,728	3,533
少数股东损益	5	19	56	30	30
归属母公司净利润	2,238	2,178	1,970	3,698	3,503
EPS(按最新股本计)	0.86	0.84	0.75	1.41	1.33

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	4,478	4,686	2,515	3,119	5,686
净利润	2,238	2,178	1,970	3,698	3,503
折旧摊销	1,148	1,447	1,736	1,943	2,122
净营运资金增加	-816	2,576	1,591	4,050	1,004
其他	1,908	-1,516	-2,782	-6,572	-943
投资活动产生现金流	-3,038	-4,112	-3,956	-4,007	-3,034
净资本支出	-3,026	-4,057	-4,000	-4,000	-3,000
长期投资变化	137	155	0	0	0
其他资产变化	-150	-210	44	-7	-34
融资活动现金流	-2,531	80	1,326	1,809	-2,222
股本变化	-1	0	33	0	0
债务净变化	-251	2,782	2,046	2,715	-1,142
无息负债变化	1,914	-2,082	926	809	1,503
净现金流	-1,146	657	-115	921	429

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	23.5%	22.5%	23.1%	26.5%	23.6%
EBITDA 率	20.9%	20.4%	20.4%	23.2%	20.4%
EBIT 率	15.6%	14.0%	12.4%	16.7%	14.1%
税前净利润率	12.5%	11.4%	11.1%	14.8%	12.4%
归母净利润率	10.3%	9.6%	9.1%	12.3%	10.3%
ROA	7.6%	6.8%	5.5%	8.5%	7.4%
ROE (摊薄)	17.8%	14.9%	12.1%	18.7%	15.3%
经营性 ROIC	12.5%	10.1%	7.4%	11.4%	10.4%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	57%	54%	56%	55%	51%
流动比率	0.77	0.79	0.85	0.94	1.05
速动比率	0.62	0.62	0.71	0.79	0.87
归母权益/有息债务	1.29	1.17	1.12	1.15	1.42
有形资产/有息债务	2.93	2.50	2.48	2.49	2.89

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	29,523	32,295	37,034	44,049	47,506
货币资金	1,971	2,535	2,421	3,342	3,771
交易性金融资产	0	7	0	0	0
应收帐款	1,464	1,607	1,510	2,102	2,362
应收票据	3,789	333	3,260	4,500	5,079
其他应收款 (合计)	111	174	138	210	227
存货	2,168	2,456	2,299	3,098	3,592
其他流动资产	521	3,702	3,548	4,788	5,366
流动资产合计	10,783	11,233	13,741	18,675	21,206
其他权益工具	0	173	173	173	173
长期股权投资	137	155	155	155	155
固定资产	16,618	16,696	18,513	19,589	20,111
在建工程	637	2,542	2,806	3,605	3,829
无形资产	860	862	844	822	806
商誉	39	39	39	39	39
其他非流动资产	109	394	397	397	397
非流动资产合计	18,740	21,062	23,293	25,374	26,300
总负债	16,895	17,595	20,568	24,091	24,452
短期借款	5,216	8,936	10,850	13,564	12,422
应付账款	2,307	1,815	2,018	2,468	3,006
应付票据	3,213	820	2,001	1,833	2,621
预收账款	826	1,153	963	1,425	1,554
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	13,963	14,246	16,217	19,815	20,201
长期借款	1,794	1,653	2,653	2,653	2,653
应付债券	985	1,038	1,038	1,038	1,038
其他非流动负债	150	135	139	64	39
非流动负债合计	2,931	3,349	4,351	4,276	4,251
股东权益	12,628	14,700	16,466	19,958	23,054
股本	2,592	2,591	2,625	2,625	2,625
公积金	2,350	2,439	2,602	2,849	2,849
未分配利润	7,241	9,100	10,614	13,830	16,896
归属母公司权益	12,573	14,591	16,302	19,764	22,830
少数股东权益	56	108	164	194	224

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	3.45%	4.14%	4.70%	4.50%	4.04%
管理费用率	2.55%	2.48%	3.20%	2.84%	3.02%
财务费用率	3.31%	2.52%	2.14%	1.98%	1.83%
研发费用率	1.23%	1.81%	2.00%	2.00%	2.00%
所得税率	18%	15%	16%	16%	16%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.10	0.10	0.09	0.17	0.16
每股经营现金流	1.73	1.81	0.96	1.19	2.17
每股净资产	4.85	5.63	6.21	7.53	8.70
每股销售收入	8.40	8.78	8.28	11.43	12.90

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	18	19	21	11	12
PB	3.3	2.8	2.6	2.1	1.8
EV/EBITDA	11.2	11.5	12.7	8.5	8.4
股息率	0.6%	0.6%	0.6%	1.0%	1.0%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 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。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

**光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。**

## 联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------