

基本面见底，下有安全边际，上有弹性空间



核心观点

- **公司基本面触底，经营拐点已显现。**（1）文化纸：价格、盈利触底，9月纸价有望开启上行通道。4月以来，东南亚疫情反扑导致海外需求二次回落，大量印尼双胶纸再次转而出口至需求恢复速度更快的中国市场，构成二季度文化纸价格快速下行的主因。当前文化纸价格、盈利均已处于历史约10-15%的较低分位，由于进出口因素已无边际更差空间、即便维持现状，我们判断文化纸价格仍有望于9月需求旺季开启上行通道；如未来进出口恢复常态，或带来约10-15%的供给下降空间，文化纸涨价弹性可观。（2）箱板纸：2021年年初以来外废价格持续上涨导致箱板纸盈利承压，未来海外市场外废价格或将回落，且国内市场外废进口受限背景下高品质纤维稀缺性将愈发凸显，箱板纸盈利增厚可期；（3）溶解浆：走势与纸浆价格较为一致，近期有所回落；旺季临近，下游需求向好有望驱动盈利维持历史中位以上。
- **成本优势确保公司估值向下有底，当前股价向下空间已较为有限。**公司通过多年运营积累了相较同行较为明显的成本优势，在宏观大环境极度悲观的假设下，参考2021-2022年的体量，推测公司利润底部将稳步提升至20.5亿、23.6亿，ROE底部将分别提升至12.0%、12.4%。结合历史ROE对应的PB估值区间，当ROE处于10-15%时，PB估值最小值为1.3倍；根据2021年底归母股东权益预测值200亿，我们认为极端悲观情形下，260亿构筑起公司较为坚实市值底部，当前时点股价向下空间已不足20%。
- **新项目投产在即叠加周期向上修复，成长性充足。**公司广西一期项目将于2021年四季度陆续投产，全部投产后预计将相比2021年3月末新增187万吨浆纸产能，增幅约23%，贡献较高成长性。考虑到当前公司基本面整体处于历史中低位，未来海内外需求回暖带来产品价格修复，利润向上的弹性将更为充足。中性情形下，我们测算广西一期项目投产后公司利润中枢将达40亿，对应的ROE为18.7%；结合公司历史估值，当ROE处于15-20%时，PB估值中位数为2.5倍，我们预计广西一期项目落地后，公司对应的体量将能够支撑起约500亿的合理市值水平。

财务预测与投资建议

- 结合上半年价格走势及公司新项目进展，中性偏保守情形下预计公司2021-2023年归母净利润达35.66/37.77/44.85亿元（此前预测为36.93/37.93/39.92亿元），BPS达7.43/8.66/10.14元，ROE将稳健抬升至15%以上，给予2021年2.5倍PB估值，对应目标价18.57元，维持“买入”评级。

风险提示

- 终端需求下滑幅度超预期的风险；公司海外项目推进不达预期的风险

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	22,763	21,589	32,364	35,240	40,269
同比增长(%)	4.6%	-5.2%	49.9%	8.9%	14.3%
营业利润(百万元)	2,503	2,322	4,346	4,667	5,611
同比增长(%)	-7.0%	-7.2%	87.2%	7.4%	20.2%
归属母公司净利润(百万元)	2,178	1,953	3,566	3,777	4,485
同比增长(%)	-2.7%	-10.3%	82.6%	5.9%	18.8%
每股收益(元)	0.81	0.73	1.33	1.41	1.67
毛利率(%)	22.5%	19.4%	21.9%	21.7%	21.8%
净利率(%)	9.6%	9.0%	11.0%	10.7%	11.1%
净资产收益率(%)	16.0%	12.7%	19.8%	17.5%	17.8%
市盈率	14.3	16.0	8.7	8.3	7.0
市净率	2.1	1.9	1.6	1.34	1.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年08月19日)	11.61元
目标价格	18.57元
52周最高价/最低价	21.58/10.92元
总股本/流通A股(万股)	268,699/261,270
A股市值(百万元)	31,196
国家/地区	中国
行业	造纸轻工
报告发布日期	2021年08月20日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-5.07	-5.61	-21.48	-11.23
相对表现	-1	1.52	-10.46	-13.35
沪深300	-4.07	-7.13	-11.02	2.12



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

李雪君

021-63325888*6069

lixuejun@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517020001

证券分析师

吴瑾

021-63325888*6088

wujin@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520080001

相关报告

一季度盈利能力显著提升，新项目投产为增长保驾护航	2021-04-30
20H2箱板纸盈利显著提升，21年主业高增长可期	2021-04-21
四季度盈利稳步改善，2020全年业绩符合预期：——2020年度业绩快报点评	2021-03-01
从战术占优到战略致胜，下有安全边际上有弹性空间	2020-12-31
成本挖潜构筑安全边际，管理优势铸就稳固护城河：——透过财报详解太阳纸业成本优	2020-12-29

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1 基本面见底，主业盈利向上拐点有望于 9 月启动	5
1.1 文化纸价格、盈利触底，9 月需求旺季纸价有望开启上行通道	5
4 月以来供给端印尼双胶纸进口量再次攀升，构成文化纸价格快速下行的主因	5
文化纸基本面触底，有望于 9 月需求旺季开启价格上行通道	8
1.2 外废价格持续上涨导致箱板纸盈利回落，未来稳步改善可期	9
年初以来外废价格持续上涨至历史新高，公司箱板纸盈利相应承压	9
高品质纤维稀缺性将持续凸显，箱板纸盈利有望稳步改善	10
1.3 溶解浆价格自高点有所回落，盈利有望维持历史中位以上水平	12
2 新项目投产在即叠加周期向上修复，成长性充足	13
2.1 广西项目新增产能集中释放在即，贡献较高成长性	13
2.2 高成长叠加周期向上修复，预计广西一期投产后公司利润中枢将达 40 亿元	14
3 成本优势显著，确保公司估值向下有底	15
3.1 参考 2021 年、2022 年体量，悲观情形下预计公司盈利底部将分别达 20 亿、24 亿	15
3.2 公司估值向下有底，当前时点股价向下空间已较为有限	17
盈利预测与投资建议	18
风险提示	19

图表目录

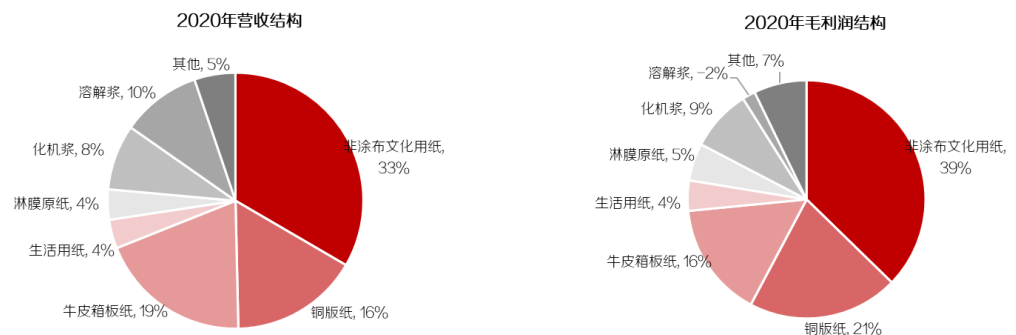
图 1: 文化纸、箱板纸、溶解浆共同构成公司三大主业 (以 2020 年为例)	5
图 2: 文化纸价格当前处于历史约 10-15% 的较低分位, 木浆外盘价处于历史约 65-75% 分位.....	6
图 3: 当前文化纸盈利处于历史约 10-15% 的较低分位	6
图 4: 2021 年 4 月以来双胶纸进口量重新攀升, 当前月度净进口量占表观消费量的比重达 10%	6
图 5: 印尼是中国双胶纸第一大进口国 (2021 年上半年占比达 77%), 构成近期进口增量的主要来源.....	6
图 6: 2020 年以印度、日本、阿联酋等为代表的海外市场文化纸需求显著下降, 导致大量印尼文化纸转为向中国出口	7
图 7: 2020 年 6 月以来, 人民币兑印尼卢比汇率上涨 12%	7
图 8: 由于疫情对需求的拖累, 东南亚文化纸价格于 2020 年四季度触底反弹后, 于 2021 年二季度再次回落	8
图 9: 预计未来非涂布文化用纸供需关系有望因进口压制缓解而改善	9
图 10: 预计未来三年铜版纸供需关系相对稳定, 有望因进口压制缓解而边际改善	9
图 11: 2021 年以来外废价格持续上涨至历史高位水平	10
图 12: 2021 年以来公司箱板纸盈利有所回落, 推测当前处于 2017 年以来约 50% 的历史分位	10
图 13: 老挝废纸浆、国内针叶浆构成公司箱板纸优质纤维原料的重要来源.....	11
图 14: 推测 2021 年公司箱板纸原材料结构中优质纤维占比已达 70% 以上	11
图 15: 由于原材料结构存在差异, 不同档次的箱板纸之间存在较为明显的价差, 未来或将继续扩大	11
图 16: 原材料布局使得公司通过国废与外废价差取得原材料盈利的同时享有产品溢价, 增厚箱板纸吨盈利区间	11
图 17: 溶解浆价格走势与纸浆价格较为一致, 2020 年四季度以来快速提涨至历史高位, 近期有所回落	12
图 18: 2021 年年初以来越南、澳大利亚阔叶木片进口均价分别上涨 15%、5%, 幅度有限	12
图 19: 2021 年 7 月底以来, 粘胶短纤开工率逐步上行	13
图 20: 粘胶短纤产量增速有望于需求旺季回暖	13
图 21: 广西一期浆纸项目投产在即, 预计公司产能将相比 2021 年 3 月末新增 187 万吨, 增幅约 23%	14
图 22: 随着未来广西一期新项目集中投产, 未来公司文化纸、箱板纸、化机浆、化学浆产量将快速增长	14
图 23: 中性情形下, 我们假设公司主业吨盈利均处于 2015 年至今历史盈利区间的中位数水平	15
图 24: 预计 2022 年公司利润中枢将达 40 亿元, 其中文化纸、箱板纸、溶解浆占比分别约 55%、18%、9%	15
图 25: 行业盈利最差时刻, 公司单季度仍能实现 3.8 亿以上的盈利, 抗周期能力突出	16

图 26: 近两轮周期底部 (2018Q4-2019Q1 以及 2020Q2) 太阳纸业盈利下滑幅度低于行业内其他纸企	16
图 27: 公司木浆系纸品自制浆比例整体高于行业平均水平, 2022 年有望持续提升至 60%以上	16
图 28: 公司箱板纸原材料中优质纤维占比于 2021 年提升至 70%, 远高于行业平均	16
图 29: 回溯公司 PB-ROE 估值历史区间, 伴随 ROE 上行, 公司对应的估值中枢也随之上行 ..	18
图 30: 当公司单季度年化 ROE 高于 10%时, 公司 PB 估值中位数在 1.9 倍以上	18
表 1: 广西基地一期项目新增产能将于 2021 年四季度陆续投产	13
表 2: 参考 2021 年、2022 年体量, 我们测算公司依靠成本优势构筑的盈利底部将分别提升至 20.5 亿、23.6 亿	17
表 3: 投中性偏保守情形预测, 未来 3 年公司业绩稳步提升, 年均复合增速 32%	19

1 基本面见底，主业盈利向上拐点有望于 9 月启动

文化纸、箱板纸、溶解浆共同构成公司的三大主业。截至 2021 年一季度末，推测太阳纸业上市公司合计拥有浆纸产能约 827 万吨，其中造纸产能约 509 万吨（含非涂布文化纸 185 万吨、铜版纸 80 万吨、淋膜原纸 20 万吨、生活用纸 17 万吨、特种纸 7 万吨、牛皮箱板纸 200 万吨），制浆产能约 318 万吨（包括自用及外售，含化机浆 118 万吨、溶解浆 80 万吨、木屑浆及半化学浆 50 万吨、针叶浆 20 万吨、化学浆 10 万吨、老挝废纸浆 40 万吨），规模位于行业前列。拆分公司收入结构，2020 年文化纸、箱板纸、溶解浆收入占比分别为 49%、19%、10%，共同构成公司三大主业。其中，文化纸、箱板纸作为公司利润贡献的主要来源，2020 年毛利润占比达 60%、16%；溶解浆由于 2020 年盈利处于历史低位、毛利润净亏损，2020 年四季度起受益于价格显著提涨，溶解浆成为贡献 2021 年一季度利润的重要来源之一。结合当前三大主业盈利所处位置及未来价格走势，我们判断公司基本面已触底，未来将大概率上行。

图 1：文化纸、箱板纸、溶解浆共同构成公司三大主业（以 2020 年为例）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

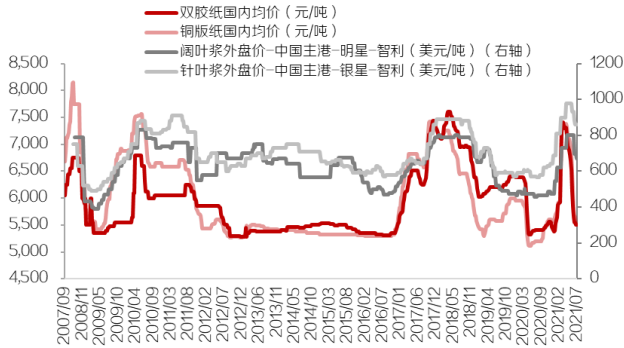
1.1 文化纸价格、盈利触底，9 月需求旺季纸价有望开启上行通道

4 月以来供给端印尼双胶纸进口量再次攀升，构成文化纸价格快速下行的主因

公司主营业务文化纸基本面触底，当前时点纸价、盈利约处于历史约 10-15% 的较低分位。当前公司合计拥有文化纸产能 265 万吨（其中非涂布文化纸 185 万吨、铜版纸 80 万吨），2021 年一季度文化纸贡献收入、毛利润比重分别达 47%、54%，构成公司第一大主业。回顾基本面情况，收入端，2021 年年初起，木浆价格上行带来的成本推动叠加供需改善，文化纸价格由历史底部位置累计提涨近 1900 元/吨至历史约 80-90% 分位；2021 年 4 月中旬以来，海外较弱需求导致的双胶纸进口增加再度对国内供给端形成压制，叠加国内需求逐步转入传统淡季，文化纸价格自前期高点快速回落，当前双胶纸、铜版纸价格均处于历史约 10-15% 的较低分位。成本端，国内纸浆期货价格自 2021 年 5 月冲高回落，带动木浆外盘价格相应下行，但当前阔叶浆、针叶浆外盘价仍处于历史约 65%、75% 分位。根据文化纸及木浆价差测算，我们推测双胶纸、铜版纸盈利自 2021 年 4 月中

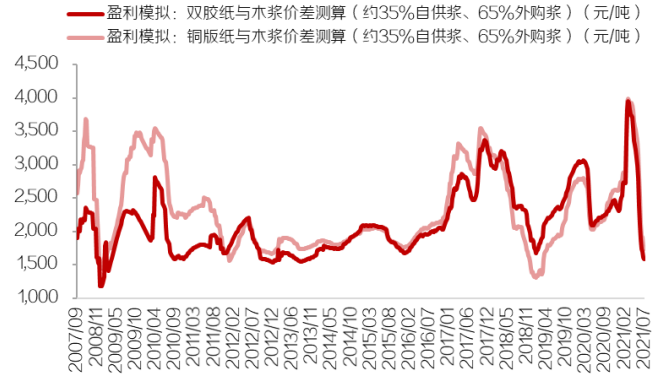
旬以来快速回落，当前均已处于历史约 10-15% 的较低分位。

图 2：文化纸价格当前处于历史约 10-15% 的较低分位，木浆外盘价处于历史约 65-75% 分位



资料来源：卓创资讯，东方证券研究所

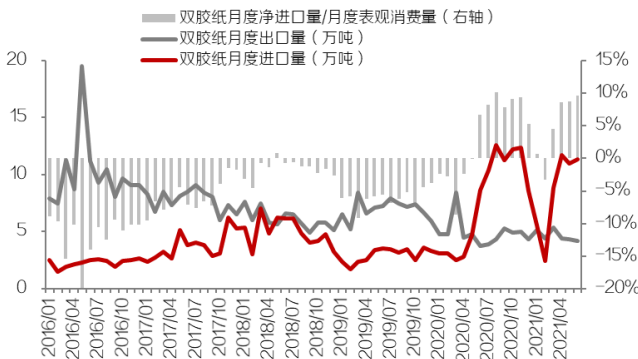
图 3：当前文化纸盈利处于历史约 10-15% 的较低分位



资料来源：卓创资讯，Wind，东方证券研究所

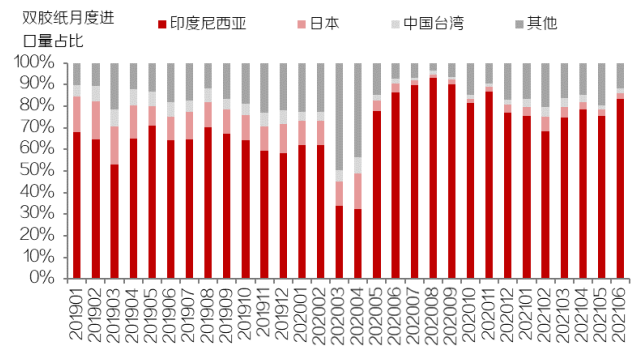
文化纸盈利下行的主因来自于供给端进口快速增加、出口同时下降，导致文化纸供给增加 10-15%，且进口增量主要来源于印度尼西亚等国。2021 年 4 月中旬以来，文化纸盈利下行的关键原因并非国内本身供需，而在于供给端进出口变化，疫情后海外需求低迷以及人民币持续升值等原因，使得文化纸进口快速攀升、出口同时回落，双胶纸时隔 15 年重现净进口特征，净进口量占据表观消费量的比重由此前的-5% 提升至 10%，相当于新增供给约 10-15%，导致纸价于 2020 年及 2021 年二季度两次快速下行至历史低点。根据海外总署统计的数据，2021 年 4-6 月中国双胶纸当月进口量均保持在 11-12 万吨，伴随出口量同时回落，双胶纸于 2021 年二季度再度由 3 月的净出口扭转为净进口特征，造成供给端短期进口冲击较大。分国别来看，进口增量仍主要来源于印度尼西亚等国，2021 年上半年双胶纸进口量中印度尼西亚占比达 77%。

图 4：2021 年 4 月以来双胶纸进口量重新攀升，当前月度净进口量占表观消费量的比重达 10%



资料来源：海关总署，卓创资讯，东方证券研究所

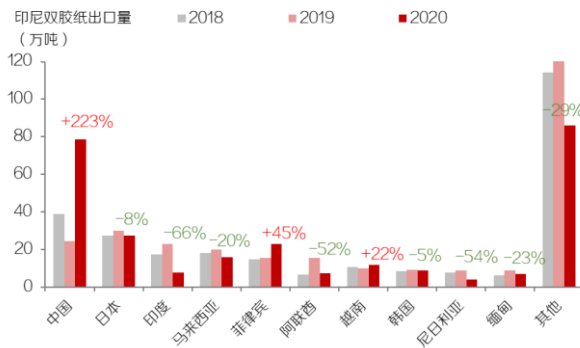
图 5：印尼是中国双胶纸第一大进口国（2021 年上半年占比达 77%），构成近期进口增量的主要来源



资料来源：海关总署，东方证券研究所

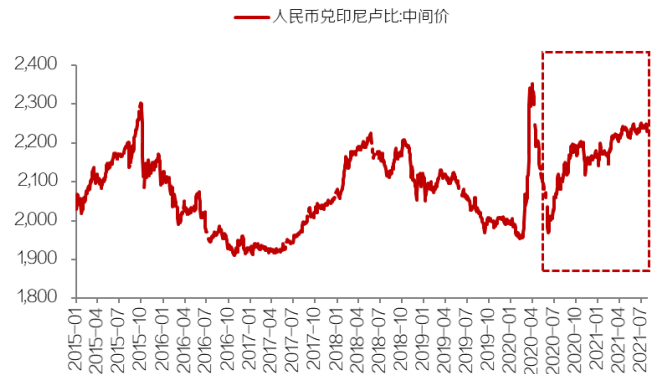
东南亚疫情反扑导致的海外需求二次回落，或为促成中国双胶纸进口再次攀升的重要原因。本轮文化纸价格的快速下跌与 2020 年 4 月文化纸价格的断崖式下跌的原因几乎相同，均源于海外市场需求持续低迷、人民币汇率升值，使得大量印尼双胶纸转而出口至需求恢复速度更快、价格更具吸引力的中国市场，导致中国双胶纸供给端遭遇较大幅度的短期进口冲击。事实上，进口压制因素于 2021 年一季度出现过显著缓解，得益于全球木浆原材料价格自 2020 年四季度起由历史底部快速上涨，叠加疫情后需求稳步回暖，以东南亚为主的印尼文化纸海外出口市场文化纸价格强势反弹，据统计 2021 年一季度印度文化纸价格由 500 美元/吨最高上涨至约 880 美元/吨，海外需求复苏使得国内市场文化纸进口量于 2020 年 12 月至 2021 年 3 月期间显著回落，文化纸供给端进口压制相应缓解。然而 2021 年 4 月以来，印度德尔塔变异毒株造成东南亚地区第二波新冠疫情反扑，停工、停课等封锁措施导致文化纸需求再度萎缩，以印度为例，该国双胶纸价格于 2020 年四季度触底反弹后，又于 2021 年 7 月快速下跌至 700-730 美元/吨；尽管同期中国市场双胶纸价格已回落至历史低点、7 月均价约 760 美元/吨，中国相比海外市场仍具备相对较高的盈利空间，因而导致 2021 年 4 月以来印尼双胶纸对中国出口量重新攀升，文化纸供给端的进口冲击再次成为加速国内价格下行的主要原因。

图 6：2020 年以印度、日本、阿联酋等为代表的海外市场文化纸需求显著下降，导致大量印尼文化纸转为向中国出口



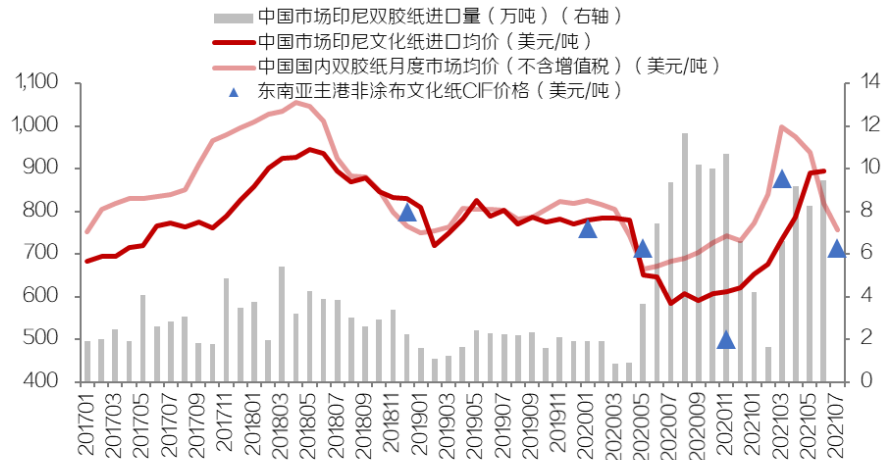
资料来源：UN Comtrade，东方证券研究所

图 7：2020 年 6 月以来，人民币兑印尼卢比汇率上涨 12%



资料来源：海关总署，卓创资讯，RISI，Printweek，东方证券研究所

图 8：由于疫情对需求的拖累，东南亚文化纸价格于 2020 年四季度触底反弹后，于 2021 年二季度再次回落



资料来源：Wind，东方证券研究所

文化纸基本面触底，有望于 9 月需求旺季开启价格上行通道

即便进出口维持现状，伴随旺季来临需求边际回暖，文化纸仍有望于 9 月迎来底部向上反弹；如进出口压制相应缓解，则涨幅将更为可观。文化纸价格自 2021 年 4 月以来快速下跌，其主因并非国内需求、而是供给端进出口变化，因此决定下一轮周期向上拐点及幅度的关键变量亦在于供给端进口压制及出口受限何时缓解，而这将与东南亚的需求复苏进程直接相关。展望未来供给端，进口方面，伴随疫苗接种加速，未来封锁解除有望推动以东南亚为代表的印尼双胶纸出口市场需求稳步修复，海外市场盈利吸引力将相应提升，叠加人民币汇率或将维持均衡水平，进出口因素几乎已无边际更差的空间，未来供给端压制有望相应缓解；国内产能方面，2022 年二季度前确定性较高的新增产能仅包括太阳纸业广西 55 万吨文化纸项目，且该项目计划将于 2021 年 9 月需求旺季时投产，新增供给较为有限。需求侧，伴随 9 月文化纸传统旺季来临，需求有望边际回暖，即便进出口维持现状，我们判断文化纸价格仍有望于 9 月需求旺季开启上行通道，公司文化纸吨盈利有望触底向上修复；如未来进出口因素恢复常态，或将带来约 10-15% 的供给下降空间，贡献的价格弹性将较为可观，文化纸涨价弹性值得期待。（更多关于文化纸历史周期复盘及未来价格走势的讨论，详见我们近期发布的行业深度报告《文化纸基本面触底，9 月纸价有望步入上行通道》）

图 9：预计未来非涂布文化用纸供需关系有望因进口压制缓解而改善

2020年	供需预测		2021E	2022E	2023E	
1730万吨 (国内总产量)	新增供给	国内新增产能	4%	7%	4%	
				16%		
		进出口影响*	-15%至-10%			
	合计	1%至4%				
1783万吨 (国内总消费量)	新增需求	近五年CAGR	1.4%	1.4%	1.4%	
		合计	4.3%			
供需相对紧张	供需格局	供需有望改善				

*注：由于海外疫情发展、需求恢复节奏存在一定不确定性，因此这里按未来三年进出口影响逐步缓解来假设

资料来源：公司公告，海关总署，中国造纸协会，东方证券研究所

图 10：预计未来三年铜版纸供需关系相对稳定，有望因进口压制缓解而边际改善

2020年	供需预测		2021E	2022E	2023E
600万吨 (国内总产量)	新增供给	国内新增产能	0%	0%	0%
		进出口影响*	-15%至-10%		
		合计	-15%至-10%		
556万吨 (国内总消费量)	新增需求	近五年CAGR	-1.8%	-1.8%	-1.8%
		合计	-5.3%		
供给相对过剩	供需格局	供需有望改善			

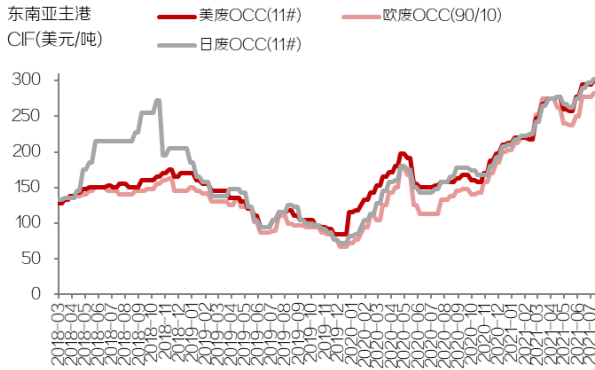
*注：由于海外疫情发展、需求恢复节奏存在一定不确定性，因此这里按未来三年进出口影响逐步缓解来假设

资料来源：公司公告，海关总署，中国造纸协会，东方证券研究所

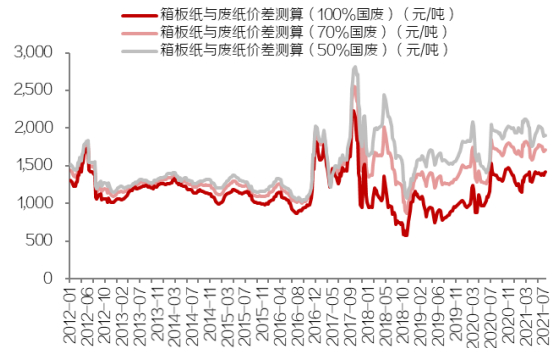
1.2 外废价格持续上涨导致箱板纸盈利回落，未来稳步改善可期

年初以来外废价格持续上涨至历史新高，公司箱板纸盈利相应承压

2021 年年初以来外废价格持续上涨至历史新高，公司箱板纸盈利有所回落。公司当前在运营的牛皮箱板纸产能达 240 万吨（其中国内产能 160 万吨，老挝产能 80 万吨），2021 年一季度贡献公司收入、毛利润比重分别约 24%、19%，构成公司第二大主营业务。我们推测公司当前箱板纸原材料成本中约 60% 的部分由外废价格直接决定，受疫情后欧美废纸回收受限、海运成本上升等因素影响，外废价格自 2021 年年初以来持续上涨至历史新高，根据纸业联讯统计的最新数据（截至 2021 年 7 月 23 日），当前东南亚主港美废 11# 到岸价高达 300 美元/吨，相比 2021 年年初价格（213 美元/吨）上涨约 45%，同期国内箱板纸市场均价上涨 9%，推测公司箱板纸盈利有所回落，当前整体处于历史中位数水平。

图 11：2021 年以来外废价格持续上涨至历史高位水平


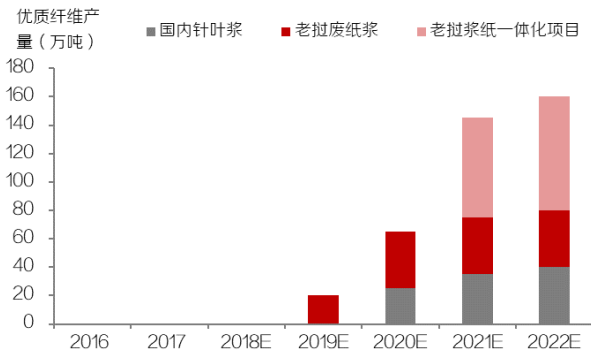
资料来源：纸业联讯，东方证券研究所

图 12：2021 年以来公司箱板纸盈利有所回落，推测当前处于 2017 年以来约 50% 的历史分位


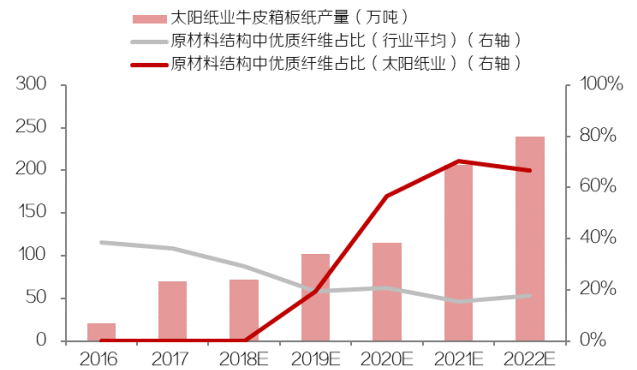
资料来源：纸业联讯，卓创资讯，东方证券研究所

高品质纤维稀缺性将持续凸显，箱板纸盈利有望稳步改善

依托海内外前瞻性原材料布局，公司箱板纸原材料结构中优质纤维占比显著高于行业平均水平。2018 年之前，公司生产箱板纸的主要原材料来源均为国废；通过前瞻性布局，公司当前已成为行业内原材料布局方面最具优势的企业。国内产能方面，公司当前已形成共计 110 万吨的替代国废纤维供给，其中老挝废纸浆、国内针叶浆作为优质纤维原料，持续提升国内箱板瓦楞纸的原材料优势；老挝 80 万吨箱板纸项目则在当地直接利用美废原材料生产，通过浆纸一体化模式降低原材料成本；综合而言，推测 2021 年公司箱板纸原材料结构中优质纤维占比已达 70% 以上，显著高于行业平均水平（约 20%）。依托于原材料布局优势，与全部采用国废生产的企业相比，公司箱板纸的竞争优势将主要来源于两方面：①利用海外成本较低的外废原材料纤维，依靠国废与外废的价差实现原材料环节的盈利；②外废进口受限的背景下提供高品质的纤维供应，从而取得由产品质量提升以及资源稀缺性带来的造纸环节产品溢价。

图 13：老挝废纸浆、国内针叶浆构成公司箱板纸优质纤维原料的重要来源


资料来源：公司公告，东方证券研究所

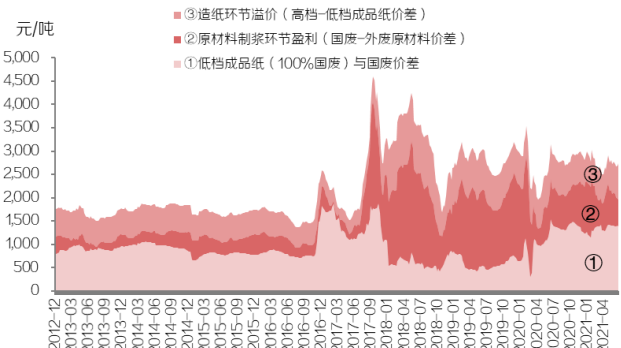
图 14：推测 2021 年公司箱板纸原材料结构中优质纤维占比已达 70% 以上


资料来源：公司公告，东方证券研究所

在外废进口受限的背景下，高品质纤维稀缺性将持续凸显，公司箱板纸盈利稳步提升可期。2021 年作为外废停止进口的收官之年，国内优质纤维短缺的背景下，高品质纤维稀缺性将尤为凸显。若下半年国内需求持续较强，废纸缺口有望显现，公司一方面将持续享有国废与外废价差贡献的原材料环节盈利，伴随未来全球航运周转效率逐步恢复、海运价格回调，外废价格有望下行，公司原材料环节成本优势将愈发突出；与此同时，造纸环节优质纤维原料的稀缺性有望愈发凸显，以高档箱板纸“玖龙”、低档箱板纸“地龙再生”江苏地区市场价为例，2017 年下半年之前，二者之间价差基本稳定在 600 元/吨，此后受废纸进口政策调整影响，二者之间价差逐步扩大，当前已达 1300 元/吨，未来高档箱板纸相对低档箱板纸的产品溢价或将进一步提升，有望助推公司箱板纸吨盈利稳步改善。

图 15：由于原材料结构存在差异，不同档次的箱板纸之间存在较为明显的价差，未来或将继续扩大


资料来源：卓创资讯，东方证券研究所

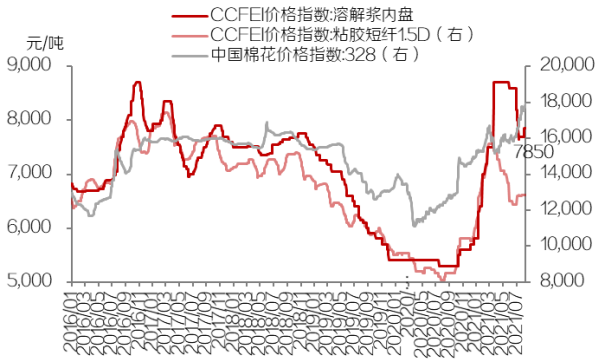
图 16：原材料布局使得公司通过国废与外废价差取得原材料盈利的同时享有产品溢价，增厚箱板纸吨盈利区间


资料来源：卓创资讯，纸业联讯，东方证券研究所

1.3 溶解浆价格自高点有所回落，盈利有望维持历史中位以上水平

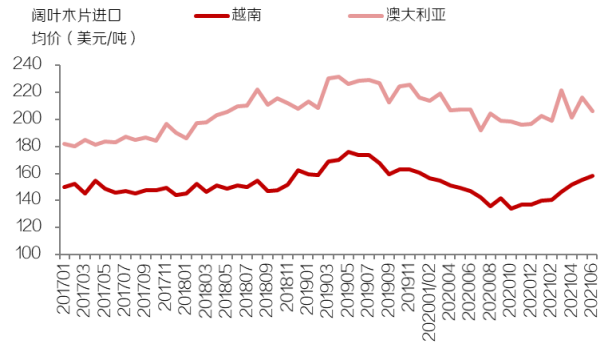
溶解浆价格走势与纸浆价格较为一致，近期有所回落，盈利仍处于历史中高位水平。依托于海内外综合布局，公司当前已形成 80 万吨溶解浆产能规模（含老挝 30 万吨、山东邹城 30 万吨、山东兖州 20 万吨），占据全球溶解浆市场份额约 8%，位居全球第三。2021 年一季度公司溶解浆业务贡献收入、毛利润比重分别约 8%、1%，为公司第三大核心主业。回顾来看，溶解浆价格走势与纸浆价格较为一致，在经历了过去近 2 年的低谷后，随着需求端回暖叠加供给偏紧，溶解浆价格自 2020 年四季度由底部位置快速提涨至历史高位水平，直接贡献收入利润，近期价格于需求淡季有所回落，但仍处于历史约 65% 的分位水平；成本端，根据海关总署披露的数据，2021 年年初以来越南、澳大利亚阔叶木片进口均价分别上涨 15%、5%，推测溶解浆成本上行幅度有限、远小于溶解浆价格涨幅，溶解浆盈利当前仍处于历史中高位水平。

图 17：溶解浆价格走势与纸浆价格较为一致，2020 年四季度以来快速提涨至历史高位，近期有所回落



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 18：2021 年年初以来越南、澳大利亚阔叶木片进口均价分别上涨 15%、5%，幅度有限

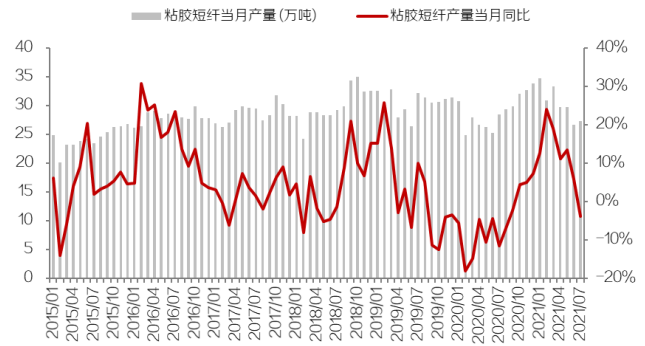


资料来源：海关总署，东方证券研究所

展望未来，需求旺季有望驱动下游粘胶短纤开工率上行，推动溶解浆价格维持历史中位以上水平。伴随“金九银十”传统需求旺季到来，下游粘胶短纤开工率有望持续上行，考虑到粘胶短纤行业未来两年几乎没有新增产能，需求复苏趋势下，预计粘胶短纤开工率有望持续提升；若粘胶短纤开工率由当前的 75% 提升至 90%，预计将增加溶解浆需求量约 81 万吨，对应新增需求增速约 8%，有望构成溶解浆需求增长的重要驱动力，拉动溶解浆价格维持中位以上水平。

图 19：2021 年 7 月底以来，粘胶短纤开工率逐步上行


资料来源：中纤网，东方证券研究所

图 20：粘胶短纤产量增速有望于需求旺季回暖


资料来源：中纤网，东方证券研究所

2 新项目投产在即叠加周期向上修复，成长性充足

2.1 广西项目新增产能集中释放在即，贡献较高成长性

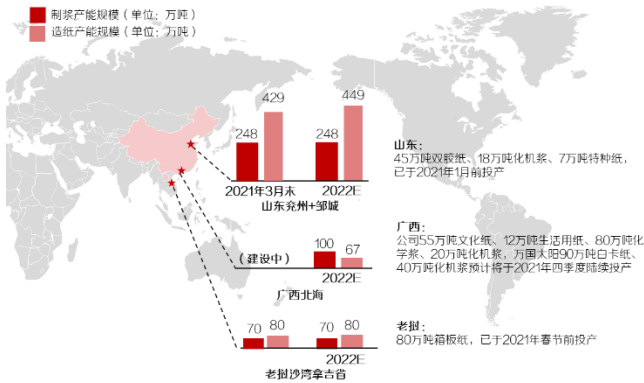
公司广西浆纸新项目集中释放在即，全部投产后预计将相比 2021 年 3 月末新增产能 187 万吨，增幅约 23%。公司兖州 45 万吨文化纸已于 2020 年 11 月下旬投产，老挝 80 万吨箱板纸两台纸机已陆续于 2021 年 1 月前投产，产能释放贡献业绩增量；广西一期项目（55 万吨文化纸、12 万吨生活用纸、80 万吨化学浆、20 万吨化机浆，以及万国太阳 90 万吨白卡纸、40 万吨化机浆）计划将于 2021 年四季度陆续投产，预计未来全部投产后，公司浆纸产能将相比 2021 年 3 月末增加 187 万吨至 1014 万吨，增幅达 23%，新增产能集中释放贡献较高成长性。

表 1：广西基地一期项目新增产能将于 2021 年四季度陆续投产

基地	产品	产能（万吨）	配套项目	投产时间
山东	文化纸	220	90万吨化机浆、10万吨化学浆	已投产
	淋膜原纸	30		
	生活用纸	17	-	
	牛皮箱板纸	120	10万吨木屑浆、40万吨半化学浆、20万吨针叶浆、老挝40万吨废纸浆	
	溶解浆	50	-	
	文化纸	45	18万吨化机浆	
特种纸	7			
老挝	溶解浆	30	速生林(面积逐年增加中)	当前种植面积约5万公顷，正逐年增加中
	废纸浆	40	以美废为原材料	
	箱板纸	80	以美废为原材料，浆纸一体化	
	速生林	>40万公顷	-	
广西	文化纸	55	80万吨化学浆、20万吨化机浆	预计2021年四季度陆续投产
	生活用纸	12		

资料来源：公司公告，纸业联讯，东方证券研究所

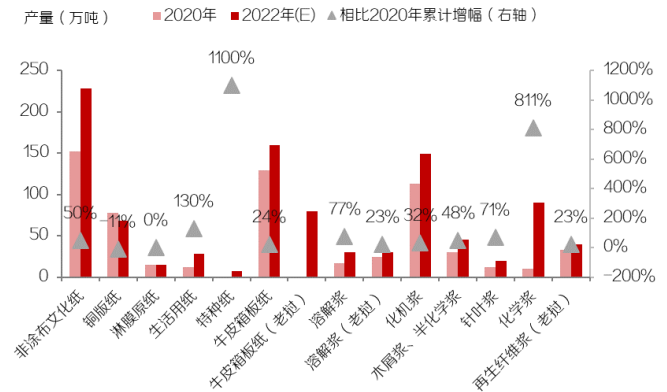
图 21：广西一期浆纸项目投产在即，预计公司产能将相比 2021 年 3 月末新增 187 万吨，增幅约 23%



注：此处太阳宏河一台 20 万吨双胶纸按转产回 40 万吨箱板纸计算

资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 22：随着未来广西一期新项目集中投产，未来公司文化纸、箱板纸、化机浆、化学浆产量将快速增长

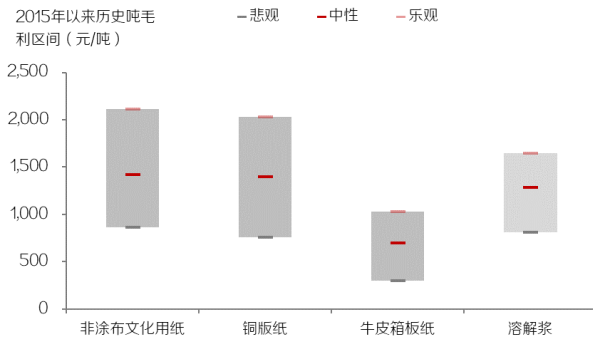


资料来源：公司公告，东方证券研究所

2.2 高成长叠加周期向上修复，预计广西一期投产后公司利润中枢将达 40 亿元

产能释放叠加周期由底部向上修复，测算广西一期项目投产后，公司利润中枢将达 40 亿元。公司未来业绩增长的弹性由产量及吨盈利提升共同贡献。产量方面，公司新增产能集中释放带来较高成长性，广西一期项目于 2021 年四季度陆续投产后，预计 2020-2022 年公司浆纸产量复合增速将达 18%；吨盈利方面，考虑到当前公司主业文化纸盈利处于历史底部位置，伴随海外、国内需求回暖带来产品价格由低位向上修复，预计公司盈利将实现显著改善。这里我们将按照中性情形进行测算，即假设未来公司主业吨盈利均处于 2015 年至今历史盈利区间的中位数水平，预计广西一期浆纸项目投产后，公司利润中枢将达 39.9 亿元（对应的 ROE 为 18.7%），其中文化纸、箱板纸、溶解浆三大主业净利润或分别达 22.0 亿、7.1 亿、3.6 亿，贡献比重分别约 55%、18%、9%。若需求恢复程度超出预期、主业吨盈利提升至历史中位水平以上，则产品价格上涨推动的公司利润向上弹性将更为充足。

图 23：中性情形下，我们假设公司主业吨盈利均处于 2015 年至今历史盈利区间的中位数水平



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 24：预计 2022 年公司利润中枢将达 40 亿元，其中文化纸、箱板纸、溶解浆占比分别约 55%、18%、9%

产品种类	销量 (万吨)	吨净利推测值 (元/吨)	2022E 利润中枢 (亿元)	利润占比
文化纸				
双胶纸	228	749	17.1	43%
铜版纸	68	719	4.9	12%
牛皮箱板纸	240	295	7.1	18%
溶解浆	60	599	3.6	9%
化机浆	73	310	2.3	6%
其他纸制品	49	306	1.5	4%
其他业务	-	-	3.4	9%
合计	719	-	39.9	100%
对应的 ROE 推测值			18.7%	

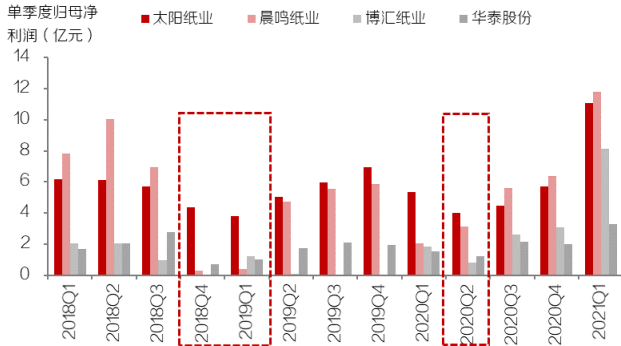
资料来源：公司公告，东方证券研究所

3 成本优势显著，确保公司估值向下有底

3.1 参考 2021 年、2022 年体量，悲观情形下预计公司盈利底部将分别达 20 亿、24 亿

公司通过成本优势熨平周期波动的能力已于报表端被两次验证，悲观情形下盈利向下有底。得益于优异的管理能力，公司通过多年的运营于各项业务中持续积累、构筑相较同行较为明显的成本优势，即使在宏观大环境极度悲观的假设下，仍可确保公司盈利向下有底，即无论纸价、浆价如何波动，公司在周期底部实现优于同行的壁垒利润的确定性仍然较高，其成本优势熨平周期波动的能力已被历史验证。以 2018Q4-2019Q1、2020Q2 最近两轮行业周期底部为例，太阳纸业盈利下滑幅度远低于行业内其他纸企，抗周期能力凸显。（对公司各项业务成本优势的拆分，详见我们于 2020 年 12 月 29 日发布的公司深度报告《成本挖潜构筑安全边际，管理优势铸就稳固护城河——透过财报详解太阳纸业成本优势》。）

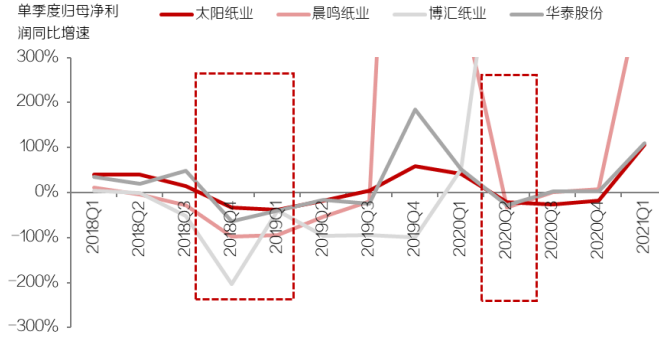
图 25：行业盈利最差时刻，公司单季度仍能实现 3.8 亿以上的盈利，抗周期能力突出



注：以上四家公司中，晨鸣纸业、华泰股份主业除造纸外，还分别涉及融资租赁、化工业务，2019 年二者机制纸业务占毛利润比重分别为 75%、71%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 26：近两轮周期底部（2018Q4-2019Q1 以及 2020Q2）太阳纸业盈利下滑幅度低于行业内其他纸企

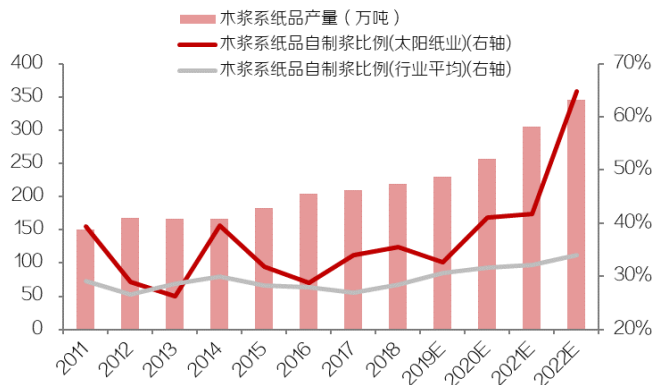


注：以上四家公司中，晨鸣纸业、华泰股份主业除造纸外，还分别涉及融资租赁、化工业务，2019 年二者机制纸业务占毛利润比重分别为 75%、71%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

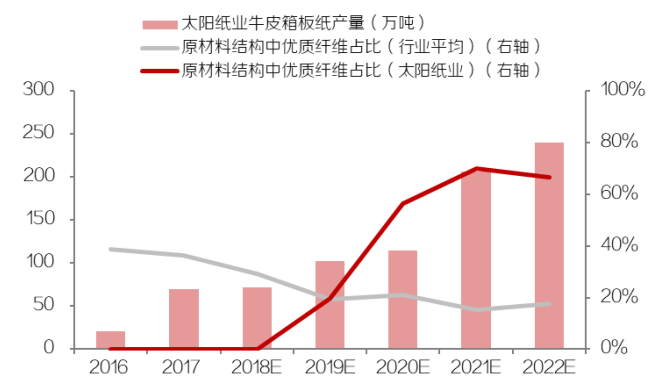
低成本持续扩产可期，公司原材料结构将持续优化，成本优势仍有提升空间。依托于行业内领先的成本端竞争优势，理论上公司具备低成本持续扩张的可能性，产量增长将推动公司盈利底稳健提升；不仅如此，依托于技术力量、销售渠道储备以及物流成本优化，山东、老挝、广西三大基地新项目有望成功复制公司原有优秀基因，原材料结构持续优化将助力公司实现高质量产能扩张，成本仍有改善空间。木浆系纸品方面，伴随广西 100 万吨木浆新项目投产，公司木浆系纸品原材料自供比例有望于 2022 年提升至 60%以上，带来木浆系纸品成本进一步下降空间；废纸系方面，伴随老挝 80 万吨箱板纸项目于 2021 年初投产，公司箱板纸原材料中优质纤维占比于 2021 年提升至 70%，未来外废进口受限背景下，高品质纤维稀缺性愈发凸显，有望推动公司箱板纸成本优势整体提升。

图 27：公司木浆系纸品自制浆比例整体高于行业平均水平，2022 年有望持续提升至 60% 以上



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 28：公司箱板纸原材料中优质纤维占比于 2021 年提升至 70%，远高于行业平均



资料来源：公司公告，东方证券研究所

参考 2021 年、2022 年体量规模进行极限测试，推测 2021 年、2022 年公司依托成本优势构筑的利润底部将稳步提升至 20.5 亿、23.6 亿，ROE 底部将分别提升至 12.0%、12.4%。在极端情形下，假设行业内近一半的企业出现亏损，参考 2021 年公司浆纸产量，扣除税费后我们测算当前公司依靠成本优势构筑的盈利底部约 20.5 亿，ROE 底部仍能维持在 12.0%；伴随 2022 年广西自制浆项目投产，公司木浆系纸品成本优势进一步提升，预计 2022 年浆纸体量下，公司盈利底部将提升至 23.6 亿元，ROE 底部将相应提升至 12.4%。依托于优异管理能力背书，预计未来公司 ROE 底部将持续抬升，护城河有望持续拓宽。

表 2：参考 2021 年、2022 年体量，我们测算公司依靠成本优势构筑的盈利底部将分别提升至 20.5 亿、23.6 亿

分类	产品	吨盈利优势（元/吨）				销量（万吨）				壁垒利润（亿元）			
		2019E	2020E	2021E	2022E	2019	2020	2021E	2022E	2019E	2020E	2021E	2022E
机制纸	双胶纸	553	553	553	580	137	149	197	228	6.3	6.8	8.2	9.9
	铜版纸	315	315	315	335	71	77	68	68	1.8	2.0	1.6	1.7
	牛皮箱板纸（国内）	217	252	270	274	128	126	137	160	2.3	2.6	2.8	3.3
	牛皮箱板纸（老挝）	-	-	502	502	-	-	70	80	-	-	3.5	4.0
	淋膜原纸	434	434	434	461	14	14	15	15	0.5	0.5	0.5	0.5
	生活用纸	47	47	47	47	11	12	18	28	0.0	0.0	0.1	0.1
	特种纸	-	434	434	461	-	-	7	7	-	-	0.2	0.2
浆	化机浆	171	171	171	171	46	52	59	73	0.7	0.7	0.8	0.9
	溶解浆（国内）	-300	-300	-300	-300	45	17	30	30	-1.1	-0.4	-0.7	-0.7
	溶解浆（老挝）	659	659	659	659	21	24	30	30	1.4	1.6	2.0	2.0
其他业务	电及蒸汽、政府补贴等	-	-	-	-	-	-	-	-	1.5	1.5	1.4	1.4
合计		-	-	-	-	-	-	-	-	13.5	15.6	20.5	23.6
对应的ROE		-	-	-	-	-	-	-	-	9.9%	10.1%	12.0%	12.4%

*注：上表中单吨盈利优势已考虑费用影响；淋膜原纸、生活用纸业务均参考 2019Q1 对应的盈利水平得到，假设特种纸吨盈利与淋膜原纸一致

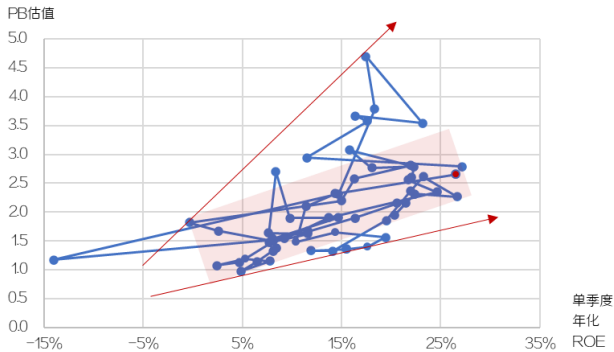
**注：2019-2022 年国内所得税率分别按 17.6%、17.6%、25.0%、25.0%假设

资料来源：公司公告，东方证券研究所

3.2 公司估值向下有底，当前时点股价向下空间已较为有限

站在当前时点来看，公司股价向下空间已较为有限。如上文所述，参考 2021-2022 年公司浆纸产量规模，我们测算极端情形下公司依托成本优势构筑的净利润底部将分别达 20.5、23.6 亿，ROE 底部将分别提升至 12.0%、12.4%。参考公司历史上不同 ROE 水平对应的 PB 估值，当 ROE 处于 10%-15% 区间时，公司 PB 估值最小值为 1.32 倍，中位数为 1.91 倍；考虑到未来公司 ROE 底部将稳健上行至 10% 以上区间，根据 2021 年底归母股东权益预测值 200 亿（2021 年 3 月末为 173 亿），极端悲观情形下给予 1.32 倍 PB 估值，我们测算认为 260 亿或为公司较为坚实的市值底部，当前时点公司股价已充分反映悲观预期，向下空间不超过 20%。

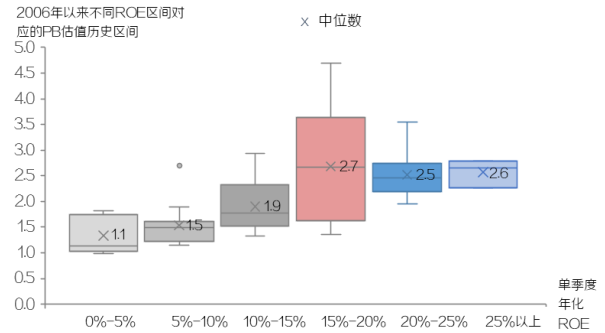
图 29: 回溯公司 PB-ROE 估值历史区间, 伴随 ROE 上行, 公司对应的估值中枢也随之上行



注: 此处 PB 估值计算公式为“季度内每日收盘价对应的市值平均值/季度期初和期末的净资产平均值”

资料来源: Wind, 东方证券研究所

图 30: 当公司单季度年化 ROE 高于 10% 时, 公司 PB 估值中位数在 1.9 倍以上



注: 此处 PB 估值计算公式为“季度内每日收盘价对应的市值平均值/季度期初和期末的净资产平均值”; 以上箱体代表 25%分位值至 75%分位值

资料来源: Wind, 东方证券研究所

中性情形下, 预计公司广西一期项目投产后的体量将支撑起约 500 亿的市值水平。考虑到公司主业基本面已触底、未来将大概率上行, 中性情形下, 前文测算广西一期项目投产后公司利润中枢对应的 ROE 水平为 18.7%。参考图 30 中公司历史 ROE 对应的 PB 估值区间, 当 ROE 处于 15% 以上时, 公司 PB 估值中位数为 2.5-2.7 倍; 根据 2021 年底归母股东权益预测值 200 亿, 中性情形下给予 2.5 倍 PB 估值, 我们预计 2021 年四季度公司广西一期项目陆续投产后, 公司对应的业务体量将能够支撑起约 500 亿的市值水平。

盈利预测与投资建议

结合上半年实际价格走势及公司新项目进展, 按中性偏保守情形进行盈利预测 (假设 2021 年 9 月文化纸价格上涨至历史中位水平后, 年底回落至历史约 30-35% 分位), 预计公司 2021-2023 年归母净利润分别达 35.66/37.77/44.85 亿元 (此前预测为 36.93/37.93/39.92 亿元), 对应的每股净资产分别为 7.43、8.66、10.14 元, ROE 分别达 19.8%/17.5%/17.8%。结合历史 ROE 对应的 PB 估值区间, 当公司单季度年化 ROE 位于 15% 以上时, 与其相对应的 PB 估值中位数为 2.5 倍; 考虑到需求回暖带来价格修复、盈利改善, 公司估值水平亦有望随周期上行而进一步提升, 这里给予公司 2021 年 2.5 倍 PB 估值, 对应目标价格 18.57 元, 维持“买入”评级。

表 3：按中性偏保守情形预测，未来 3 年公司业绩稳步提升，年均复合增速 32%

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	22,763	21,589	32,364	35,240	40,269
同比增长(%)	4.6%	-5.2%	49.9%	8.9%	14.3%
营业利润(百万元)	2,503	2,322	4,346	4,667	5,611
同比增长(%)	-7.0%	-7.2%	87.2%	7.4%	20.2%
归属母公司净利润(百万元)	2,178	1,953	3,566	3,777	4,485
同比增长(%)	-2.7%	-10.3%	82.6%	5.9%	18.8%
每股收益(元)	0.81	0.73	1.33	1.41	1.67
每股净资产(元)	5.46	6.00	7.43	8.66	10.14
毛利率(%)	22.5%	19.4%	21.9%	21.7%	21.8%
净利率(%)	9.6%	9.0%	11.0%	10.7%	11.1%
净资产收益率(%)	16.0%	12.7%	19.8%	17.5%	17.8%
市盈率	14.3	16.0	8.7	8.3	7.0
市净率	2.1	1.9	1.6	1.34	1.1

资料来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

- **宏观经济增速放缓、终端需求下滑幅度超预期的风险：**若海外疫情再次爆发，造成宏观经济增速发生较大波动，则文化纸供给端仍将存在较高等度的进口压制；若国内终端需求下滑幅度超预期，则成品纸价也将存在下跌风险，公司盈利存在大幅波动的风险。
- **公司浆纸新项目推进不达预期的风险：**若公司新建项目推进不达预期，公司盈利提升将受限，或将面临盈利不达预期的风险。

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有太阳纸业(002078，买入)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,535	2,970	6,806	10,233	13,842	营业收入	22,763	21,589	32,364	35,240	40,269
应收票据及应收账款	5,140	3,249	4,870	5,303	6,059	营业成本	17,631	17,392	25,270	27,591	31,491
预付账款	418	346	518	564	645	营业税金及附加	114	106	162	177	202
存货	2,456	2,897	4,209	4,595	5,245	营业费用	942	103	126	137	157
其他	684	540	578	588	606	管理费用及研发费用	976	1,063	1,791	1,906	2,044
流动资产合计	11,233	10,001	16,981	21,283	26,397	财务费用	573	533	659	749	733
长期股权投资	155	204	226	248	270	资产减值损失	71	91	19	23	40
固定资产	16,696	20,954	23,333	22,762	26,967	公允价值变动收益	8	(18)	(18)	(18)	(18)
在建工程	2,542	2,435	3,525	5,594	543	投资净收益	22	17	17	17	17
无形资产	862	1,023	1,102	1,191	1,290	其他	18	23	12	12	12
其他	807	1,249	89	92	93	营业利润	2,503	2,322	4,346	4,667	5,611
非流动资产合计	21,062	25,866	28,274	29,887	29,163	营业外收入	93	66	66	66	66
资产总计	32,295	35,866	45,255	51,170	55,560	营业外支出	3	9	9	9	9
短期借款	8,936	7,764	7,764	7,764	7,764	利润总额	2,594	2,378	4,403	4,724	5,668
应付票据及应付账款	2,635	2,881	4,186	4,571	5,217	所得税	396	410	818	930	1,162
其他	2,675	3,756	4,384	4,745	5,096	净利润	2,198	1,968	3,585	3,794	4,505
流动负债合计	14,246	14,402	16,335	17,080	18,077	少数股东损益	19	15	19	17	20
长期借款	1,653	3,209	6,961	8,811	9,033	归属于母公司净利润	2,178	1,953	3,566	3,777	4,485
应付债券	1,038	830	830	830	0	每股收益(元)	0.81	0.73	1.33	1.41	1.67
其他	659	1,187	1,019	1,019	1,019						
非流动负债合计	3,349	5,226	8,810	10,661	10,052	主要财务比率					
负债合计	17,595	19,628	25,145	27,741	28,129		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	108	127	146	163	184	成长能力					
股本	2,591	2,625	2,687	2,687	2,687	营业收入	4.6%	-5.2%	49.9%	8.9%	14.3%
资本公积	1,570	1,851	2,310	2,310	2,310	营业利润	-7.0%	-7.2%	87.2%	7.4%	20.2%
留存收益	9,969	11,663	14,967	18,268	22,250	归属于母公司净利润	-2.7%	-10.3%	82.6%	5.9%	18.8%
其他	461	(28)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	14,700	16,239	20,110	23,429	27,431	毛利率	22.5%	19.4%	21.9%	21.7%	21.8%
负债和股东权益总计	32,295	35,866	45,255	51,170	55,560	净利率	9.6%	9.0%	11.0%	10.7%	11.1%
						ROE	16.0%	12.7%	19.8%	17.5%	17.8%
						ROIC	10.5%	8.3%	12.3%	11.0%	11.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	54.5%	54.7%	55.6%	54.2%	50.6%
净利润	2,198	1,968	3,585	3,794	4,505	净负债率	67.7%	63.1%	50.5%	36.6%	15.9%
折旧摊销	1,234	600	1,778	1,991	2,293	流动比率	0.79	0.69	1.04	1.25	1.46
财务费用	573	533	659	749	733	速动比率	0.61	0.49	0.78	0.98	1.17
投资损失	(22)	(17)	(17)	(17)	(17)	营运能力					
营运资金变动	(2,487)	2,465	(1,230)	(153)	(548)	应收账款周转率	13.6	12.4	14.9	12.9	13.2
其它	3,190	1,067	1,250	41	59	存货周转率	7.5	6.4	7.1	6.2	6.4
经营活动现金流	4,686	6,616	6,026	6,406	7,026	总资产周转率	0.7	0.6	0.8	0.7	0.8
资本支出	(3,193)	(4,888)	(5,327)	(3,582)	(1,548)	每股指标(元)					
长期投资	167	(47)	(22)	(22)	(22)	每股收益	0.81	0.73	1.33	1.41	1.67
其他	(1,086)	(1,326)	(191)	(1)	(1)	每股经营现金流	1.81	2.52	2.24	2.38	2.61
投资活动现金流	(4,112)	(6,261)	(5,540)	(3,605)	(1,571)	每股净资产	5.43	6.00	7.43	8.66	10.14
债权融资	(465)	2,390	3,751	1,850	(609)	估值比率					
股权融资	29	315	521	0	0	市盈率	14.3	16.0	8.7	8.3	7.0
其他	516	(3,092)	(922)	(1,225)	(1,236)	市净率	2.1	1.9	1.6	1.3	1.1
筹资活动现金流	80	(387)	3,350	626	(1,845)	EV/EBITDA	9.7	12.1	6.2	5.6	4.8
汇率变动影响	2	1	-0	-0	-0	EV/EBIT	13.6	14.6	8.4	7.7	6.6
现金净增加额	657	(31)	3,836	3,427	3,609						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn