

太阳纸业

002078

审慎增持 (维持)

产业链延伸强化成本优势，造纸龙头强者恒强

2020年12月02日

市场数据

市场数据日期	2020-12-01
收盘价(元)	15.23
总股本(百万股)	2617.18
流通股本(百万股)	2606.25
总市值(百万元)	39859.62
流通市值(百万元)	39693.13
净资产(百万元)	15628.98
总资产(百万元)	34943.31
每股净资产	5.97

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	22763	21789	28454	32803
同比增长	4.6%	-4.3%	30.6%	15.3%
净利润(百万元)	2178	1923	2739	3433
同比增长	-2.7%	-11.7%	42.4%	25.3%
毛利率	22.5%	22.7%	23.7%	24.4%
净利润率	9.6%	8.8%	9.6%	10.5%
净资产收益率(%)	14.9%	11.8%	14.6%	15.7%
每股收益(元)	0.84	0.74	1.06	1.32
每股经营现金流(元)	1.81	1.33	1.92	2.23

投资要点

相关报告

《【兴证轻工】太阳纸业 2019 年一季报点评：Q1 预收账款增速止跌回升，4 月以来纸价持续上涨 Q2 业绩回暖有望》
2019-04-28

《18Q4 盈利能力承压，环比迎来大幅改善》2019-04-17

《太阳纸业 2017Q3 点评：纸浆价差扩张叠加箱板纸放量贡献营收利润高速增长》2017-10-30

分析师：

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

赵树理

zhaoshuli@xyzq.com.cn

S0190518020001

研究助理：

王凯丽

wangkaili@xyzq.com.cn

- **造纸龙头地位稳固，多品类策略平抑周期波动。**公司以原有优势产品文化纸为出发点，逐步完善林浆纸一体化产业链布局。截至 2019 年末，公司浆纸产能为 662 万吨，其中造纸产能 392 万吨(主要包括双胶纸 120 万吨、铜版纸 80 万吨以及箱板纸 160 万吨)，浆产能 270 万吨。随着公司老挝、兖州、广西北海三大基地相关项目的逐步投产，预计 2022 年底浆纸总产能将突破 1000 万吨。公司品类横跨包装纸和文化纸，且产能均位居行业前列，同时上游延伸至原生浆和废纸浆，周期平滑效果明显。
- **文化纸：盈利能力稳中向上，新产能投放助力业绩增长。**文化纸需求端较为稳定，2021 年党建新增需求或可消化新增产能(75 万吨)，价格有望稳中上行；成本端仍低位维持，由于木浆需求尚未显现明确拐点，预计将至少低位持续至 20Q1，且公司木浆自给率不断提升，预计 2022 年可达 61%，文化纸盈利能力有望增强。随着 2020 年底 45 万吨及 2021 年底 55 万吨双胶纸产能投放，业绩增长确定性较高。
- **箱板纸：高档产品占比提升，成本端优势凸显。**受外废禁止进口政策冲击，预计国废价格将继续上行，同时受疫情影响 20Q2 箱板纸价格下跌明显，全年箱板纸毛利率同比或略有下滑，但考虑到公司毛利较高的高档牛皮箱板纸占比不断提升(已接近 70%)，且目前箱板纸原材料自给率已接近 70%，老挝 80 万吨箱板纸将以当地进口美废为主，成本端优势有望进一步增强。
- **溶解浆：棉价上行因素催化，价格已触底回升。**溶解浆与棉花互为替代品，近期棉价上行明显，带动粘胶短纤和溶解浆价格上涨，有望增厚公司利润。
- **盈利预测：**预计 2020-2021 年营业收入为 217.89、284.54 亿元，分别同比变动-4.3%、+30.6%，实现归属于母公司净利润分别为 19.23、27.39 亿元，同比变动-11.7%、+42.4%；对应 2020 年 12 月 1 日股价的 P/E 分别为 20.53 和 14.41 倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：纸价上涨不及预期；销量增长不及预期；原材料成本大幅上涨。

目 录

1、从纸品生产商到林浆纸一体化集团	- 5 -
1.1、精心打磨造纸产业链，造就国内林浆纸一体化领先企业	- 5 -
1.2、收入、归母净利润稳健增长，盈利能力出众	- 7 -
1.3、股权结构集中、稳定，股权激励增强发展驱动力	- 9 -
2、文化纸盈利向好，包装纸景气度依赖需求恢复	- 10 -
2.1 从原料控制力、供需格局和竞争态势看纸企盈利	- 10 -
2.2 木浆预计年内低位维持，文化纸价格稳中有增	- 14 -
2.3 外废缺口逻辑不改，包装纸利润承压	- 18 -
2.4 受益棉价上行，溶解浆价格或将进入回升通道	- 21 -
3、成本优势显著，新增产能支撑业绩增长	- 25 -
3.1、木浆自给率攀升，文化纸盈利能力持续增强	- 25 -
3.2、前瞻性布局原材料产能，箱板纸成本优势有望显现	- 27 -
3.3、溶解浆成本优势显著，盈利能力有望回升	- 29 -
3.4、项目投产节奏稳健，未来三年成长路径清晰	- 30 -
4、盈利预测与估值	- 33 -
图 1 产业链综合布局造就林浆纸一体化领先企业	- 5 -
图 2 截至 2019 年末，公司造纸产能达 392 万吨	- 6 -
图 3 截至 2019 年末，公司制浆产能达 270 万吨	- 6 -
图 4 2020H1 非涂布文化纸、铜版纸合计收入占比达 50.37%	- 7 -
图 5 2020H1 非涂布文化纸、铜版纸合计毛利占比达 71.81%	- 7 -
图 6 太阳纸业前三季度收入为 156.39 亿元，同比下降 4.65%	- 7 -
图 7 太阳纸业前三季度归母净利润为 13.82 亿元，同比下降 6.93%	- 7 -
图 8 公司毛利率水平位于行业前列	- 8 -
图 9 公司净利率为行业最高水平	- 8 -
图 10 公司期间费用率长期处于行业低位	- 8 -
图 11 公司销售费用率处于行业中游	- 8 -
图 12 公司管理费用率处于行业中游	- 8 -
图 13 公司财务费用率长期处于行业低位	- 8 -
图 14 太阳纸业股权结构集中、决策效率高	- 9 -
图 15 纸企盈利能力决定因素	- 10 -
图 16 各纸种原材料占比 70%-85%之间	- 11 -
图 17 自制浆可平滑成本周期波动（单位：元/吨）	- 11 -
图 18 自备电厂可节约能源成本 196 元/吨	- 11 -
图 19 箱板瓦楞纸下游需求以食品饮料、家电为主	- 12 -
图 20 白卡纸下游需求以社会卡为主	- 12 -
图 21 双胶纸下游需求以图书为主	- 12 -
图 22 铜版纸下游需求以期刊画册为主	- 12 -
图 23 包装纸表观消费量稳中有增（单位：万吨）	- 12 -
图 24 文化纸表观消费量有所减少（单位：万吨）	- 12 -
图 25 包装纸产能变化（单位：万吨）	- 13 -
图 26 文化纸产能变化（单位：万吨）	- 13 -
图 27 造纸及纸制品业固定资产投资完成额累计同比	- 13 -
图 28 箱板瓦楞纸价格走势（单位：元/吨）	- 13 -
图 29 白卡纸下跌幅度小于双胶纸、铜版纸（元/吨）	- 14 -
图 30 白卡纸 CR4 接近 90%（产能口径）	- 14 -

图 31 瓦楞纸 CR4 不到 30% (产能口径)	- 14 -
图 32 箱板纸 CR4 为 55% (产能口径)	- 14 -
图 33 双胶纸 CR5 不到 30% (消费量口径)	- 14 -
图 34 铜版纸 CR4 达 97% (消费量口径)	- 14 -
图 35 我国纸浆进口主要来源国 (2015)	- 15 -
图 36 木浆主要用于生活用纸、文化纸及白卡纸	- 15 -
图 37 我国木浆以进口为主 (单位: 万吨)	- 15 -
图 38 2020Q2 欧美 GDP 同比下滑明显	- 16 -
图 39 欧洲漂针木浆消费量明显下滑 (单位: 万吨)	- 16 -
图 40 漂针木浆进口量未见明显下滑 (单位: 万吨)	- 16 -
图 41 漂阔木浆进口量未见明显下滑 (单位: 万吨)	- 16 -
图 42 国内三大港口纸浆库存仍处高位 (单位: 万吨)	- 16 -
图 43 海外港口纸浆库存仍处高位 (单位: 万吨)	- 16 -
图 44 国内针叶浆价格为 4630 元/吨	- 17 -
图 45 国内阔叶浆价格为 3490 元/吨	- 17 -
图 46 进口针叶浆价格为 625 美元/吨	- 17 -
图 47 进口阔叶浆价格为 470 美元/吨	- 17 -
图 48 文化纸开工率低位上升	- 17 -
图 49 文化纸库存天数有所下降	- 17 -
图 50 双胶纸及铜版纸价格触底回升 (元/吨)	- 18 -
图 51 文化纸毛利率低位上升	- 18 -
图 52 废纸主要用于生产箱板瓦楞纸及白板纸	- 19 -
图 53 全球废纸贸易流向重新洗牌 (2016vs2019)	- 19 -
图 54 我国废纸进口量明显下滑	- 19 -
图 55 进口废纸浆数量显著增长	- 19 -
图 56 我国废纸回收率已超过 80% (单位: 万吨)	- 19 -
图 57 箱板瓦楞纸进口量有所增加 (万吨)	- 19 -
图 58 国废价格已突破 2000 元/吨	- 20 -
图 59 外废价格有所上升	- 20 -
图 60 箱板瓦楞纸均价缓慢上行	- 21 -
图 61 箱板瓦楞纸毛利率略有承压	- 21 -
图 62 溶解浆与粘胶短纤产业链示意图	- 21 -
图 63 2019 年溶解浆下游产品结构	- 22 -
图 64 粘胶短纤成本构成	- 22 -
图 65 粘胶短纤下游需求以人棉纱为主	- 22 -
图 66 2015-2019 年溶解浆消费量稳定增长	- 22 -
图 67 我国服装零售额稳定增长	- 23 -
图 68 2015-2019 年我国家纺市场规模增速略有放缓	- 23 -
图 69 全球溶解浆主要产地及占比 (2018)	- 24 -
图 70 2015-2019 年溶解浆进口量逐年增加	- 24 -
图 71 棉花、溶解浆及粘胶短纤价格走势 (元/吨)	- 24 -
图 72 公司双胶纸毛利率逐年提高, 领跑市场	- 25 -
图 73 公司铜版纸毛利率逐年提高, 领跑市场	- 25 -
图 74 双胶纸原材料成本占总成本近八成 (2019 年)	- 25 -
图 75 公司双胶纸原材料成本较低 (元/吨)	- 25 -
图 76 公司自制浆可平滑成本波动	- 26 -
图 77 公司木浆自给率不断攀升, 2019 年达 34%	- 26 -
图 78 公司双胶纸吨纸折旧处于行业低分位 (元/吨)	- 27 -
图 79 公司双胶纸吨纸能源成本处于行业低分位 (元/吨)	- 27 -
图 80 公司牛皮箱板纸产能逐步释放	- 28 -

图 81 2019 年原材料成本占公司箱板纸成本的 83%	- 28 -
图 82 2020 年公司箱板纸原材料自给率有望接近 70%	- 28 -
图 83 不同品纸的纸箱板纸间的价差在外废禁令后逐步扩大 (元/吨)	- 29 -
图 84 近年来太阳箱板纸毛利率有提升趋势	- 29 -
图 85 20H1 溶解浆收入下滑接近 30%	- 30 -
图 86 溶解浆毛利率有望触底回升	- 30 -
图 87 2020 年公司纸制品产能预计达 679 万吨	- 31 -
图 88 2020 年公司制浆产能预计达 485 万吨	- 31 -
图 89 东南亚制浆成本远低于国内制浆成本	- 31 -
图 90 公司在行业内多元化经营水平较高	- 32 -
图 91 公司近几年毛利率一直保持稳定水平	- 32 -
表 1 公司未来 2-3 年预计持续有新产能投入	- 6 -
表 2 公司超额完成 2017 年股权激励的前两阶段业绩指标	- 9 -
表 3 废纸缺口测算 (单位: 万吨)	- 19 -
表 4 主要公司废纸浆及原生浆布局情况	- 20 -
表 5 2014-2019 年国内溶解浆市场供应情况	- 21 -
表 6 2014-2019 年国内溶解浆市场供应情况	- 23 -
表 7 太阳纸业木浆自给率测算	- 26 -
表 8 公司投资项目建设周期短、吨纸投资额较低	- 27 -
表 9 2019 年中国溶解浆产能分布情况	- 29 -
表 10 公司未来三年新增浆纸产能合计达 382 万吨	- 30 -
表 11 公司盈利预测假设	- 33 -
表 12 公司盈利预测结果	- 34 -
表 13 可比公司盈利预测与估值对比 (12 月 1 日)	- 34 -
附表	- 35 -

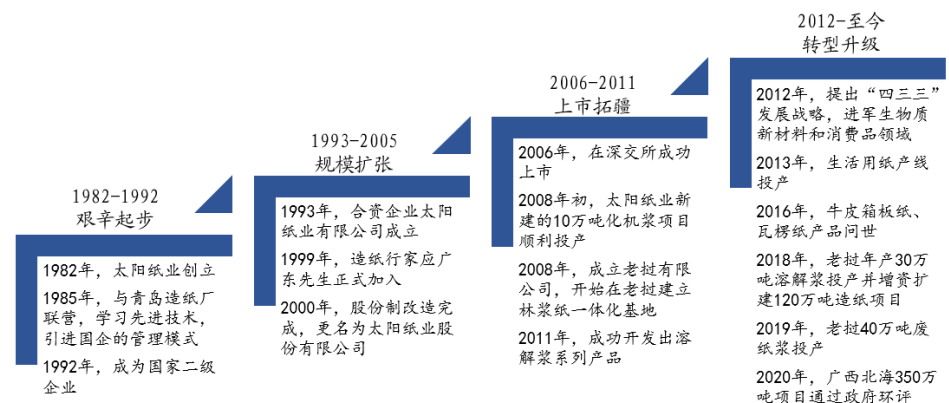
报告正文

1、从纸品生产商到林浆纸一体化集团

1.1、精心打磨造纸产业链，造就国内林浆纸一体化领先企业

产业链综合布局造就林浆纸一体化领先企业。太阳纸业成立于1982年，深耕造纸产业近四十载，于2006年在深交所上市。公司以原有优势产品文化纸为出发点，逐步完善产业链布局。2008年年初10万吨化机浆产线投产，并于同年6月成立太阳纸业老挝有限公司，迈出“走出去”战略第一步，2011年下半年成功开发出溶解浆系列产品，2013年生活用纸产线投产，2016年牛皮箱板纸与瓦楞纸产品问世，2018年老挝首条浆线顺利投产，2020年初广西北海350万吨林浆纸一体化项目通过环评，即将投入建设，一期预计将于2022年5月完全投产，公司产业版图不断扩大。截至2019年末，公司浆纸产能为662万吨，其中造纸产能392万吨，浆产能270万吨。随着公司老挝、兖州、广西北海三大基地相关项目的逐步投产，预计公司未来浆纸总产能将突破1000万吨。

图1 产业链综合布局造就林浆纸一体化领先企业



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图2 截至 2019 年末，公司造纸产能达 392 万吨

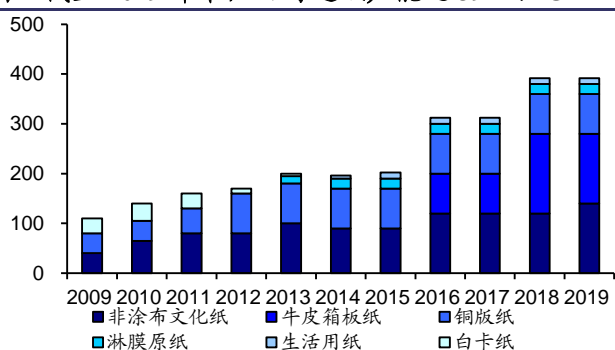
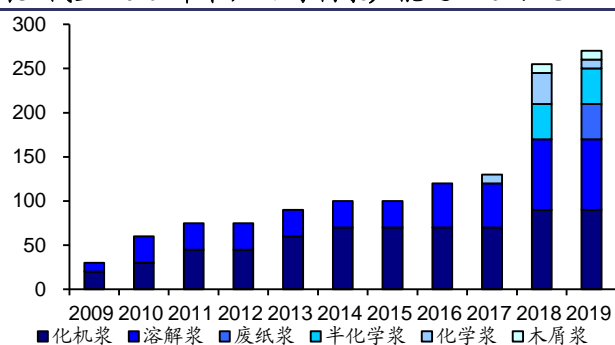


图3 截至 2019 年末，公司制浆产能达 270 万吨



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

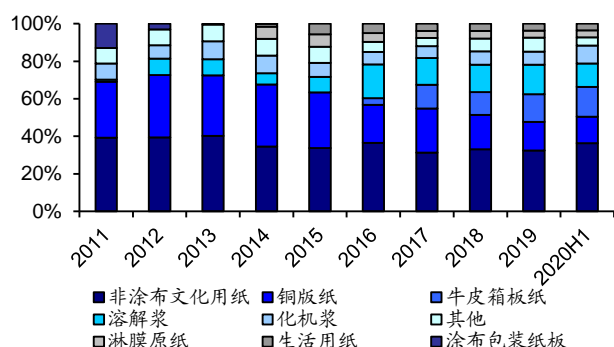
表1 公司未来 2-3 年预计持续有新产能投入

项目	产地	现有产能 (万吨)	预计新增产能 (万吨)	预计投产时间	
纸	铜版纸	山东	80		
	非涂布文化纸	山东	140	45	2020 年底
		北海		55	2021 年底
	牛皮箱板纸	山东	140		
		老挝		80	2021 年一季度
	生活用纸	山东	12	5	2020 年三季度
		北海		15	2021 年底
特种纸	山东		7	2020 年底	
浆	溶解浆	山东	50		
		老挝	30		
	化机浆	山东	90	18	2020 年底
		北海		60	2022 年初
	废纸浆	老挝	40		
	本色浆	山东		20	2020 年一季度
	木屑浆	山东	10		
	半化学浆	山东	40		
化学浆	山东	10			
	北海		80	2022 年初	
合计		662	385		

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

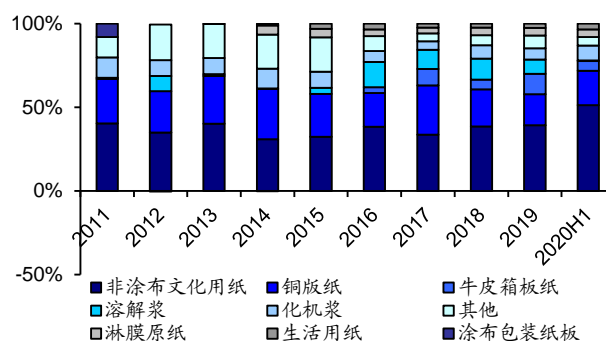
文化纸仍然是公司收入的主要来源。文化纸作为公司传统优势产品，仍是公司收入的主要来源。2020H1 公司非涂布文化纸、铜版纸合计收入占公司总收入的 50.37%，相较去年同期提升 3.76pct，非涂布文化纸、铜版纸合计毛利占公司总毛利的 71.81%，相较去年同期提升 21.95pct。此外随着牛皮箱板纸产能的释放，公司牛皮箱板纸收入占比逐年提升，2020H1 牛皮箱板纸收入占比达 15.91%，相较去年同期提升 2.62pct。

图4 2020H1 非涂布文化纸、铜版纸合计收入占比达 50.37%



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图5 2020H1 非涂布文化纸、铜版纸合计毛利占比达 71.81%

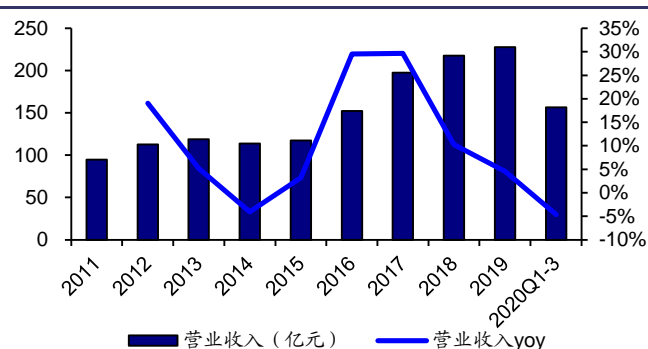


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、收入、归母净利润稳健增长，盈利能力出众

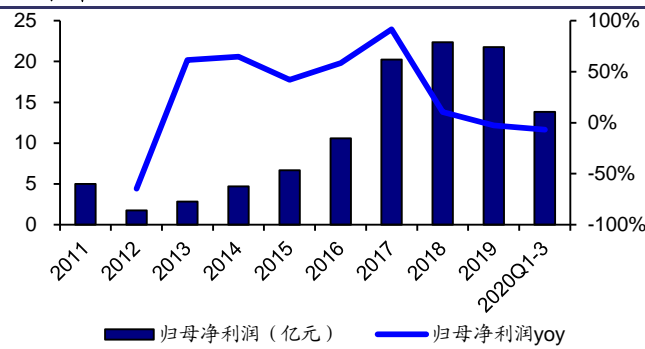
公司收入、归母净利润稳健增长。近年来随着公司产能逐步释放、产品品类愈发丰富，公司抵御周期性波动以及突发事件的能力不断增强，营收、净利润也保持稳健增长。尽管在年初受到疫情影响，公司整体经营状况依旧稳定向好，公司 2020 年前三季度收入为 156.39 亿元，同比下降 4.65%，归母净利润为 13.82 亿元，同比下降 6.93%

图6 太阳纸业前三季度收入为 156.39 亿元，同比下降 4.65%



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

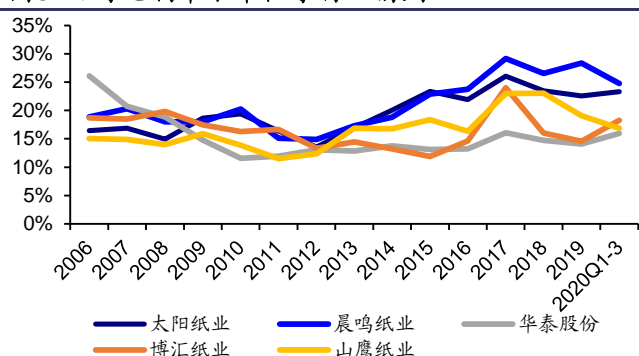
图7 太阳纸业前三季度归母净利润为 13.82 亿元，同比下降 6.93%



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

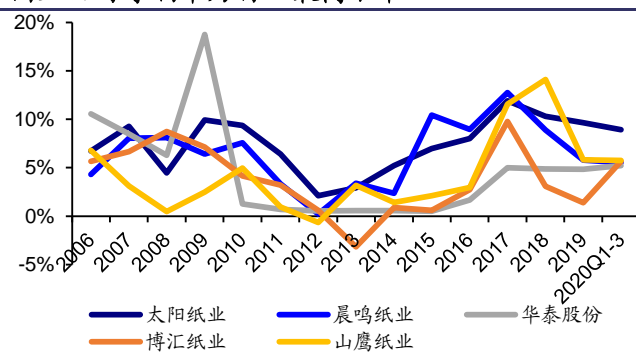
公司盈利水平不断提高，处于行业领先地位。得益于公司自供浆比例的提升、生产工艺的精进以及费用管控能力的提升，公司盈利水平自 2012 年起逐年提高。2020 年前三季度公司毛利率达 23.33%，仅次于晨鸣纸业，同期公司净利率达 8.91%，远高于行业内其他竞争对手，盈利能力出众。

图8 公司毛利率水平位于行业前列



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

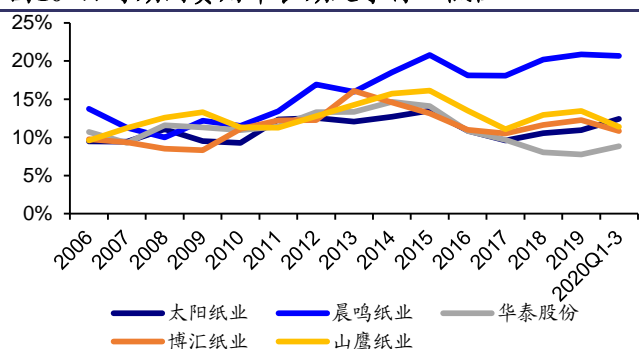
图9 公司净利率为行业最高水平



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

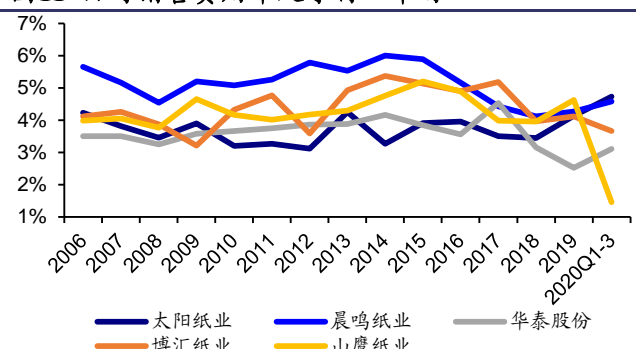
公司费用管控能力强，总体费用率长期处于行业低位。太阳纸业一直有着较强的费用管控能力，总体费用率长期处于行业较低分位，有力支撑公司高盈利。2020年前三季度，公司期间费用率为12.42%，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为4.73%、5.15%、2.53%，三费均处于行业中低分位。

图10 公司期间费用率长期处于行业低位



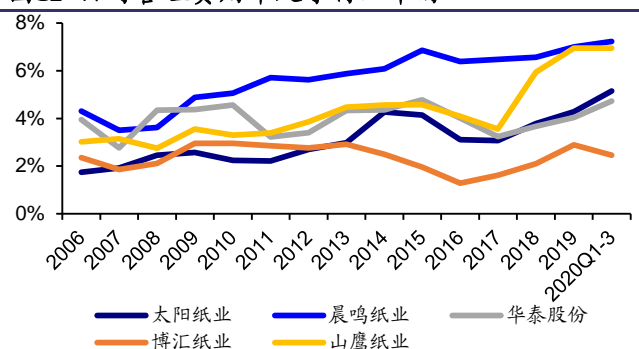
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图11 公司销售费用率处于行业中游



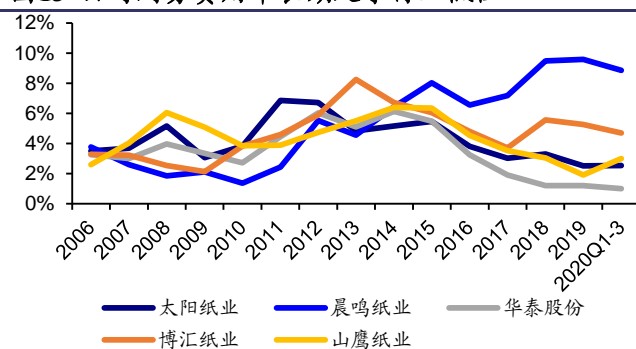
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图12 公司管理费用率处于行业中游



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图13 公司财务费用率长期处于行业低位

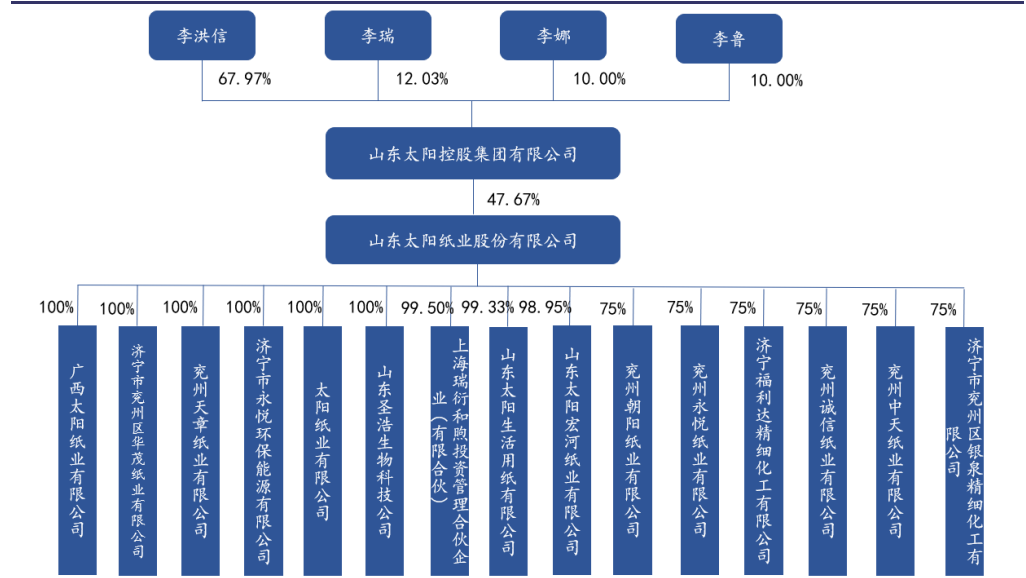


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、股权结构集中、稳定，股权激励增强发展驱动力

公司股权结构集中，决策效率高。截至2020年6月30日，公司实际控制人李洪信及其家族通过太阳控股集团有限公司直接持有太阳纸业47.67%的股权，股权结构集中、稳定，决策效率高。

图14 太阳纸业股权结构集中、决策效率高



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

股权激励增强员工积极性，实现公司可持续发展。公司上市以来分别于2008年、2014年、2017年开展了三次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。从股权激励的完成情况来看，2014年股权激励的第三阶段和2017年股权激励的前两阶段业绩指标均超额完成。公司通过股权激励的形式，深度绑定员工、公司利益，增强公司发展动力。

表2 公司超额完成2017年股权激励的前两阶段业绩指标

	2016A	2017E (2017A)	2018E (2018A)	2019E (2019A)
考核净利润 (亿元)	11.58	18.53 (22.50)	20.85 (22.42)	23.16 (21.98)
考核净利润增长率		60% (94%)	80% (94%)	100% (90%)

注：括号内为当年实际数据

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2、文化纸盈利向好，包装纸景气度依赖需求恢复

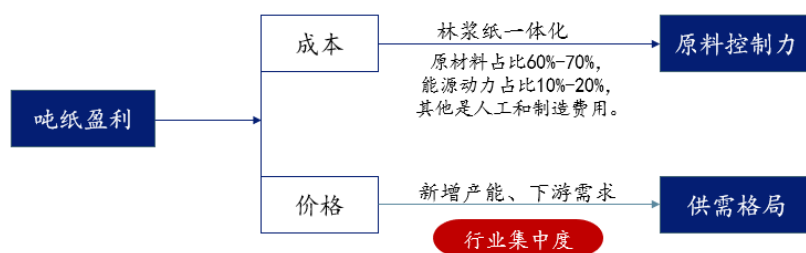
2.1 从原料控制力、供需格局和竞争态势看纸企盈利

原料控制力、供需格局、竞争态势是决定纸企盈利水平的重要因素。首先，原料控制力决定了企业的成本线，虽然纸企对上游木浆或者废纸基本不存在议价权，但拥有原料控制力的纸企吨纸成本明显低于完全依赖外购原料的纸企成本，当原料价格上涨时，掌控原料的纸企可获取更高的利润空间；

其次，供需格局决定了企业的价格线，影响价格的因素有很多，但最本质的仍然是供求关系，产能扩张快于需求增长，价格必然面临压力，但行业产能无法由一家企业决定，各类纸种当前的需求也基本稳定，因此具体企业本身在供需格局方面所能掌控的因素并不多；

最后，竞争态势决定了企业的盈利低点，行业景气下行时，集中度高的细分行业企业可以通过限产保价的形式保证利润，因为降价策略对于企业份额提升的帮助已经微乎其微，而集中度低的细分行业中，中小企业容易通过降价方式抢占市场份额，较难达成一致行动。

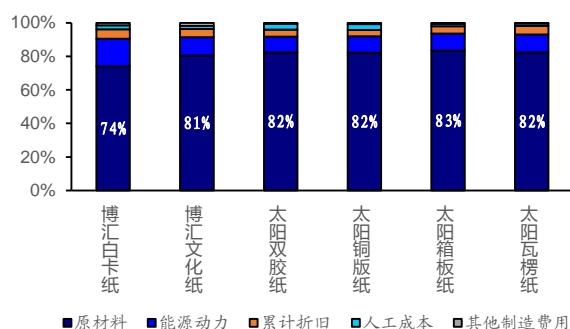
图15 纸企盈利能力决定因素



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

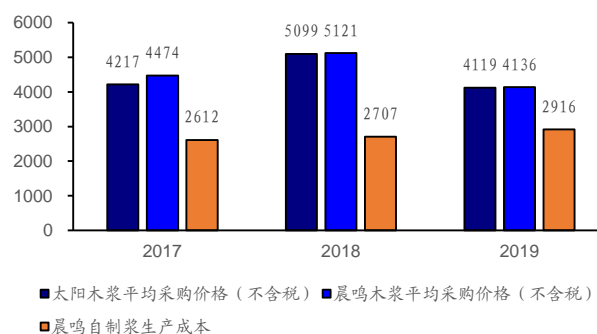
从成本端看，自制浆及自备电厂优势明显。木浆是白卡纸及文化纸的主要原材料，废纸是箱板瓦楞纸的主要原材料，两者分别占总成本比重高达 60%-70%（化学用品等辅料占比 10%左右）。鉴于原材料价格波动对成本影响较大，为控制成本波动幅度，提高盈利水平，大型纸厂纷纷向上游延申，布局木浆及废纸浆。截至 2019 年，晨鸣自制浆比率达到 71.58%，自制浆单位成本不到 3000 元，外购浆单位成本在 4000 元以上，通过提高自制浆比率，晨鸣有效地控制了原材料成本。能源动力占总成本比例为 10%左右，仅次于原材料。根据山鹰纸业公告，一般情况下，吨纸耗电 500 度，自备/外购电成本分别为 0.3、0.5 元/度，自备电单吨可节约成本 100 元；吨纸消耗蒸汽 1.6 吨，自备/外购蒸汽成本分别为 110、170 元/吨，自备蒸汽单吨可节约成本 96 元。

图16 各纸种原材料占比 70%-85%之间



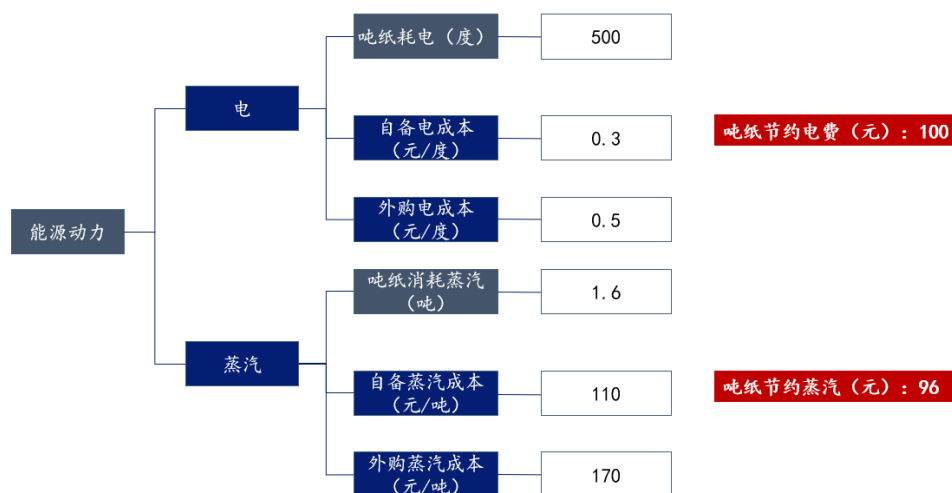
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图17 自制浆可平滑成本周期波动（单位：元/吨）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图18 自备电厂可节约能源成本 196 元/吨



资料来源：山鹰纸业公告，兴业证券经济与金融研究院整理

供需格局是决定价格的根本因素。从需求端来看，不同纸种的需求变化趋势有所差异。包装用纸中箱板瓦楞纸下游以食品饮料和家电为主，白卡纸下游需求以药品、香烟、食品为主，得益于下游消费的增长以及限塑令带来的替代需求增加，整体需求稳中有增。2019年，瓦楞纸、箱板纸、白卡纸表观消费量分别为2260、2715、858万吨，同比增长6.92%、1.42%以及9.74%。文化用纸中双胶纸需求以教辅教材为主（占比接近90%），具备一定刚性，整体比较稳定，而铜版纸需求主要来自期刊杂志，近几年电子传媒的渗透率不断提升，传统纸质杂志受到较大冲击，因此铜版纸整体需求略有下滑。2019年，双胶纸及铜版纸表观消费量分别为813、443万吨，分别同比减少4.09%、6.74%。从供给端看，18-19年箱板瓦楞纸新增产能投放较多，在需求端没有显著增长的情况下，纸价相应经历了一轮下跌；双胶纸和铜版纸的总体产能较为稳定，价格相对平稳。总体来看，供需博弈是价格的根本决定因素。

图19 箱板瓦楞纸下游需求以食品饮料、家电为主

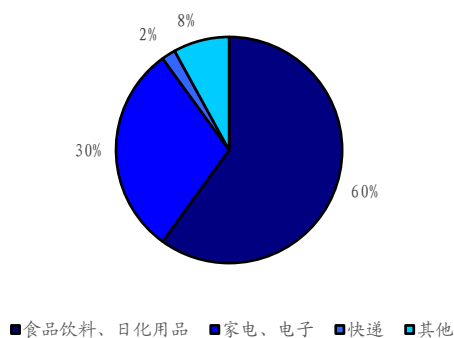
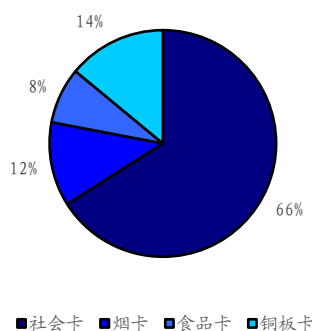


图20 白卡纸下游需求以社会卡为主



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图21 双胶纸下游需求以图书为主

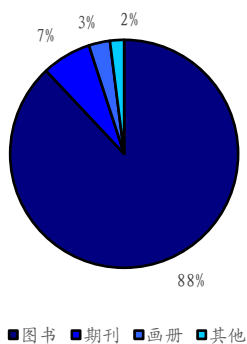
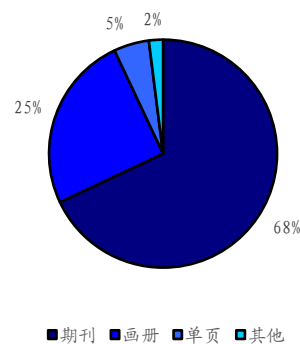


图22 铜版纸下游需求以期刊画册为主



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图23 包装纸表观消费量稳中有增（单位：万吨）

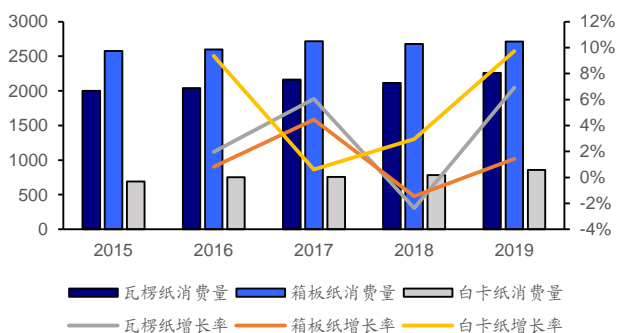
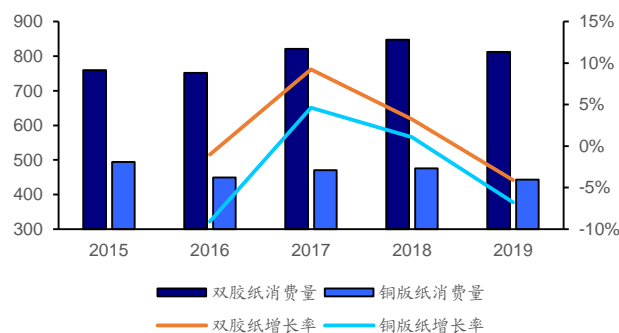


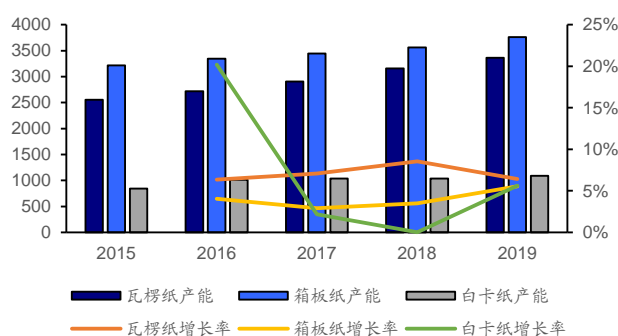
图24 文化纸表观消费量有所减少（单位：万吨）



数据来源：卓创资讯，兴业证券经济与金融研究院整理
注：表观消费量=产量+进口量-出口量

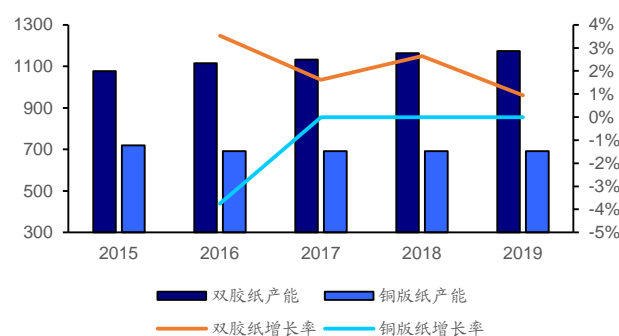
数据来源：卓创资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

图25 包装纸产能变化 (单位: 万吨)



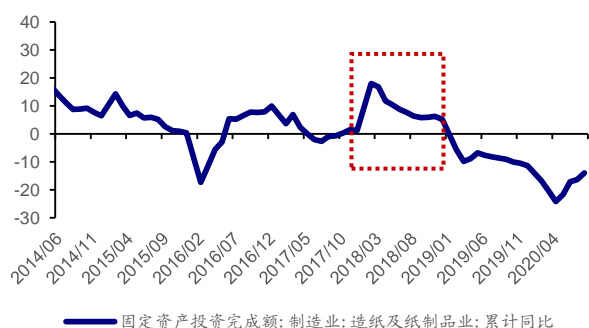
数据来源: 卓创资讯, 兴业证券经济与金融研究院整理

图26 文化纸产能变化 (单位: 万吨)



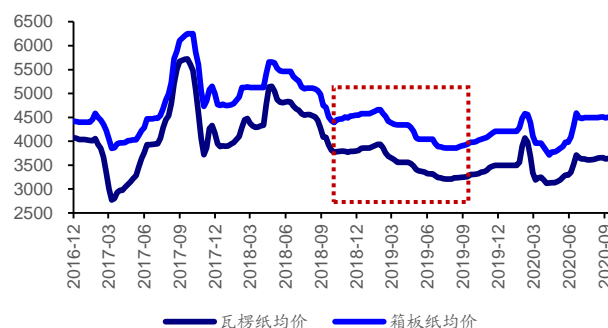
数据来源: 卓创资讯, 兴业证券经济与金融研究院整理

图27 造纸及纸制品业固定资产投资完成额累计同比



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

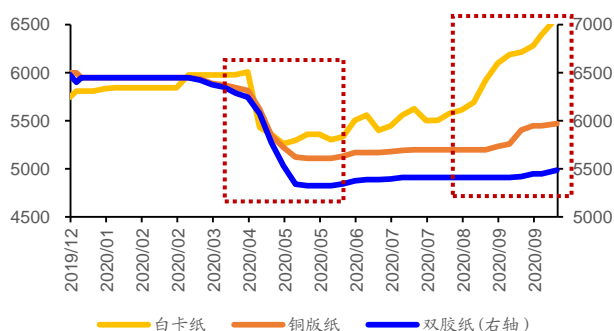
图28 箱板瓦楞纸价格走势 (单位: 元/吨)



数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

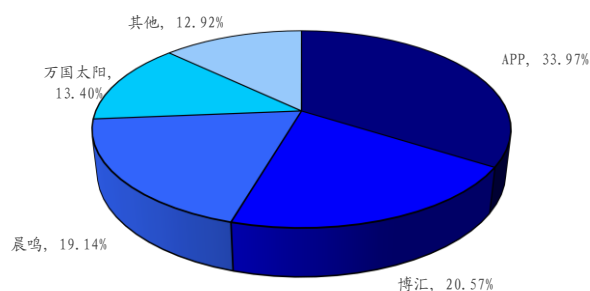
竞争格局是决定盈利低点的重要因素。行业景气度下行时，集中度高细分行业中，大企业数量较少，更容易协商达成一致价格；而对于集中度较低的行业，数量众多的中小企业难以统一，价格冰点往往更低。从行业格局来看，包装纸中瓦楞纸集中度最低，CR4 仅为 22.85%；箱板纸次之，CR4 为 55%；白卡纸集中度最高，仅 APP 市场份额就达到 33.97%，行业 CR4 高达 87.08%。文化纸中双胶纸和铜版纸差异较大，双胶纸 CR5 为 28.64%，铜版纸 CR4 为 96.90%。以今年 4-5 月份的纸价下跌为例，集中度最高的白卡纸价格下跌幅度明显小于双胶纸和铜版纸，集中度最低的双胶纸下跌幅度最大。

图29 白卡纸下跌幅度小于双胶纸、铜版纸（元/吨）



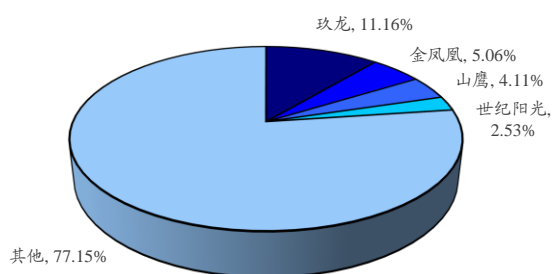
数据来源：卓创资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

图30 白卡纸 CR4 接近 90%（产能口径）



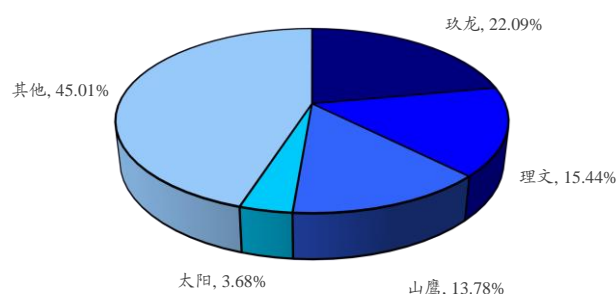
数据来源：卓创资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

图31 瓦楞纸 CR4 不到 30%（产能口径）



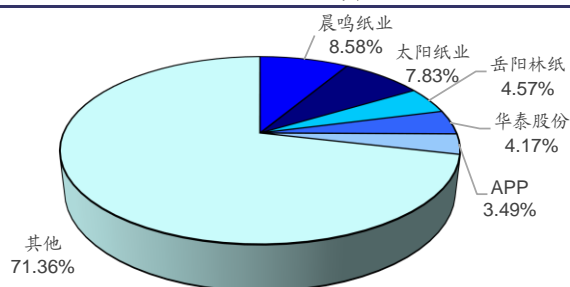
数据来源：卓创资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

图32 箱板纸 CR4 为 55%（产能口径）



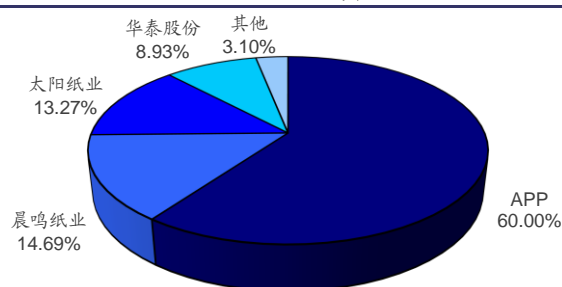
数据来源：卓创资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

图33 双胶纸 CR5 不到 30%（消费量口径）



数据来源：造纸年鉴，兴业证券经济与金融研究院整理

图34 铜版纸 CR4 达 97%（消费量口径）



数据来源：造纸年鉴，兴业证券经济与金融研究院整理

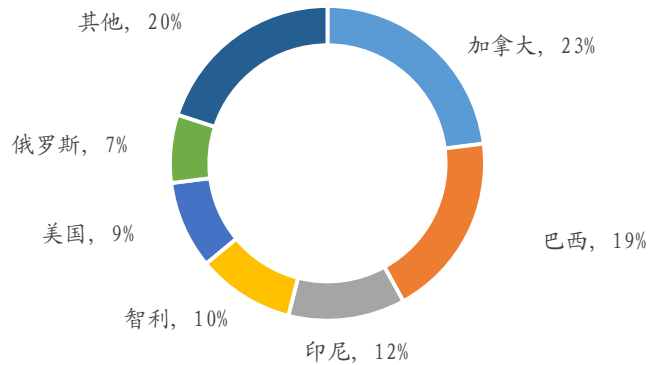
2.2 木浆预计年内低位维持，文化纸价格稳中有增

木浆是生活用纸、文化纸及白卡纸的主要原材料，进口依存度高达 65%。木浆的下游需求集中在生活用纸（32%）、双胶纸（25%）、白卡纸（23%）、铜版纸（15%）以及箱板纸（5%），且我国木浆主要依赖进口，2019 年我国木浆消耗量 3581 万吨，其中进口量 2317 万吨，进口依存度高达 65%。从进口国来看，我国纸浆进口主要

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

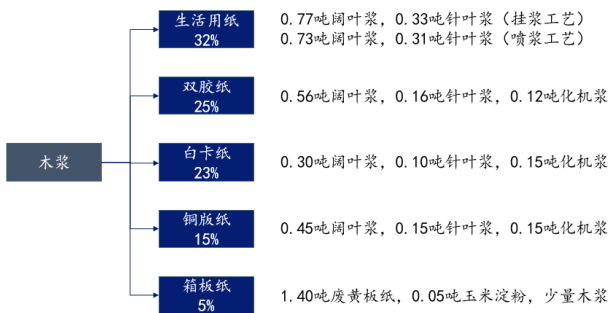
来源于加拿大（23%）、巴西（19%）、印尼（12%）、智利（10%）、美国（9%）以及俄罗斯（7%），受全球纸浆价格影响明显。

图35 我国纸浆进口主要来源国（2015）



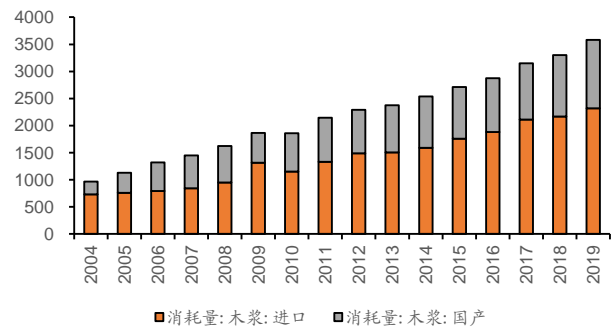
资料来源：智研咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

图36 木浆主要用于生活用纸、文化纸及白卡纸



数据来源：卓创资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

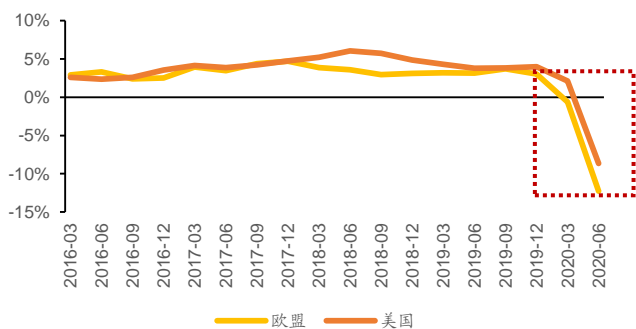
图37 我国木浆以进口为主（单位：万吨）



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

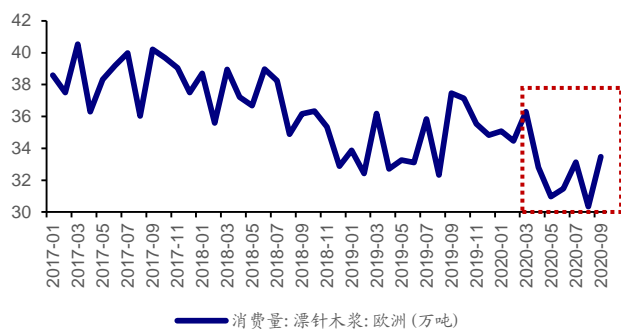
全球木浆需求受疫情冲击较大，供给端韧性较强，港口库存仍处高位。受疫情影响，2020Q2 欧美 GDP 分别同比下滑 15%、9%（经季调），需求萎缩明显。2020 年 5-7 月，欧洲漂针木浆消费量分别为 30.97、31.47、33.13 万吨，同比下滑 6.88%、4.96%以及 7.57%。供给端受疫情影响较小，我国针叶浆和阔叶浆单月进口量均未见明显下滑。此外，国内及海外木浆港口库存高企，截至目前尚未现下降拐点。海外疫情目前仍然较为严重，我们判断纸浆需求端短期内较难出现拐点，同时叠加高位库存以及供给端韧性，浆价在 21 年 Q1 之前预计都会低位维持。

图38 2020Q2 欧美 GDP 同比下滑明显



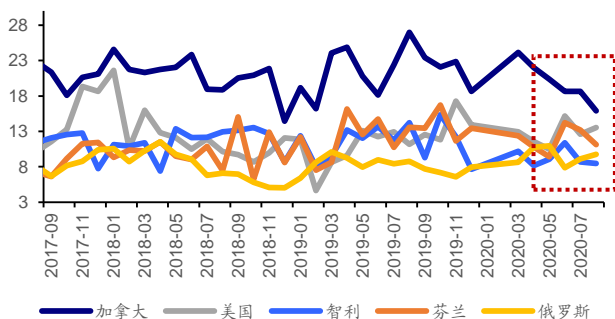
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图39 欧洲漂针木浆消费量明显下滑 (单位: 万吨)



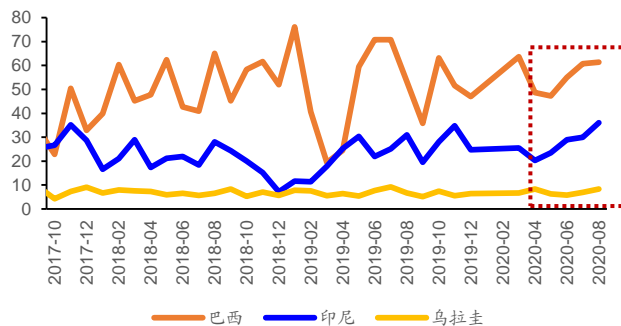
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图40 漂针木浆进口量未见明显下滑 (单位: 万吨)



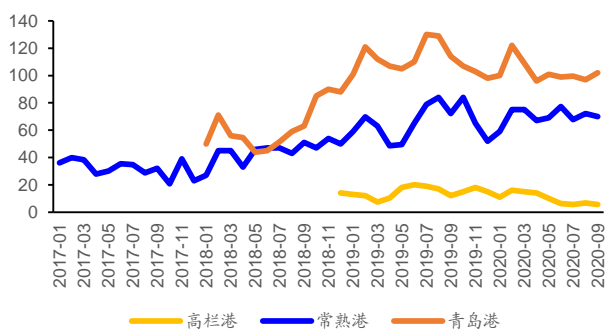
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图41 漂阔木浆进口量未见明显下滑 (单位: 万吨)



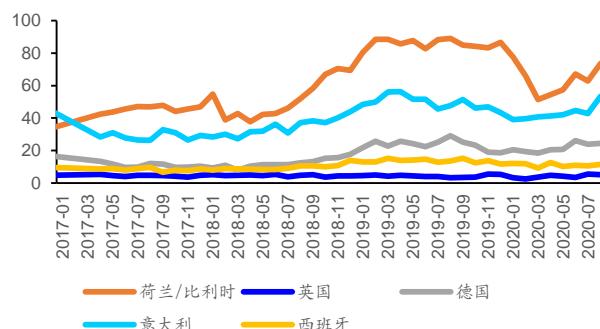
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图42 国内三大港口纸浆库存仍处高位 (单位: 万吨)



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图43 海外港口纸浆库存仍处高位 (单位: 万吨)



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图44 国内针叶浆价格为 4630 元/吨

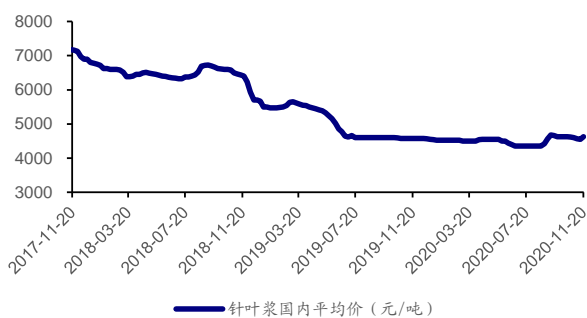
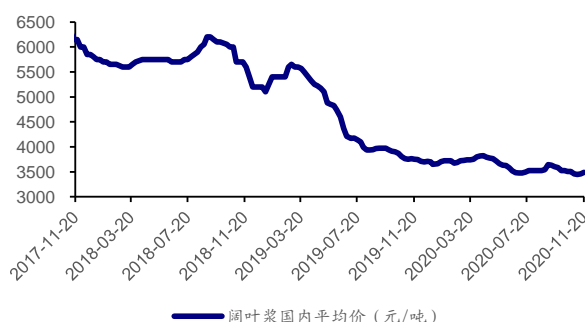


图45 国内阔叶浆价格为 3490 元/吨



数据来源：卓创资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：卓创资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

图46 进口针叶浆价格为 625 美元/吨

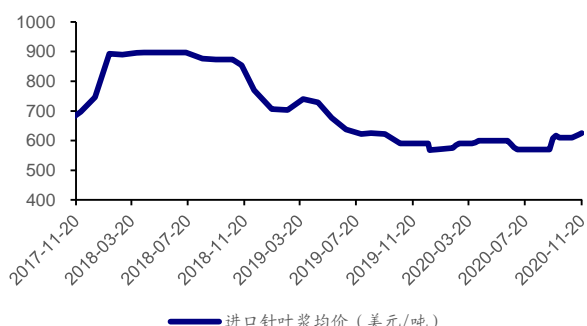
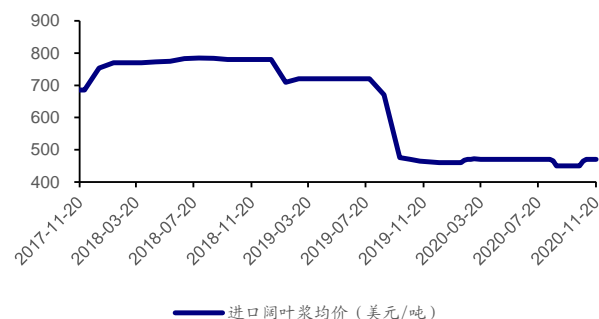


图47 进口阔叶浆价格为 470 美元/吨



数据来源：卓创资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：卓创资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

文化纸新增产能有限，下游需求有所回暖。文化纸新增产能较少，仅太阳纸业 100 万吨双胶纸（45 万吨于 20 年 11 月份投产，55 万吨于 21 年年底投产）、五星纸业 30 万吨双胶纸（2021 年 11 月份投产）及岳阳林纸 45 万吨双胶纸（2022 年投产），铜版纸无新增产能。从需求端来看，9-11 月是文化纸传统旺季，学生春季教材备货及开印，另接近年底，各类统计报表增多，带动需求上行。展望明年，21 年是建党 100 周年，党政材料增加，需求端有一定支撑。因此，文化纸供需格局近两年仍将处于相对平衡的状态。

图48 文化纸开工率低位上升

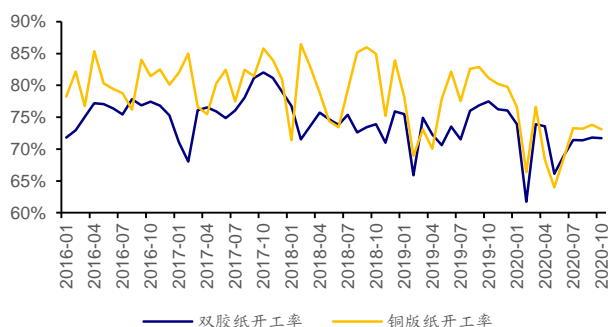
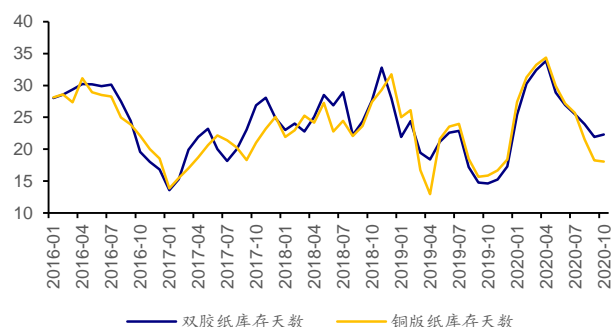


图49 文化纸库存天数有所下降



数据来源：卓创资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：卓创资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

提价逐步落实，盈利低点上行。二季度开始，疫情导致全球文化纸需求急剧减少，部分海外文化纸进口至国内低价销售，导致文化纸价格自3月底开始迅速下跌，双胶纸/铜版纸从3月底的6350、5874元/吨分别下跌至5月底的5325、5110元/吨，跌幅分别为1000元、800元左右。6月起开始，伴随学生逐步复学，下游需求转暖，文化纸价格开始止跌企稳，同时各大纸厂陆续发布涨价函，于7月1日起提价200元/吨、9月1日起提价100元/吨、9月15日起提价300元/吨、10月1日起提价200元/吨以及12月1日起提价200元/吨。截至11月20日，双胶纸、铜版纸价格分别为5563、5600元/吨，较最低点上涨238、490元。与此同时，文化纸利润率也低位上升，双胶纸、铜版纸毛利率分别从5月份的11.9%、8.45%上升至9月份的17.4%、18.2%。

图50 双胶纸及铜版纸价格触底回升（元/吨）

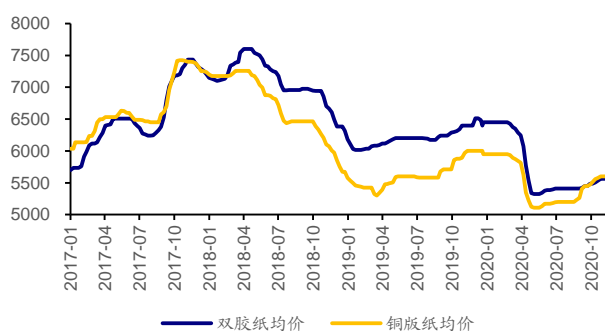
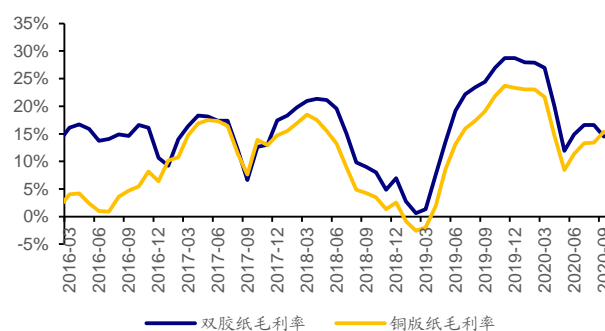


图51 文化纸毛利率低位上升



数据来源：卓创资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：卓创资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3 外废缺口逻辑不改，包装纸利润承压

外废进口即将归零，20年废纸缺口预计超500万吨，成本上涨趋势明确。国务院在2018年6月发布了《中共中央国务院关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》，明确提出全面禁止洋垃圾入境，力争2020年底前基本实现固废零进口。2018年开始，外废进口量明显下滑，2019年进口量仅为1093万吨，较2017年减少1479万吨。同时作为替代，废纸浆进口量不断攀升，原生浆（包括木浆、竹浆等）供应及成品纸进口量同步增加，一定程度上缓解了外废进口减少的矛盾。但原料缺口仍然不可避免，根据1吨成品纸消耗1.25吨废纸/1吨废纸浆测算，假设箱板瓦楞纸需求小幅增长至2500万吨，白板纸及新闻纸消费量继续下滑，预计2020年废纸缺口为510万吨。若下游需求增长显著，缺口将持续扩大，成本上涨趋势基本明确。

表3 废纸缺口测算 (单位: 万吨)

项目	供给量						需求量				废纸供给量合计	废纸需求量合计	废纸缺口
	外废进口量	国废回收量	废纸浆进口量	原生浆供应量	成品纸进口量	箱板纸	瓦楞纸	白板纸	新闻纸				
2018	1703	4964	30	50	323	2345	2213	893	237	6755	6649	-106	
2019	1093	5244	92	150	377	2403	2374	884	195	6602	6873	271	
2020E	600	5400	200	200	500	2500	2500	700	150	6450	6960	510	

资料来源: 兴业证券经济与金融研究院

图52 废纸主要用于生产箱板瓦楞纸及白板纸

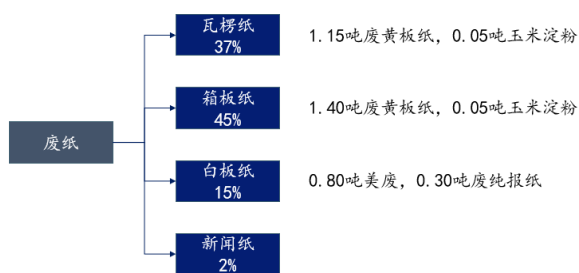
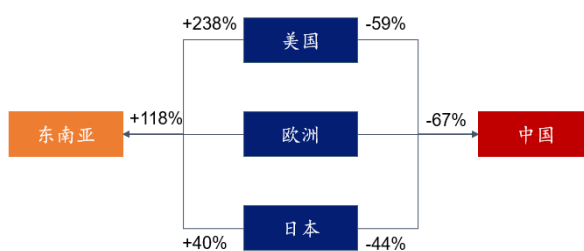


图53 全球废纸贸易流向重新洗牌 (2016vs2019)



数据来源: 卓创资讯, 兴业证券经济与金融研究院整理

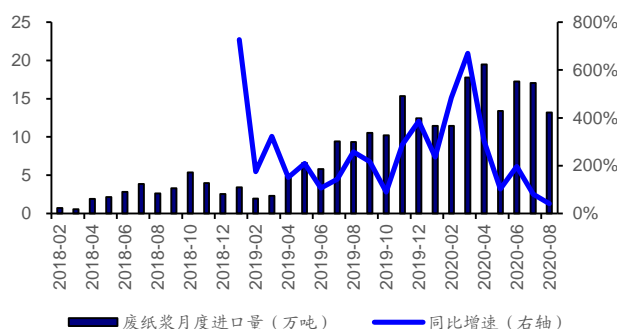
数据来源: RISI, 兴业证券经济与金融研究院整理

图54 我国废纸进口量明显下滑



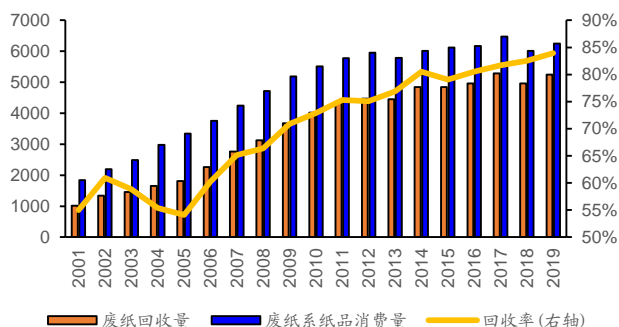
数据来源: 海关总署, 兴业证券经济与金融研究院整理

图55 进口废纸浆数量显著增长



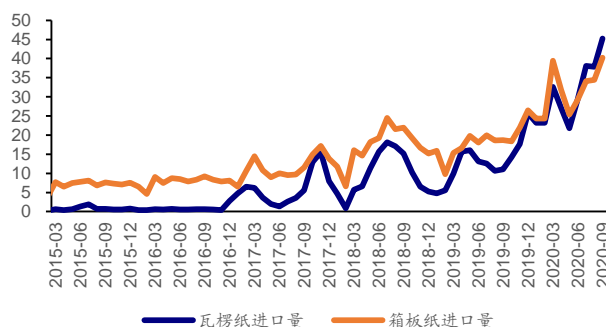
数据来源: 海关总署, 兴业证券经济与金融研究院整理

图56 我国废纸回收率已超过80% (单位: 万吨)



数据来源: 中国造纸年鉴, 兴业证券经济与金融研究院整理

图57 箱板瓦楞纸进口量有所增加 (万吨)



数据来源: 海关总署, 兴业证券经济与金融研究院整理

图58 国废价格已突破 2000 元/吨

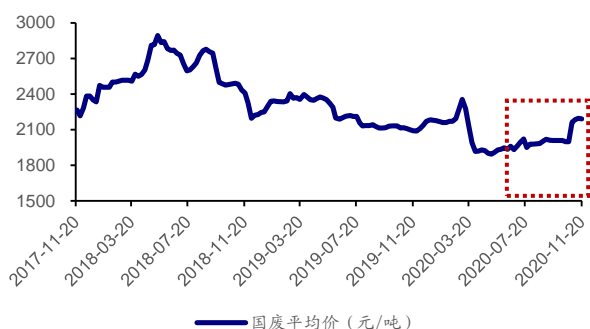
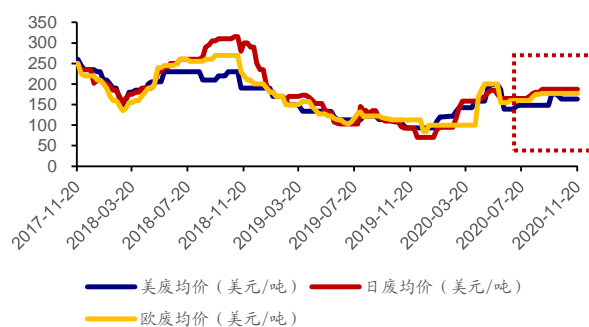


图59 外废价格有所上升



数据来源：卓创资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：卓创资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

各大纸厂加速废纸浆及原生浆布局，以缓解成本端压力。随着外废进口归零，纸厂将面临两方面压力：（1）废纸缺口短期内较难缓解，原材料成本或持续上涨；（2）国废纤维质量较外废差，优质纤维材料在生产高档包装纸方面不可或缺。在此背景下，大纸厂加速废纸浆及原生浆布局，其中玖龙纸业目前在马来西亚及美国共有废纸浆产能共 69.8 万吨；山鹰纸业目前在东南亚及泰国共有废纸浆产能 70 万吨，预计年底前新增 82 万吨，实现 150 万吨废纸浆产能；太阳纸业老挝 40 万吨废纸浆已于 2019 年 6 月投产。根据山鹰纸业公告，海外废纸浆（湿浆）成本较国废便宜 200 元/吨左右，虽然能够在一定程度上解决原材料短缺，但纸厂仍面临成本上升问题。

表4 主要公司废纸浆及原生浆布局情况

公司	产地	品类	投产产能 (万吨)	投产时间	新增产能 (万吨)	规划投产时间
废纸浆布局						
玖龙纸业	马来西亚		48 (收购)	2019.9		
	美国	废纸浆	21.8	2019.3		
	合计		69.8			
山鹰纸业	东南亚		40	2020 年初	70	2020 年底
	泰国	废纸浆	30 (外部采购)	2019 年底		
	美国				12	2020 年中
合计			70		82	
太阳纸业	老挝	废纸浆	40	2019.6		
合计			40			
原生浆布局						
太阳纸业	山东	木屑浆	10	2018.4		
	山东	半化学浆	40	2018.7		
	山东	本色浆	20	2020 年初		

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

需求向好，但供给端新增产能及成本端压力较大，包装纸厂利润或承压。由于下游消费逐渐回暖及限塑令带来的潜在需求增加，箱板瓦楞纸消费量预计将保持稳定增长，为价格上行提供一定支撑，但长期看，2021-2022 年箱板纸及瓦楞纸新增产能约为 460 (12%)、370 (11%) 万吨，供给端压力较大，同时国废价格或持续上涨，包装纸厂或出现增收不增利的情况。截至 11 月 20 日，瓦楞纸/箱板纸价格已从 5 月初的最低点 3120、3710 元/吨上涨至 3770、4677 元/吨，涨价幅度高

达 650、967 元/吨。尽管价格已上行至疫情前正常区间，但由于成本端同样攀升，纸厂利润率并未明显改善，预计未来仍将面临一定压力。

图60 箱板瓦楞纸均价缓慢上行

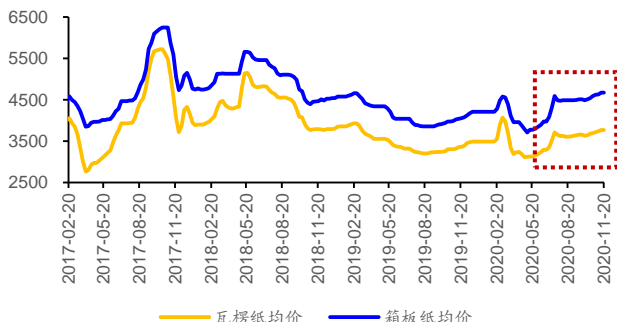
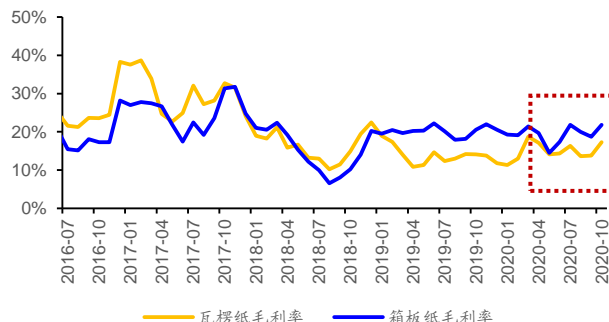


图61 箱板瓦楞纸毛利率略有承压



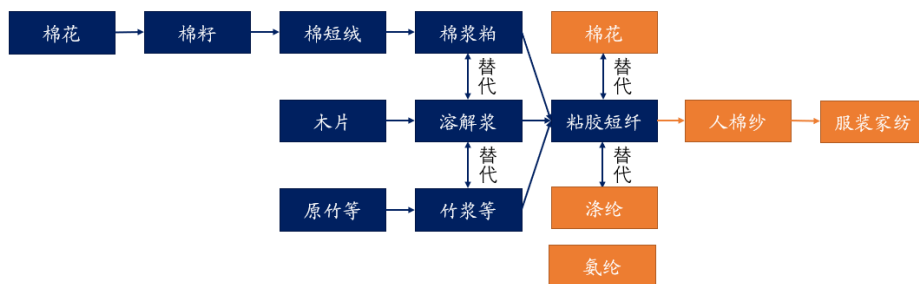
数据来源：卓创资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：卓创资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

2.4 受益棉价上行，溶解浆价格或将进入回升通道

棉浆及竹浆产量逐年减少，溶解浆成为粘胶短纤的主要原材料。受限于棉花数量递减及棉浆生产过程中污染程度较高，棉浆生产量不断缩减，目前多数粘胶短纤维生产工厂已经使用全木溶解浆作为主要生产原料。根据三友化工公告，粘胶短纤的成本中原材料占比接近 90%，其中浆粕占成本比例约为 60%。2019 年粘胶短纤消耗的溶解浆约占全球溶解浆总量的 76%，而中国的粘胶短纤产业约占全球粘胶短纤的 78%，因而中国粘胶短纤产业的变动对溶解浆价格至关重要。

图62 溶解浆与粘胶短纤产业链示意图



资料来源：智研咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

表5 2014-2019 年国内溶解浆市场供应情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
棉浆生产量	67	58	46	35	32	-
国内溶解浆生产量	60	55	98	105	107	158*
竹浆和改性浆生产量	8	9	55	20	17	-
溶解浆进口量	209	225	225	262	284	306
粘胶领域用量(进口)	192	208	174	201	231	255
粘胶短纤维用浆	327	330	373	361	387	403

数据来源：造纸信息，兴业证券经济与金融研究院整理

注：由于2019年棉溶解浆与纸改浆产量已减少至60万t/a以内，故不再单独列出其产量数据，而是将其纳入到国内溶解浆总产量之内。

图63 2019年溶解浆下游产品结构

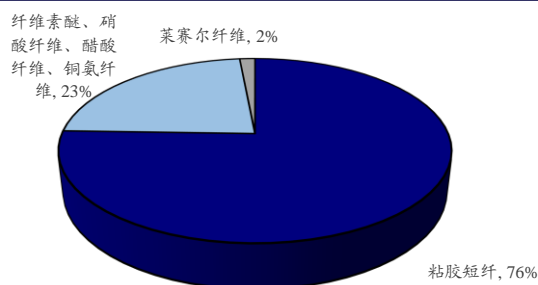
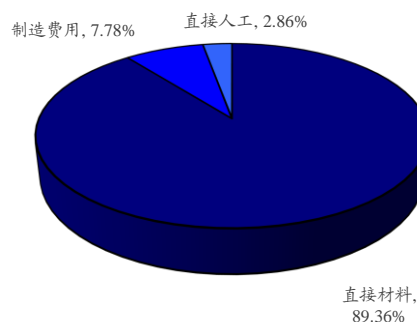


图64 粘胶短纤成本构成



数据来源：造纸信息，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：三友化工公告，兴业证券经济与金融研究院整理

下游需求以服装家纺为主，消费总量稳中有增。粘胶短纤下游产品包括人棉纱和混纺纱，主要用于服装家纺，2019年该细分应用领域消费量占其总消费量的95%，其余5%用于其他生活用品。从国内服装零售方面看，我国服装零售额增速稳中有增，2019年服装零售额为4071亿元，同比增长8.92%；家纺行业规模增速略低于服装行业，2019年规模为2310亿元，同比增长4.84%。总体来看，下游需求端维持稳中有增的趋势，带动溶解浆整体消费量稳定增长。

图65 粘胶短纤下游需求以人棉纱为主

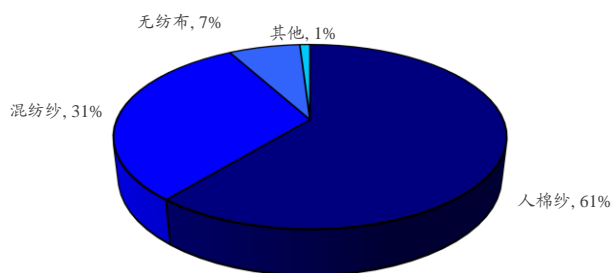
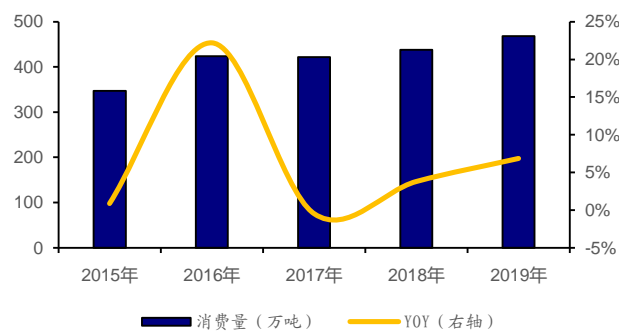


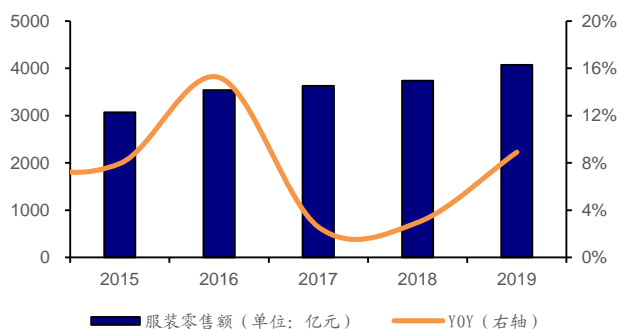
图66 2015-2019年溶解浆消费量稳定增长



数据来源：卓创资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

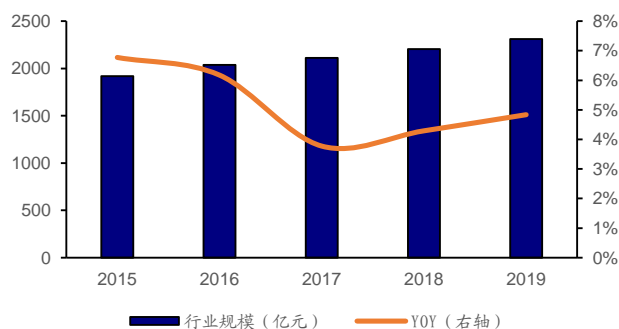
数据来源：中国造纸年鉴，兴业证券经济与金融研究院整理

图67 我国服装零售额稳定增长



数据来源：国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

图68 2015-2019年我国家纺市场规模增速略有放缓



数据来源：智研咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

溶解浆进口依存度高企，供给端需关注国内纸浆转产及海外新增产能投放。我国是全球粘胶短纤产能最大的国家，而由于国内森林资源相对匮乏，溶解浆产能供应不足，远不能满足下游粘胶短纤生产需求，因此溶解浆仍需进口满足，2019年进口依存度约为66%。

- **国内溶解浆无新增产能，主要关注已有产能转产。**根据wind数据，从2018年末开始，国内溶解浆价格开始急剧下跌，溶解浆生产企业的利润空间被不断压缩，一些企业被迫转往生产其他纸浆。2019年我国溶解浆理论产能可以达到260万吨，但实际产能仍与2018年保持一致（110万吨），主要原因是湖北黄冈晨鸣（30万吨）与亚太森博（120万吨）虽然合计拥有150万吨的溶解浆产能，但除了亚太森博有一条小线生产溶解浆外，其余产能均转产造纸浆。当溶解浆利润回升时，部分浆线可能重新生产溶解浆，对供给端产生一定压力。
- **海外新增产能集中于2021年投放，22年供给端压力或增加。**海外溶解浆新增产能集中在巴西和智利，Suzano和Arauco预计将于2021年分别新增产能150、55万吨，若投产计划顺利实施，22年供给端将会承受一定压力。

表6 2014-2019年国内溶解浆市场供应情况

企业	所在地	产能(万吨/年)	预计投产时间
Suzano	巴西	150	2021
Arauco	智利	55	2021

数据来源：造纸信息，兴业证券经济与金融研究院整理

图69 全球溶解浆主要产地及占比（2018）

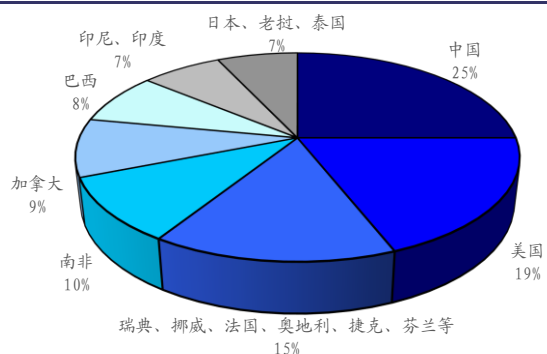
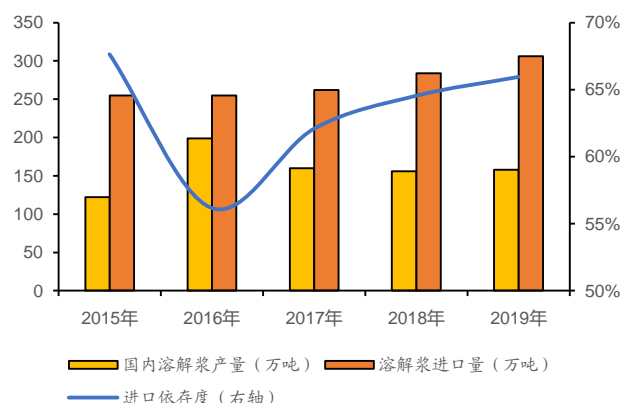


图70 2015-2019年溶解浆进口量逐年增加

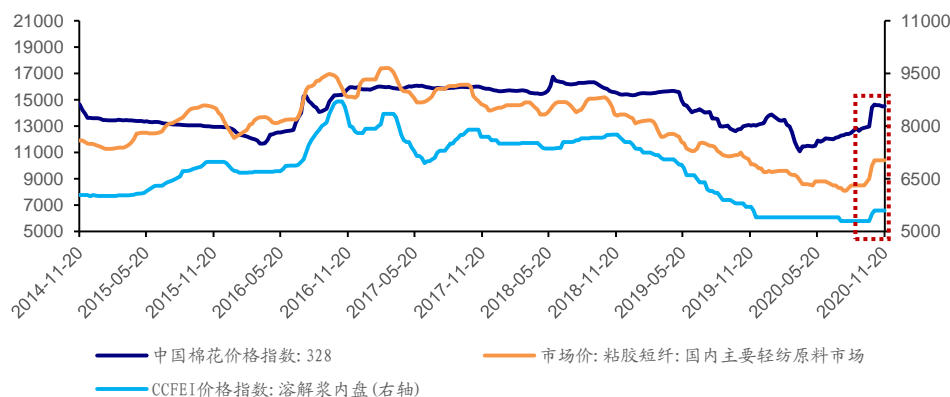


数据来源：中国造纸年鉴，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：中国造纸年鉴，兴业证券经济与金融研究院整理

短期受益于棉价上行，溶解浆价格有所抬升。Wind 数据显示，棉花价格从今年4月开始就一直处于上涨状态。由于棉花与粘胶短纤互为替代品，棉价上行对粘胶短纤的需求量有刺激作用，而溶解浆短期内新增产能有限，价格有一定上行动力。截至11月20日，溶解浆价格5600元/吨，较10月初上涨300元/吨，若棉价继续上行，在国内产能转产有限的情况下，溶解浆价格有望跟随棉价继续上涨。

图71 棉花、溶解浆及粘胶短纤价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3、成本优势显著，新增产能支撑业绩增长

3.1、木浆自给率攀升，文化纸盈利能力持续增强

公司文化纸毛利率逐年提高，盈利能力处于行业领先水平。自 2012 年以来，由于环保政策趋紧，小厂在浆、纸周期性轮动中逐渐出清，文化纸行业集中度不断提升，龙头纸企盈利能力整体有所增强。但各家纸企盈利能力增幅仍存在差异，太阳纸业依托于不断提高了原料自给率与持续改善的经营效率，其双胶纸、铜版纸产品毛利率逐年提升，其中 2020H1 公司双胶纸、铜版纸毛利率分别为 33.5%、34.6%，盈利能力处于行业领先水平，较 2012 年分别提升 21.4pct、24.5pct。

图72 公司双胶纸毛利率逐年提高，领跑市场

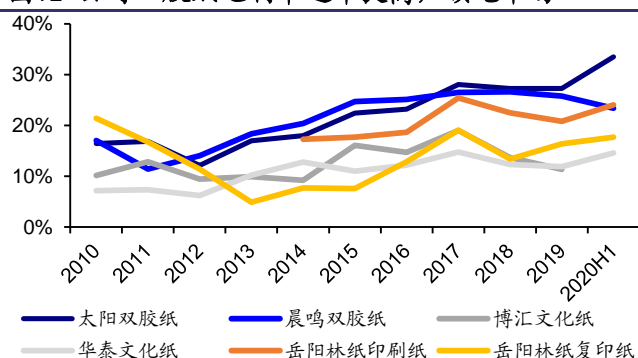
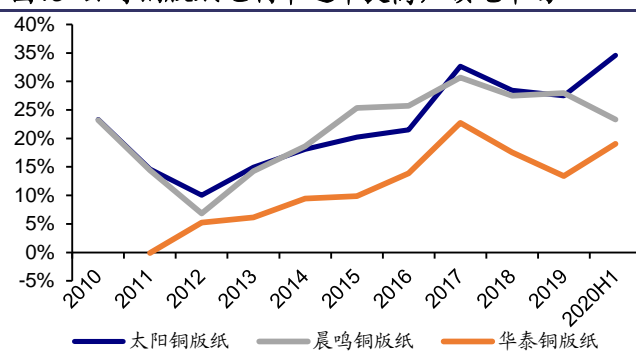


图73 公司铜版纸毛利率逐年提高，领跑市场



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

原料成本为文化纸主要成本，近年来原材料成本一直处于行业较低分位。文化纸的成本主要分为原材料成本、能源动力成本、人工成本、折旧成本以及其他成本，以双胶纸为例，原材料成本占比达 82%，是决定生产成本的关键因素。近年来，凭借生产工艺的精进以及自有浆线的投产，公司双胶纸原材料成本一直处于行业较低分位，与可比公司间的成本优势也在扩大，2019 年公司双胶纸单吨原材料成本为 2618 元/吨，显著低于可比公司。

图74 双胶纸原材料成本占总成本近八成 (2019年)

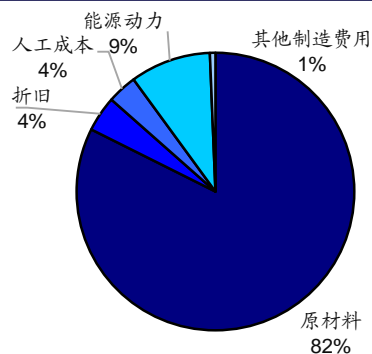
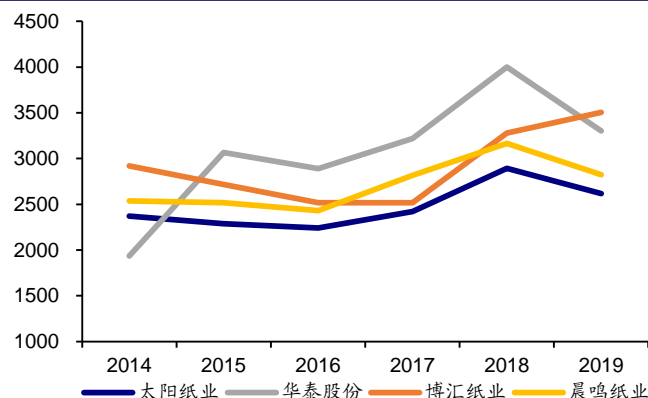


图75 公司双胶纸原材料成本较低 (元/吨)



数据来源：太阳纸业公告，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：由于晨鸣纸业未公布分纸种数据，采用机制纸口径

自制木浆平滑成本周期波动，公司木浆自给率不断攀升。截至 2019 年底，公司共有 90 万吨化机浆产能和 10 万吨化学浆产能，其中化学浆几乎全部自用，化机浆部分自用。公司能够平滑外购浆价格频繁变化导致的利润波动，且外购浆价格较高时成本红利明显。我们以卓创资讯公布的化机浆均价为基准，据测算，公司自制化机浆较外购浆价格低 882-2614 元/吨。随着公司自有浆线的稳步投产，公司木浆自给率不断攀升，我们假设公司未出售的化机浆均供给自身，则公司 2019 年木浆自给率达 34%，较 2015 年提升 2pct。

图76 公司自制浆可平滑成本波动

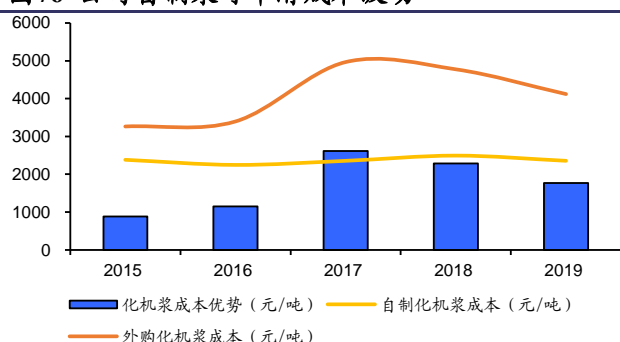
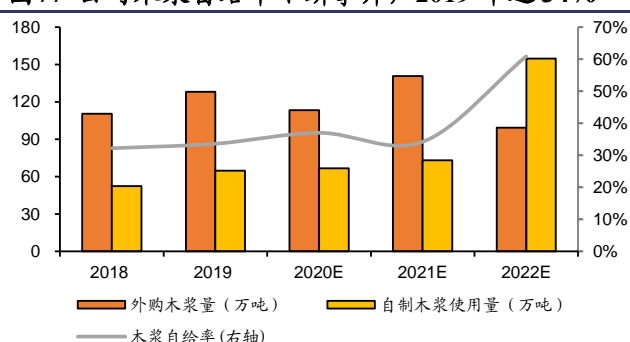


图77 公司木浆自给率不断攀升，2019 年达 34%



数据来源：卓创资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表7 太阳纸业木浆自给率测算

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
化机浆产量①	66	81	89	99	100	117	162
化机浆销量②	33	40	47	52	52	61	84
化机浆自用量③=①-②	33	41	43	46	48	56	78
化学浆自用量④	0	10	10	19	19	19	79
自制木浆使用量⑤=③+④	33	51	52	65	67	75	156
外购木浆量⑥	82	98	110	128	113	139	98
使用木浆量⑦=③+④+⑥	115	149	163	193	180	214	254
木浆系纸品产量 (万吨)	204	210	219	230	236	280	333
单吨纸品木浆使用量 (吨)	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
木浆自给率⑧=⑤/⑦	29%	34%	32%	34%	37%	35%	61%
外购木浆单价 (元/吨)	3703	4217	5099	4119	4119	4119	4119
总木浆成本单价 (元/吨)	3283	3654	4325	3629	3575	3596	3363

注：假设 2020-2022 年单吨纸品木浆使用量与 2019 年持平，外购木浆价格不发生变动
资料来源：公司年报，债务评级报告，兴业证券经济与金融研究院整理

低吨纸折旧、能源成本进一步稳固文化纸成本优势。公司自 2015 年来，双胶纸吨纸折旧成本整体呈下降的态势，2019 年公司双胶纸吨纸折旧成本仅为 131 元/吨，低于同业可比公司，这主要得益于公司较高的投资建设效率以及较低的吨纸投资额。公司 45 万吨特色文化纸项目吨投资额仅 2489 元/吨，低于行业内其他龙头纸企的吨纸投资额，且其建设周期仅 18 个月左右，建设效率相比于行业内可比公司

较高。能源成本方面，公司拥有的热电厂产能能够满足公司生产所需的电、蒸汽，据测算，与没有自备热电厂的纸企相比，公司具有 150 元/吨左右的能源成本优势，2019 年公司双胶纸吨纸能源动力成本为 299 元/吨，显著低于同业可比公司。

表8 公司投资项目建设周期短、吨纸投资额较低

	纸种	产地	产能(万吨)	吨纸投资额(元/吨)	建设周期
太阳纸业	文化纸	山东	45	2489	18 个月
某龙头纸企	文化纸	山东	51	4075	24 个月

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图78 公司双胶纸吨纸折旧处于行业低分位(元/吨)

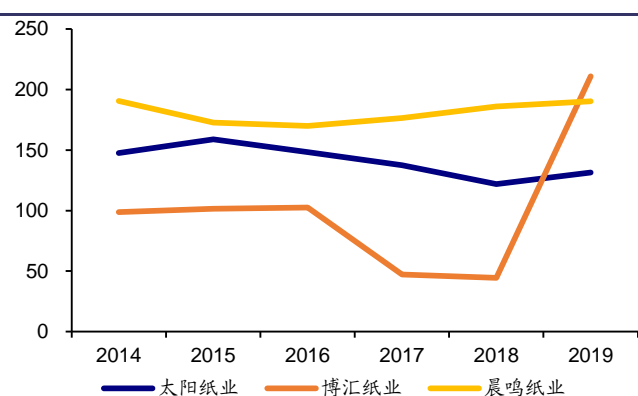
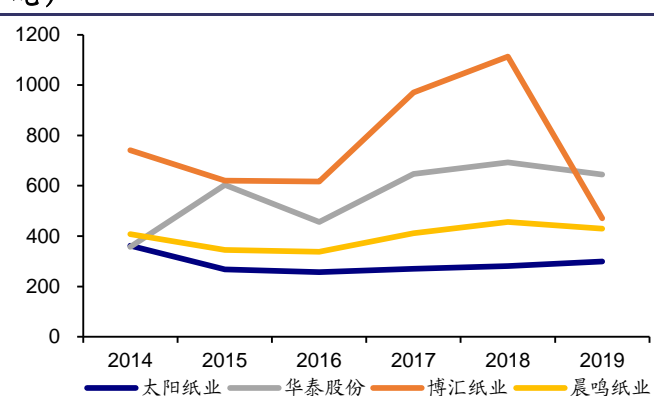


图79 公司双胶纸吨纸能源成本处于行业低分位(元/吨)



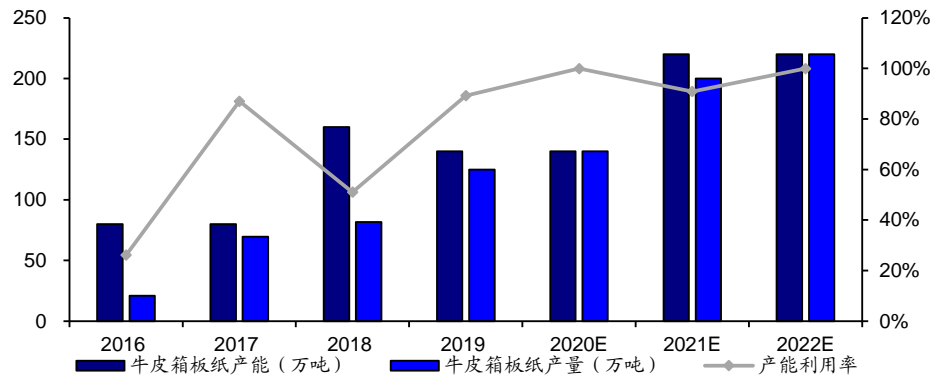
注：由于晨鸣纸业未公布分纸种数据，晨鸣采用机制纸口径
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：由于晨鸣纸业未公布分纸种数据，晨鸣采用机制纸口径
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、前瞻性布局原材料产能，箱板纸成本优势有望显现

公司牛皮箱板纸产能逐步释放。公司 2016 年开始生产箱板纸，截至 2019 年底，公司箱板纸产能为 140 万吨，较 2018 年减少 20 万吨，主要系公司 20 万吨箱板纸产能转产非涂布文化用纸。此外，老挝两条年产 40 万吨高档包装纸生产线计划于 2021 年初投产，届时公司箱板纸产能将达到 220 万吨，2021 年全年产量有望突破 200 万吨。

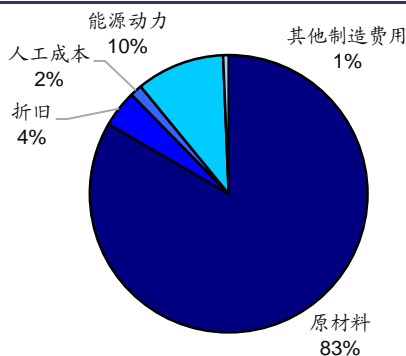
图80 公司牛皮箱板纸产能逐步释放



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

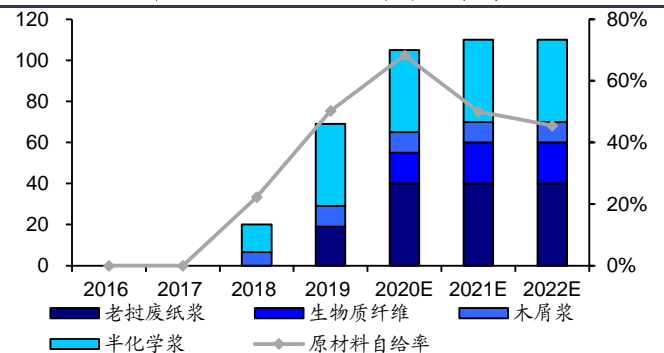
原材料成本为箱板纸主要成本，箱板纸原料自给率不断提升。公司箱板纸的主要生产成本为原材料，2019年公司原材料成本占箱板纸生产成本的83%，原材料价格波动对箱板纸成本影响较大。2018年以前，公司几乎全部采用国废进行生产。2018年之后，公司原材料布局开始逐步投产，10万吨木屑浆、40万吨半化学浆于2018年4月、8月投产，老挝40万吨废纸浆于2019年投入运营，20万吨高得率生物质纤维已于2020年一季度投入生产，公司箱板纸原料产能合计已达110万吨，据测算，公司箱板纸原料自给率有望在2020年达到68%。前瞻性的原材料布局使得公司逐步摆脱对国废的依赖，盈利水平穿越废纸价格波动周期的能力有所提升，预计在外废进口归零后，公司原材料布局红利将会进一步得到释放，凸显公司成本端的优势。

图81 2019年原材料成本占公司箱板纸成本的83%



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图82 2020年公司箱板纸原材料自给率有望接近70%



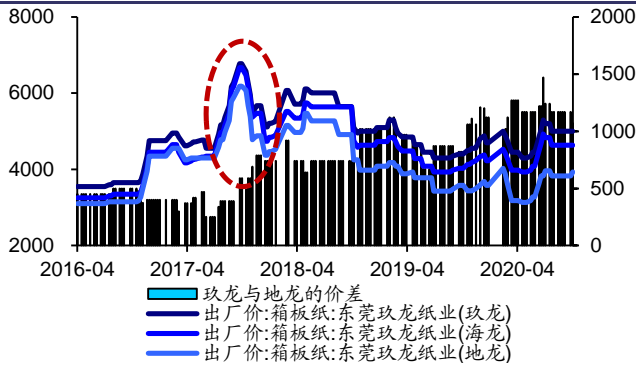
注：2021年老挝80万吨箱板纸项目投产导致自给率下降

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

高品质箱板纸稀缺性得到体现，享受一定市场溢价。不同品质的箱板纸之间本就存在着价差，这一价差在外废禁令公布后明显扩大，我们认为主要是由于高品质箱板纸的稀缺属性在外废禁令后得到体现，使用外废生产的箱板纸供给显著减少导致其能享受一定的市场溢价。以玖龙纸业旗下的两款产品为例，在中国于2017年7月表示不再接受外来垃圾后，高端产品玖龙与低端产品地龙的价差不断拉大，

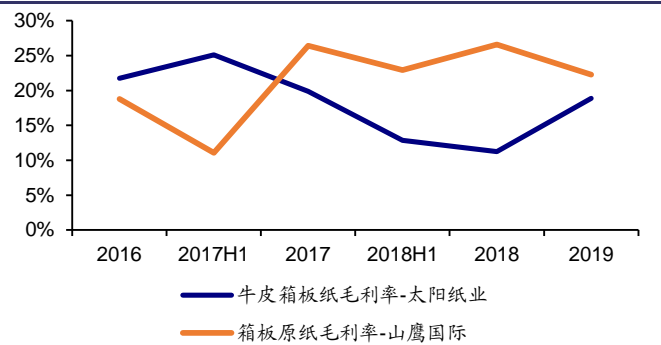
由原来的 300-400 元/吨扩大至将近 1000 元/吨。目前公司高档箱板纸占比已接近 70%，老挝 80 万吨箱板纸产线（在当地直接使用外废进行生产）投产后，为公司高品质箱板纸提供有力保障，盈利空间有望增厚。

图83 不同品纸的纸箱板纸间的价差在外废禁令后逐步扩大（元/吨）



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图84 近年来太阳箱板纸毛利率有提升趋势



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3.3、溶解浆成本优势显著，盈利能力有望回升

老挝 30 万吨溶解浆于 2018 年投产，综合产能位居前列。2019 年我国溶解浆设计产能达到 260 万吨，但由于湖北黄冈晨鸣和亚太森博共计 150 万吨产能未投产，实际产能只有 110 万吨，其中太阳纸业山东基地溶解浆产能为 50 万吨，叠加老挝基地 30 万吨产能（2019 年稳定生产），综合产能仅次于亚太森博。

表9 2019 年中国溶解浆产能分布情况

企业	所在地	产能（万吨）
石砚纸业	吉林延边	10
青山纸业	福建青州	10
安徽华泰	安徽安庆	10
骏泰纸业	湖南怀化	30
湖北黄冈晨鸣	湖北黄冈	30
太阳纸业	山东	50
亚太森博	山东日照	120
合计		260

资料来源：造纸信息，兴业证券经济与金融研究院整理

连续蒸煮技术助力灵活转产化学浆，老挝成本优势明显。公司首创溶解浆连续蒸煮技术，可实现与化学浆的灵活转产（2019 年溶解浆市场价格较低，山东基地交替生产溶解浆与化学浆），同时较立锅式有明显的成本优势。老挝溶解浆成本明显低于国内，优势主要体现在原材料运费（木片从东南亚到生产基地的运输距离较近）、木片自给率（老挝林地种植面积逐年增加，自有木片占比有望提升）以及税收优势（2019 年起老挝公司七年免税）三方面。伴随溶解浆价格触底回升，公司溶解

浆利润释放值得期待。

图85 20H1 溶解浆收入下滑接近 30%

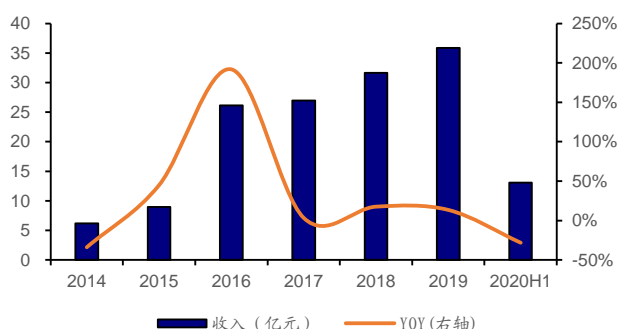
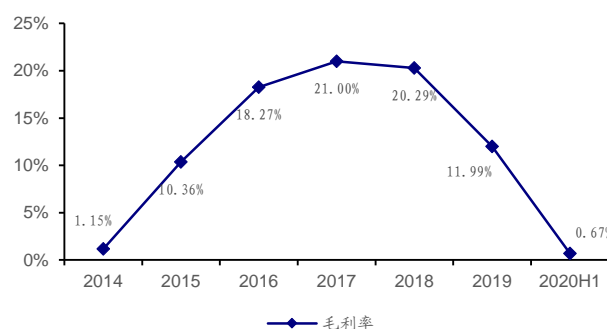


图86 溶解浆毛利率有望触底回升



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3.4、项目投产节奏稳健，未来三年成长路径清晰

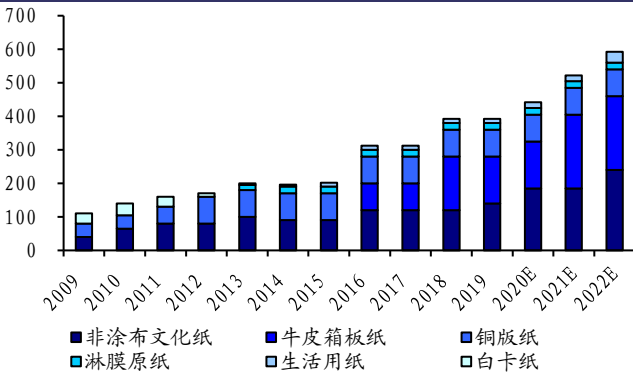
公司新建项目投产节奏稳健，未来三年成长路径清晰。公司未来三年持续有新的纸、浆生产线投产，合计 382 万吨，其中公司三大生产基地，山东、老挝、广西北海均有新产能投入。新产能投放主要集中在文化纸、生活用纸、化学浆以及化机浆等产品，以满足公司自身生产需求以及市场消费需求。根据公司公告的项目投产预期时间，我们预计 2020 年公司纸制品产能达 679 万吨，制浆产能达 485 万吨，合计 1164 万吨，三年年均复合增长率达 23.23%。

表10 公司未来三年新增浆纸产能合计达 382 万吨

具体产品	生产基地	设计产能 (万吨)	投产时间
文化纸	山东颜店	45	2020 年 11 月
	广西北海	55	2021 年底至 2022 年初
生活用纸	山东兖州	5	2020 年三季度
	广西北海	15	2021 年底至 2022 年初
牛皮箱板纸	老挝	80	2021 年一季度
特种纸	山东颜店	7	2020 年 11 月
化学浆	广西北海	80	2021 年底至 2022 年初
化机浆	广西北海	60	2021 年底至 2022 年初
针叶本色浆	山东颜店	15	2020 年 11 月
针叶本色浆	山东	20	2020 年一季度
合计		382	

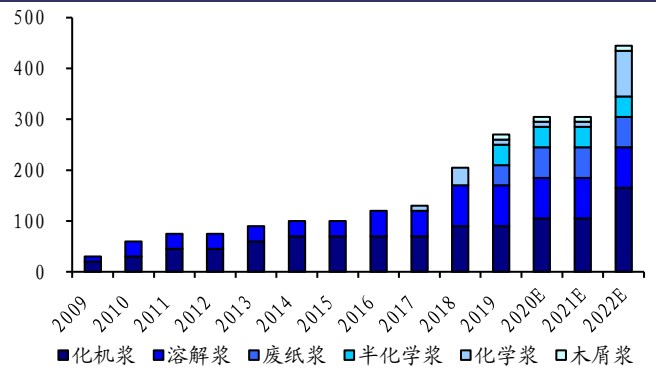
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图87 2020年公司纸制品产能预计达679万吨



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

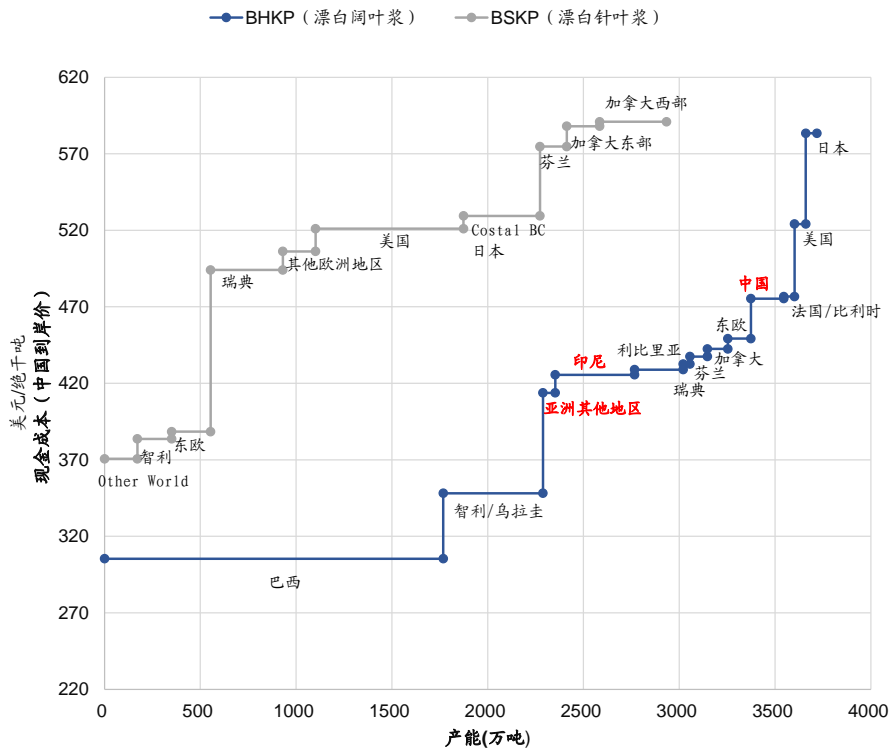
图88 2020年公司制浆产能预计达485万吨



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

新浆线项目持续上线，公司逐步完善产业链上游布局。公司未来两年不断投入制浆新产能，颜店15万吨化机浆项目将于2020年11月投产，广西北海项目中也相应配套了80万吨化学浆与60万吨化机浆。化学浆、化机浆的大规模投产降低了公司对外购木浆的依赖程度，据测算公司木浆自给率有望在2022年达到61%。此外随着各大纸厂逐步布局制浆产能，作为木浆重要原料的木片的自供能力在未来可能会成为决定公司实力的关键因素，公司在老挝拥有45万公顷林地种植面积，目前保持着稳定的林地种植节奏，有望在未来使用当地木片生产木浆，实现林浆纸一体化生产，进一步降低生产成本，根据Hawkins Wright公布的报告显示，2019年东南亚制阔叶木浆成本相较于中国制阔叶木浆成本低近50美元/吨。

图89 东南亚制浆成本远低于国内制浆成本

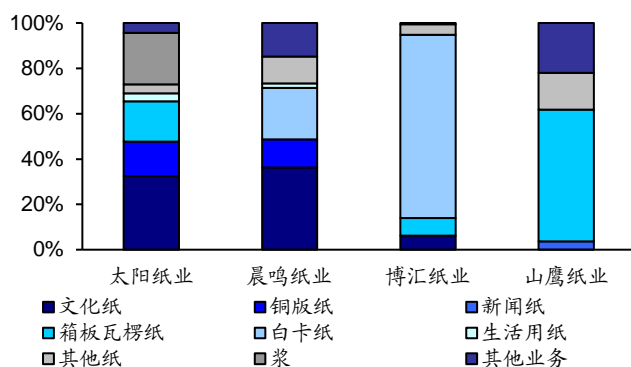


资料来源：Arauco官网，Hawkins Wright，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

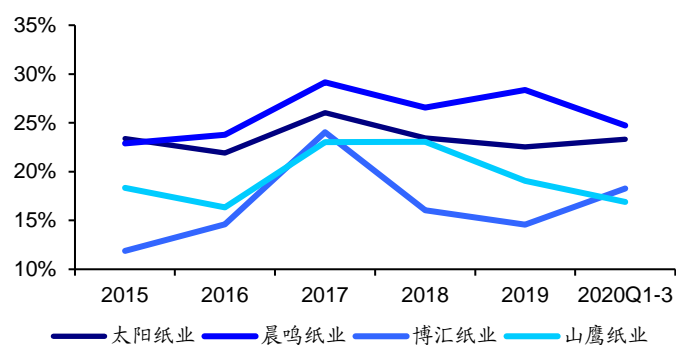
多纸种经营平滑周期波动，保障盈利水平。公司近些年来不断丰富产品线，以文化纸为起点，已覆盖如箱板纸、生活用纸、溶解浆、化机浆等品类，与业内其他公司相比，产品多元化程度较高。由于不同品类的纸、浆周期并不完全相同，多纸种经营有益于平滑周期波动风险、支撑盈利中枢，近年来纸价、浆价波动幅度较大，但公司 2015 年至 2020 年前三季度的毛利率一直维持在 22%-26% 之间。

图90 公司在行业内多元化经营水平较高



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图91 公司近几年毛利率一直保持稳定水平



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4、盈利预测与估值

主要盈利预测假设:

1. 双胶纸:

1) 销量: 2020 年底 45 万吨及 2021 年底 55 万吨双胶纸投产, 预计 2020-2022 年销量分别为 140、180 以及 220 万吨;

2) 价格: 2020 年受疫情及进口纸冲击较大, Q2 价格下滑明显, Q3 开始逐步修复, 预计全年含税均价较 2019 年下滑 8%, 2021 年均价较 2020 年上涨 5%, 2022 年均价与 2021 年持平;

3) 成本: 外购浆价温和上涨, 随着公司木浆自给率不断提升, 毛利率逐步上行。

2. 铜版纸:

1) 销量: 未来 3 年无新增产能, 销量保持 2019 年水平;

2) 价格: 预计 2020 年含税均价较 2019 年下滑 1%, 由于铜版纸集中度水平较高且行业内无新增产能, 预计 2021 年均价较 2020 年上涨 7%, 2022 年均价与 2021 年持平;

3) 成本: 外购浆价温和上涨, 随着公司木浆自给率不断提升, 毛利率逐步上行。

3. 箱板纸:

1) 销量: 2020 年底及 2021 年一季度老挝 80 万吨箱板纸逐步投产, 预计箱板纸 2020-2022 年销量分别为 136、190 以及 220 万吨;

2) 价格: 受外废禁止进口政策影响, 国废价格预计会逐步上行, 叠加下游需求逐步恢复, 推动箱板纸价格上涨, 预计 2021-2022 年含税均价保持上升趋势;

3) 成本: 受国废价格上涨影响, 2020-2021 年箱板纸毛利率受到一定冲击, 随着公司高档产品占比提升及老挝箱板纸项目投产, 预计 2022 年回归正常水平。

4. 溶解浆:

随着溶解浆价格回暖, 收入及利润率有望逐步回升。

表11 公司盈利预测假设

	年份	2019	2020E	2021E	2022E
双胶纸	主营业务收入(万元)	7,385	6,958	9,915	12,785
	同比增长率%	2.5%	-5.8%	42.5%	28.9%
	毛利率%	27.3%	30.0%	31.0%	32.0%
铜版纸	主营业务收入(万元)	3,463	3,413	3,655	3,655
	同比增长率%	-13.3%	-1.4%	7.1%	0.0%
	毛利率%	37.9%	37.0%	38.0%	39.0%
箱板纸	主营业务收入(万元)	3,363	4,307	6,460	7,480
	同比增长率%	27.4%	28.1%	50.0%	15.8%
	毛利率%	18.8%	16.00%	17.00%	18.00%
溶解浆	主营业务收入(万元)	3,587	2,617	3,141	3,141
	同比增长率%	13.3%	-27.0%	20.0%	0.0%
	毛利率%	12.0%	0.7%	5.0%	5.0%

数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

表12 公司盈利预测结果

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	22763	21789	28454	32803
增长率%	4.6%	-4.3%	30.6%	15.3%
营业利润(百万元)	2503	2199	3501	4411
增长率%	-7.0%	-12.1%	59.2%	26.0%
净利润(百万元)	2178	1923	2739	3433
增长率%	-2.7%	-11.7%	42.4%	25.3%
最新摊薄每股收益(元)	0.84	0.74	1.06	1.32
每股净资产(元)	5.63	6.27	7.24	8.44
动态市盈率(倍)	18.1	20.5	14.4	11.5
市净率 (倍)	2.7	2.4	2.1	1.8

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

相对估值：我们选取同行业博汇纸业、晨鸣纸业、山鹰纸业以及岳阳林纸作为可比公司，其中博汇纸业是白卡纸领先企业，产能仅次于APP；晨鸣纸业及岳阳林纸均是较早布局林浆纸一体化的木浆纸业企；山鹰纸业是国内箱板瓦楞纸龙头企业。四家可比公司 2020-2021 年 P/E 分别为 14.95 和 10.83 倍，考虑到太阳纸业 21 年和 22 年产能投放带来的业绩增长较为确定，同时公司管理效率、生产效率均优于同行，我们给与一定的估值溢价，预计公司 2020-2021 年 P/E 分别为 20.53 和 14.41 倍。

表13 可比公司盈利预测与估值对比（12月1日）

代码	公司	市值 (亿元)	EPS (元)				PE				PB
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	
600966	博汇纸业	204	0.10	0.73	1.19	1.44	152.20	21.00	12.77	10.56	3.30
000488	晨鸣纸业	156	0.56	0.61	0.75	0.86	12.43	11.36	9.20	7.99	0.82
600567	山鹰纸业	153	0.30	0.32	0.42	0.51	11.23	10.31	7.99	6.48	0.94
600963	岳阳林纸	81	0.17	0.26	0.34	0.39	25.82	17.13	13.36	11.49	0.91
平均值							50.42	14.95	10.83	9.13	1.49
002078	太阳纸业	399	0.84	0.74	1.06	1.32	18.12	20.53	14.41	11.50	2.45

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院

注：除太阳纸业外其他公司数据来自 Wind 一致预期

投资建议：预计 2020-2021 年营业收入为 217.89、284.54 亿元，分别同比变动-4.3%、+30.6%，实现归属于母公司净利润分别为 19.23、27.39 亿元，同比变动-11.7%、+42.4%；对应 2020 年 12 月 1 日股价的 P/E 分别为 20.53 和 14.41 倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：纸价上涨不及预期；销量增长不及预期；原材料成本大幅上涨。

附表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	11233	13002	15028	17782
货币资金	2535	2535	3015	4766
交易性金融资产	7	0	0	0
应收账款	1607	1539	2009	2316
其他应收款	174	167	218	251
存货	2456	2346	3022	3452
非流动资产	21062	22587	23886	24951
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	155	155	155	155
投资性房地产	34	34	34	34
固定资产	16696	18017	19226	20258
在建工程	2542	2771	2885	2943
油气资产	0	0	0	0
无形资产	862	840	818	796
资产总计	32295	35589	38914	42732
流动负债	14246	15815	16574	17247
短期借款	8936	9466	8936	8936
应付票据	820	1710	2135	2250
应付账款	1815	2055	2569	2900
其他	2675	2584	2934	3160
非流动负债	3349	3394	3422	3428
长期借款	1653	1697	1726	1731
其他	1696	1696	1696	1696
负债合计	17595	19209	19997	20674
股本	2591	2591	2591	2591
资本公积	1570	1570	1570	1570
未分配利润	9100	10711	13146	16159
少数股东权益	108	126	153	186
股东权益合计	14700	16381	18917	22058
负债及权益合计	32295	35589	38914	42732

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	2178	1923	2739	3433
折旧和摊销	1453	1480	1706	1940
资产减值准备	71	-9	57	37
无形资产摊销	30	30	30	30
公允价值变动损失	-8	0	0	0
财务费用	473	781	774	710
投资损失	-22	-13	-15	-15
少数股东损益	19	17	27	34
营运资金的变动	523	-725	-311	-364

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	22763	21789	28454	32803
营业成本	17631	16843	21698	24782
营业税金及附加	114	109	143	165
销售费用	942	937	1138	1352
管理费用	564	538	700	804
财务费用	573	781	774	710
资产减值损失	-69	0	0	0
公允价值变动	8	0	0	0
投资收益	22	13	15	15
营业利润	2503	2199	3501	4411
营业外收入	93	93	93	93
营业外支出	3	3	3	3
利润总额	2594	2290	3592	4502
所得税	396	350	826	1035
净利润	2198	1940	2766	3466
少数股东损益	19	17	27	34
归属母公司净利润	2178	1923	2739	3433
EPS (元)	0.84	0.74	1.06	1.32

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性				
营业收入增长率	4.6%	-4.3%	30.6%	15.3%
营业利润增长率	-7.0%	-12.1%	59.2%	26.0%
净利润增长率	-2.7%	-11.7%	42.4%	25.3%
盈利能力				
毛利率	22.5%	22.7%	23.7%	24.5%
净利率	9.6%	8.8%	9.6%	10.5%
ROE	14.9%	11.8%	14.6%	15.7%

资产负债率	54.5%	54.0%	51.4%	48.4%
流动比率	0.79	0.82	0.91	1.03
速动比率	0.61	0.67	0.72	0.83
营运能力				
资产周转率	73.6%	64.2%	76.4%	80.4%
应收帐款周转率	1362.8%	1283.3%	1486.0%	1405.1%
每股资料(元)				
每股收益	0.84	0.74	1.06	1.32

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

经营活动产生现金流量	4686	3454	4977	5773	每股经营现金	1.81	1.33	1.92	2.23
投资活动产生现金流量	-4112	-2988	-2993	-2992	每股净资产	5.63	6.27	7.24	8.44
融资活动产生现金流量	80	-467	-1504	-1030					
现金净变动	657	-0	480	1751	估值比率(倍)				
现金的期初余额	636	2535	2535	3015	PE	18.12	20.53	14.41	11.50
现金的期末余额	1292	2535	3015	4766	PB	2.7	2.4	2.1	1.8

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

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

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址:北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编:200135	邮编:100033	邮编:518035
邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn