

文化纸景气升，太阳等龙头受益

铜版纸行业：乘造纸周期之风向上，盈利暖春来。

(1) 格局逐渐向好。2015 年，铜版纸行业供需格局改善，2015 年铜版纸产量 549.6 万吨，需求 468 万吨，供给盈余下降至 81.6 吨。我们预计 2016 年全年国内铜版纸生产量在 650 万吨左右，全年消费量约为 545 万吨。**(2) 龙头企业集中度提高。**以 APP（中国）、晨鸣纸业、太阳纸业为代表的三大铜版纸龙头 CR3 集中度达到 78.57%，龙头企业议价能力强。**(3) 开工率提高，库存处于低位。**2016 年前三季度开工率基本保持 66%-71% 波动，库存处于较高水平。第四季度铜版纸开工率开始攀升，由 2016 年 9 月份的 71% 提升至 11 月份 80%，纸库存接近“有价无货”的零库存状态。**(4) 铜版纸价格 12 月份后持续上涨。**2016 年四季度，受纸浆价格反弹和文化纸运输成本上涨影响，铜版纸价格从 2016 年 12 月 15 日的 5002 元/吨上涨至 2017 年 1 月 2 日的 5395 元/吨，半个月涨幅达到 7.86% 或 393 元。

双胶纸行业：集中度有待提高，价格 10 月份之后开始上涨。

(1) 产能仍旧过剩，集中度有待提高。2010 年之后随着双胶纸产能的提高，供需格局开始恶化，2015 年双胶纸的产能 1064 万吨，产量 840 万吨，需求 770 万吨，产能过剩形势仍然严峻。从龙头格局来看，双胶纸行业集中度较低，以晨鸣纸业、华泰纸业、太阳纸业、亚太森博为代表的前四大双胶纸龙头 CR4 集中度仅为 49.92%。**(2) 开工率近年逐年降低。**2013-2015 年，双胶纸企业开工率逐年递减，同比分别下降 4pct、3pct 和 1pct。**(3) 双胶纸价格 10 月份后持续上涨。**我国双胶纸价格从 2016 年 10 月份开始启动，从 2016 年 9 月 26 日的 5548 元/吨，上涨至 2017 年 1 月 23 日的 5814 元/吨，累计上涨 4.80%（或 266 元/吨）。行业竞争激烈，纸浆价格上涨有限，我们预计双胶纸经过此轮由原材料驱动的价格上涨之后，价格将基本维持稳定。

投资建议：首推太阳纸业等：文化纸行业龙头，溶解浆生活用纸并进。

(1) 造纸龙头，业绩稳增。2016 年 Q1-Q3 公司营收、归母净利润分别实现 102.01 亿元、6.57 亿元，同比增长 28.63%、58.11%。

(2) 造纸方面，公司为国内文化纸行业龙头企业。2016 年公司的浆纸年生产能力将达到 422 万吨，其中文化纸（铜版纸、双胶纸、非涂布文化用纸等）产能达到 220 万吨；**生物质新材料方面，**随着邹城年产 35 万吨天然纤维素项目的全面达产，公司已成为中国最大、世界第三的溶解浆供应商；**生活用纸方面，**公司引进复兴集团成为战略股东、大力推广生活用纸及纸尿裤自有品牌市场开拓，成长空间进一步打开。

我们预计 2016-2017 年净利润分别为 10.27 亿、15.53 亿，同比增长 54%、51%，EPS 为 0.40、0.61，PE 为 18 倍、12 倍（考虑定增摊薄，EPS 分别为 0.36、0.54，PE 分别为 21、14），当前公司市值 187 亿（对应定增后市值 211 亿）；维持“买入”评级。

请参阅最后一页的重要声明

造纸

维持

增持

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

研究助理：丰毅

fengyizgs@csc.com.cn

010-65608261

发布日期：2017 年 2 月 3 日

市场表现



相关研究报告

- | | |
|----------|----------------------|
| 17.1.16 | 博汇纸业：白卡寒冬过，博汇业绩弹 |
| | 行业弱回升，产销增成本降，龙头拐点持续， |
| 16.5.13 | 首推造纸“太阳纸业、中顺洁柔”双龙头 |
| 15.07.24 | 造纸底部弱向上，龙头转型升级拓新业 |



目录

一、文化纸行业：乘造纸周期之风向上，盈利暖春来.....	3
（一）铜版纸：格局逐渐向好，行业集中度高	3
（二）双胶纸：集中度有待提高，价格 10 月份之后开始上涨.....	7
（三）盈利：纸浆价格反弹驱动文化纸价格提高，行业盈利能力大幅提高.....	12
二、首推太阳纸业等：文化纸龙头，四三三战略并进，太阳冉冉升起.....	14
（一）文化纸龙头，业绩稳增	14
（二）文化纸持续提价，盈利能力大幅改善	15
（三）四三三战略并进，太阳冉冉升	18
（四）投资建议	20

图目录

图 1：铜版纸产业链流程图	3
图 2：铜版纸行业 2009-2015 产能、产量情况（千吨）	4
图 3：铜版纸行业 2012-2016E 供需情况（万吨）	4
图 4：铜版纸行业 2009-2015 产能增长率（%）	5
图 5：铜版纸开工率 2016 年第四季度提高（%）	7
图 6：铜版纸价格（元/吨）	7
图 7：双胶纸产业链流程图	8
图 8：双胶纸行业 2012-2015 供需情况（万吨）	9
图 9：我国双胶纸产能分布	9
图 10：双胶纸开工率	11
图 11：双胶纸价格	11
图 12：中国纸浆进口占比不断提升（单位：万吨）	12
图 13：2014 年纸浆产量全球分布情况	12
图 14：国内外纸浆价格于 9 月份后开始背离	13
图 15：人民币汇率从 9 月份开始新一轮贬值.....	13
图 16：太阳纸业营业收入、净利润及同比增速（%）	15
图 17：太阳纸业分产品营业收入占比（%）	15
图 18：国内溶解浆价格走势（元/吨）	19
图 19：太阳纸业“幸福阳光”生活用纸主打无添加.....	20
图 20：太阳纸业联手日本推出“舒芽奇”纸尿裤.....	20



表目录

表 1：2016 年铜版纸行业龙头企业及集中度.....	6
表 2：2016 年双胶纸行业龙头企业及集中度.....	10
表 3：重点文化纸企业双胶纸业绩弹性分析	13
表 4：重点文化纸企业铜版纸业绩弹性分析	14
表 5：太阳纸业 2015-2016H1 业绩拆分（百万元，%）	15
表 6：太阳纸业产能情况	18
表 7：太阳纸业双胶纸 2016 年以来价格变动情况.....	16
表 8：太阳纸业铜版纸 2016 年以来价格变动情况.....	17

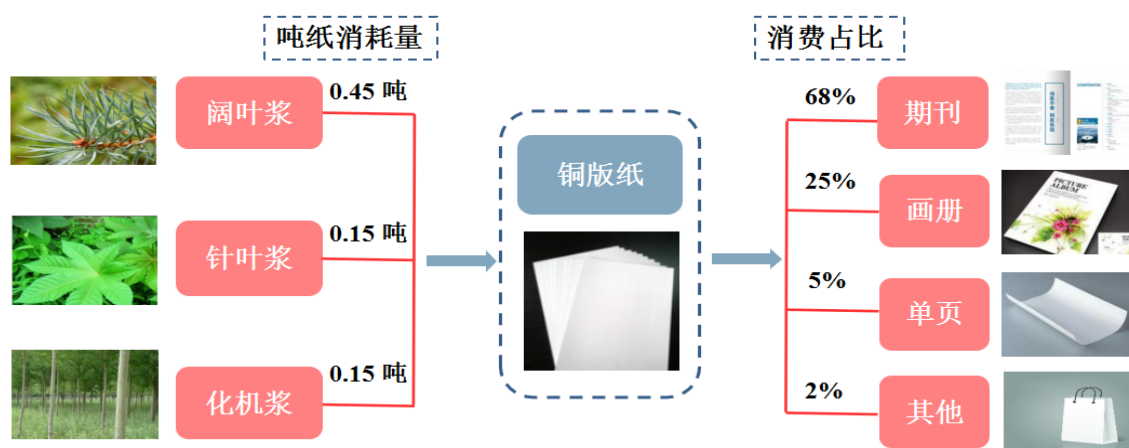
一、文化纸行业：乘造纸周期之风向上，盈利暖春来

（一）铜版纸：格局逐渐向好，行业集中度高

铜版纸又称涂布印刷纸，在香港等地区称为粉纸。它是以原纸涂布白色涂料制成的高级印刷纸，其特征是纸质均匀紧密、白度较高、光洁平整、平滑度高、光泽度好、涂层坚牢一致，便于在印刷后获得精美清晰的图案和文字。主要用于印刷高级书刊的封面和插图、彩色画片、各种精美的商品广告、商品包装、商标等。目前铜版纸下游期刊、画册、单页、其他的消费占比为 68%、25%、5%、2%。

铜版纸包括原纸及形成于原纸两面的涂层，制得该原纸的纸浆中含有的浆种为漂白化学浆(针叶木+阔叶木)和化机浆，行业生产一吨铜版纸，需要消耗的阔叶浆、针叶浆和化机浆分别为 0.5 吨、0.15 吨和 0.15 吨。

图 1：铜版纸产业链流程图



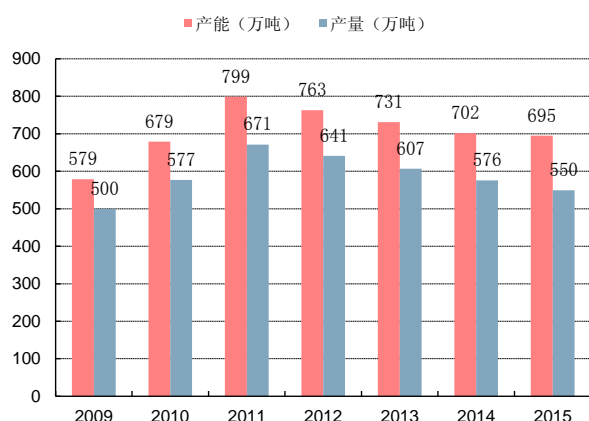
资料来源：互联网，卓创，中信建投证券研究发展部

1、供需格局逐渐向好

由于电子媒体的发展，平面媒体广告的减少，加上原有产能较大，出口欧美等国家又受到反倾销和反补贴调查设限，使得铜版纸生产和消费增长基本停滞，市场竞争激烈，是国内造纸产业中过剩产能产品。

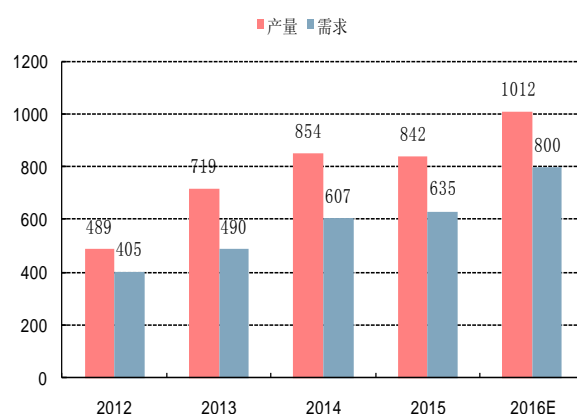
根据卓创数据，2012 年当年我国铜版纸产量 640.9 万吨，需求 526.8 万吨，供给盈余 114.1 万吨；2013 年行业铜板产量 606.7 万吨，需求为 501.4 万吨，供给盈余 105.3 万吨；2014 年供给盈余下降至 98.7 吨，到 2015 年，造纸行业落后产能开始淘汰，铜版纸行业供需进一步改善，2015 年铜版纸产量 549.6 万吨，需求 468 万吨，供给盈余下降至 81.6 吨。我们预计 2016 年全年国内铜版纸生产量在 650 万吨左右，全年消费量约为 545 万吨。

图 2：铜版纸行业 2009-2015 产能、产量情况（千吨）



资料来源：卓创，中信建投证券研究发展部

图 3：铜版纸行业 2012-2016E 供需情况（万吨）



资料来源：卓创，中信建投证券研究发展部

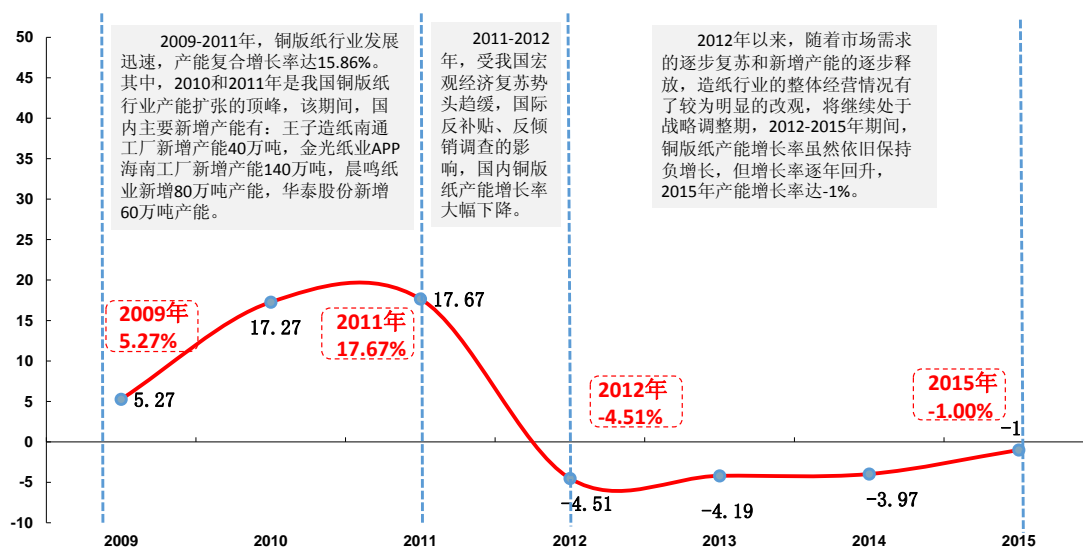
从铜版纸行业 2009-2015 年间产量以及产能变化的趋势来看，我国铜版纸行业发展可以分为两个阶段。

第一阶段为 2009-2011 年期间，铜版纸行业发展迅速，产量从 579 万吨增长至 799 万吨，复合增长率达 17.47%；铜版纸产能从 500 万吨增长到 671 万吨，复合增长率达 15.86%。其中，2010 和 2011 年的产能增长率分别高达 17.27% 和 17.67%，是我国铜版纸行业产能扩张的顶峰，该期间内，国内主要新增产能有：王子造纸南通工厂新增产能 40 万吨，金光纸业 APP 海南工厂新增产能 140 万吨，晨鸣纸业新增 80 万吨产能，华泰股份新增 60 万吨产能。

第二阶段是 2011-2015 年间，由于前期铜版纸行业投资过度，产能集中释放，导致我国铜版纸供大于求，行业景气度下降，盈利能力下滑，部分企业逐渐退出，2011-2015 年间，我国铜版纸产量由 671 万吨减少 18.11% 至 549 万吨，铜版纸产能由 799 万吨下降 13.02% 至 695 万吨。

其中，2011-2012 年，受我国宏观经济复苏势头趋缓，国际反补贴、反倾销调查产业环境严峻的影响，国内铜版纸产能增长率从 17.67% 大幅下降至 -4.51%。而进入 2012 以来，随着市场需求的逐步复苏和新增产能的逐步释放，造纸行业的整体经营情况有了较为明显的改观，铜版纸产能出清速度趋缓，铜版纸行业将继续处于战略调整期，其中 2012-2015 年期间，铜版纸产能虽然持续负增长，但是降幅不断收窄，2015 年铜版纸产能同比下降 1%。

图 4：铜版纸行业 2009-2015 产能增长率（%）



资料来源：卓创，中信建投证券研究发展部

2、龙头企业集中度高

从产能分布上来看，我国铜版纸行业产能主要集中于华东的山东、江苏，华南的海南，以及华中的河南等区域。其中 2015 年华东区域铜版纸产能 515 万吨，华南区域铜版纸产能 90 万吨，华中地区产能 15 万吨，华东、华南、华中产能占比分别为 83.06%、14.52%和 2.42%。

从龙头格局来看，在产能规模超过 10 万吨的生产线中，山东省有太阳纸业、晨鸣纸业、华泰纸业 3 家，江苏省有金东纸业、金华盛纸业 2 家，海南省有海南金海 1 家，河南省有龙丰纸业 1 家，龙头企业规模优势壁垒使铜版纸行业保持了较高的集中度，以 APP（中国）、晨鸣纸业、太阳纸业为代表的前三大铜版纸龙头 CR3 集中度达到 78.57%，铜版纸行业的议价权牢牢把握在行业龙头手中。

表 1：2016 年铜版纸行业龙头企业及集中度

集团或上市公司		旗下具体企业	产能（万吨）	分布
APP（中国）		金东纸业	240	江苏
		海南金海	90	海南
		金华盛纸业	10	江苏
晨鸣纸业		晨鸣纸业	120	山东
太阳纸业		太阳纸业	90	山东
华泰纸业		华泰纸业	70	山东
龙丰纸业		龙丰纸业	15	河南
前 3 大企业产能合计（万吨）			550	
2016 年铜版纸预计产能（万吨）			700	
CR5 集中度			78.574%	

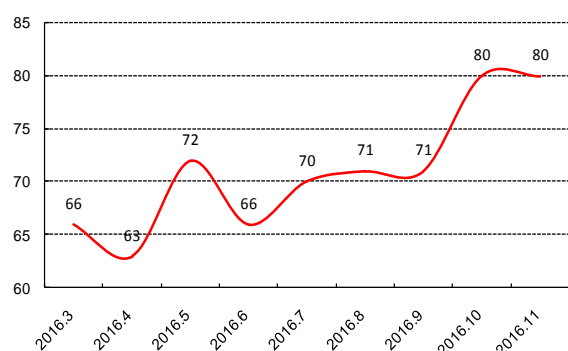
资料来源：卓创，中信建投证券研究发展部

3、库存：开工率提高，库存处于低位

铜版纸作为文化印刷纸的重要组成部分，也在 2016 年造纸景气周期中持续回暖向上。从开工率上看，由于 2016 年前三季度铜版纸行业业绩处于低位，企业生产意愿较低，开工率基本保持 66%-71% 上下波动，2016 年第四季度，随着行业的回暖，铜版纸开工率开始逐渐攀升，由 2016 年 9 月份的 71% 提升至 11 月份 80%，相对 3 月份开工率提高 14pct。

从库存上看，前三季度铜版纸行业走货不理想，其中 3 月份库存达 2 个月以上。进入第四季度，成本端由于人民币贬值导致木浆进口价格上涨、交通运输新规实行导致文化纸运输成本上涨 30%，需求端临近年度采购热情高涨，供给端由于 G20 峰会在杭州召开华东区域纸厂大范围限产、11 月份后华中地区雾霾天气致使大气污染治理趋严造纸行业限产增多，这些因素导致 12 月份铜版纸库存接近“有价无货”的零库存状态。直到目前，铜版纸库存仍然紧俏，处于低位。

图 5：铜版纸开工率 2016 年第四季度提高（%）



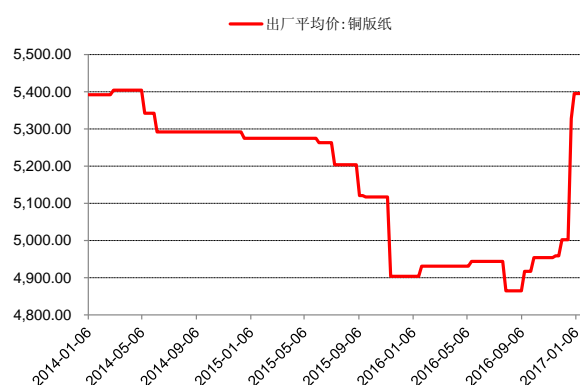
资料来源：卓创，中信建投证券研究发展部

4、价格：铜版纸价格 12 月份后持续上涨

2016 年以来，铜版纸经历了五轮提价，分别在 3 月、7 月、8 月、9 月、12 月，每次幅度为 100 元/吨。但由于 2016 年前三季度各纸厂及其代理商库存量较大，铜版纸市场订单偏弱，厂家各方压力无有效转移，供大于需的根本问题导致铜版纸企业涨价有力且持续的支撑，2016 年 9 月份铜版纸平均出厂价约 5000-5100 元/吨，仍处于 2012 年以来的历史最低谷底。纸厂毛利率处于低位，基本处于亏损状态。

2016 年四季度，受人民币贬值带来的纸浆价格反弹和文化纸运输成本上涨 30% 的双重影响，铜版纸价格开始快速上涨，价格从 2016 年 12 月 15 日的 5002.00 元/吨上涨至 2017 年 1 月 2 日的 5395 元/吨，半个月涨幅达到 7.86% 或 393 元。另一方面临近年底下游需求旺盛，印刷厂订单饱满，采购积极性高涨，但供给端库存由 3 月份 2 个月以上降至 12 月份“有价无货”的零库存状态。进入 2017 年各铜版纸厂继续提价，2017 年 1 月 1 日，山东晨鸣纸业率先将铜版纸价格上调幅度调整至 400 元/吨，随后其他纸厂也将继续涨价，截至 1 月 23 日，全国铜版纸出厂均价为 5395 元/吨，较去年 1 月份累计涨价为 491 元/吨。

图 6：铜版纸价格（元/吨）



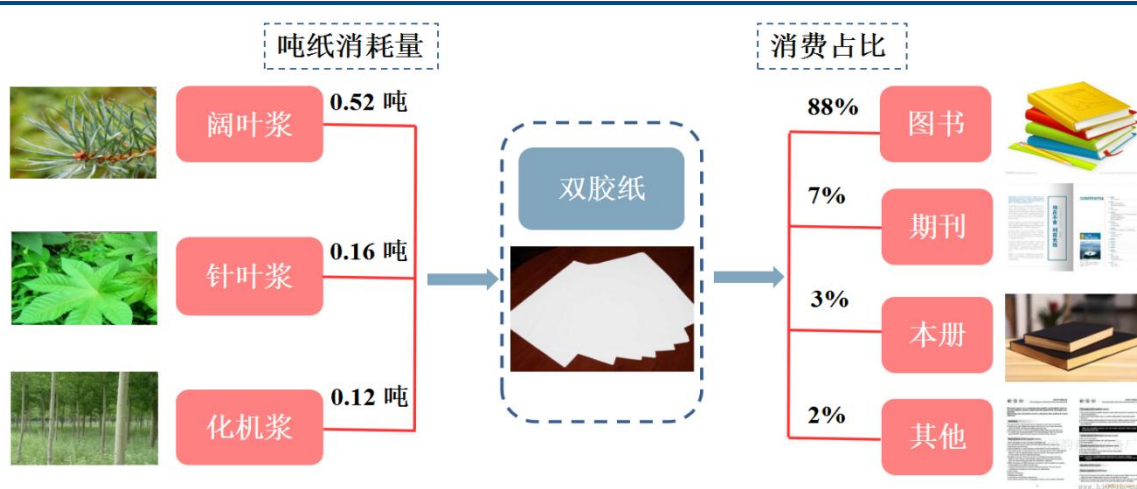
资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

（二）双胶纸：集中度有待提高，价格 10 月份之后开始上涨

双胶纸也叫胶版纸，是文化印刷用纸典型代表纸种之一。主要用于印刷各类书籍、杂志、彩页、产品目录、说明书等。目前铜版纸下游图书、期刊、本册、其他的消费占比为 88%、7%、3%、2%。

双胶纸包括原纸及形成于原纸两面的涂层，制得该原纸的纸浆中含有的浆种为漂白化学浆(针叶木+阔叶木)和化机浆，行业生产一吨铜版纸，需要消耗的阔叶浆、针叶浆和化机浆分别为 0.52 吨、0.16 吨和 0.11 吨。

图 7：双胶纸产业链流程图



资料来源：互联网，卓创，中信建投证券研究发展部

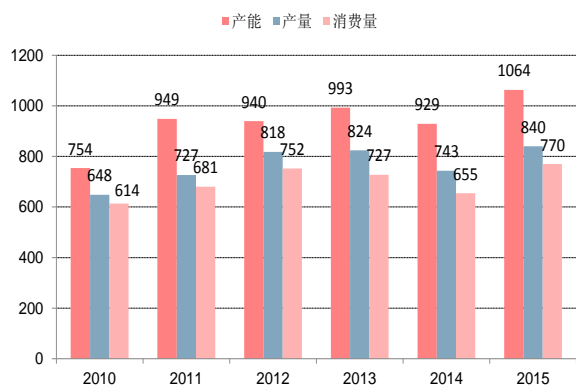
1、格局：产能仍旧过剩，集中度有待提高

2010 年双胶纸供需格局处于弱平衡状态，当年我国双胶纸产能 754 万吨，产量 648 万吨，需求 614 万吨；之后随着双胶纸产能的提高，供需格局开始恶化，2014 年我国双胶纸产能 929 万吨，产量 743 吨，需求 655 万吨；2015 年双胶纸的产能 1064 万吨，产量 840 吨，需求 770 万吨，产能过剩形势仍然严峻。

从产能分布上来看，我国双胶纸行业产能主要集中于华东的山东、江苏，华南的广东，以及华中的河南、湖南、湖北等区域。其中 2015 年华东区域双胶纸产能 411 万吨，华南区域双胶纸产能 209 万吨，华中地区产能 112 万吨，华东、华南、华中、华北、东北、西南产能占比分别为 51.83%、26.36%、14.12%、4.16%、2.27%和 1.26%。

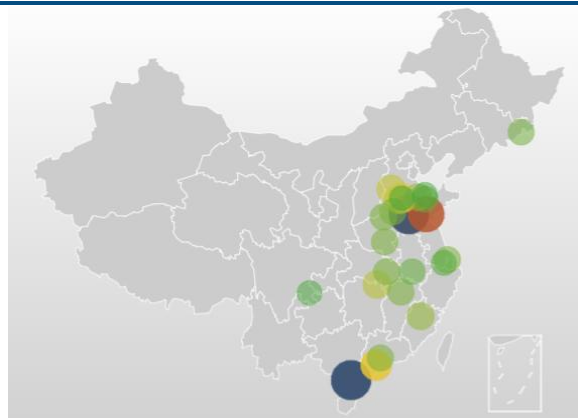


图 8：双胶纸行业 2012-2015 供需情况（万吨）



资料来源：卓创，中信建投证券研究发展部

图 9：我国双胶纸产能分布



资料来源：卓创，中信建投证券研究发展部

从龙头格局来看，双胶纸行业集中度较低，以晨鸣纸业、华泰纸业、太阳纸业、亚太森博为代表的前四大双胶纸龙头 CR4 集中度为 49.92%，双胶纸行业集中度仍有待提高。

表 2：2016 年双胶纸行业龙头企业及集中度

集团或上市公司		旗下具体企业	产能（万吨）	分布
晨鸣纸业		湛江晨鸣	104	广东
		江西晨鸣	20	江西
		武汉晨鸣	20	湖北
		吉林晨鸣	18	吉林
		晨鸣纸业	16	山东
华泰纸业		华泰纸业	80	山东
		广东华泰	40	广东
		河北华泰	33	河北
		安徽华泰	15	安徽
		华泰清河	10	山东
太阳纸业		太阳纸业	130	山东
亚太森博		亚太森博	45	广东
泉林纸业		泉林纸业	42	山东
		泉林夏津	8	
中国诚通控股集团		中冶银河纸业	36	山东
岳阳林纸		岳阳林纸	32	湖南
前 4 大企业产能合计（万吨）			531	
2015 年产能总计（万吨）			1063.5	
CR4 集中度			49.92%	

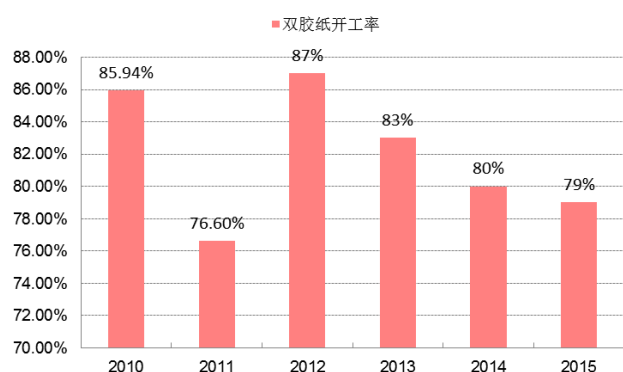
资料来源：卓创，中信建投证券研究发展部

2、库存：开工率近年逐年降低

2011 年由于双胶纸业绩不明朗，开工率位于谷底，仅有 76.60%。2012 年，随着双胶纸行业的回暖，企业的生产意愿强，开工率大幅上升至 87%。2013-2015 年，造纸行业景气度下降，企业开工率也逐年递减，双胶纸开工率同比分别下降 4pct、3pct 和 1pct。



图 10：双胶纸开工率



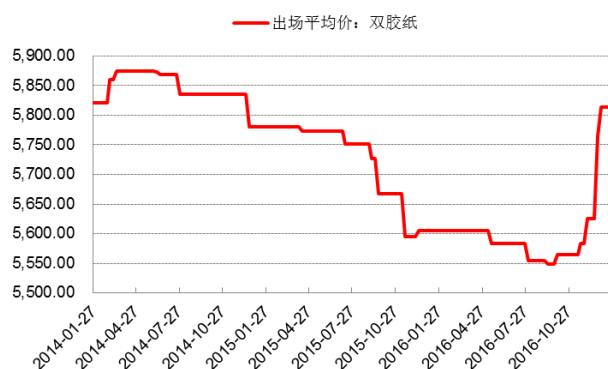
资料来源：卓创，中信建投证券研究发展部

3、价格：双胶纸价格 10 月份后持续上涨

（1）双胶纸价格 10 月份后持续上涨

2016 年前三季度纸浆价格维持底部震荡，相应的双胶纸价格在 2016 年前三季度亦基本维持稳定。2016 年四季度，随着纸浆价格提高，双胶纸价格开始上涨。具体数据上，我国双胶纸价格从 2016 年 10 月份开始启动，从 2016 年 9 月 26 日的 5548 元/吨，上涨至 2017 年 1 月 23 日的 5814 元/吨，累计上涨 4.80% 或 266 元/吨。此轮双胶纸价格上涨后，行业盈利能力有所改善。

图 11：双胶纸价格



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

（2）展望：上涨行情之后，价格将基本维持稳定

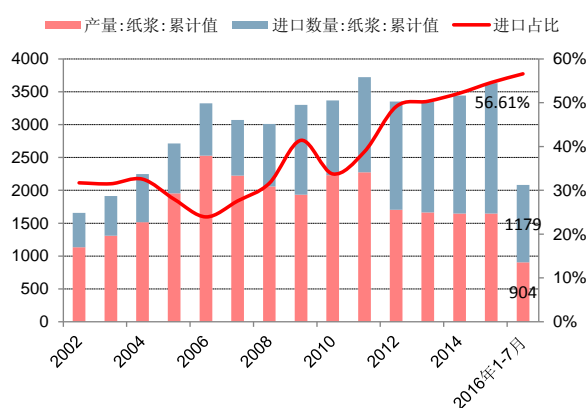
双胶纸行业相比铜版纸行业，竞争更剧烈，未来价格上涨幅度不大。一方面，尽管由于环保政策趋严导致企业限产等因素，可能淘汰部分落后产能，但是双胶纸行业目前仍供大于求，格局分散，行业竞争剧烈，此外 2017 年预计新增产能 45 万吨（亚太森博 45 万吨），将进一步提高供给数量，企业抬价难度大；另一方面，国际纸浆新增产能投放量仍然较大，2017 年新增产能达到 392.5 万吨，2018 年有巴西 TresLagoas 浆厂 175 万吨漂针浆产能投放。预计在大规模国际新增纸浆产能压制下纸浆价格上涨有限。因此我们认为，双胶纸经过这一轮由原材料驱动的价格上涨之后，价格将基本维持稳定。

（三）盈利：纸浆价格反弹驱动文化纸价格提高，行业盈利能力大幅提高

1、纸浆进口依存度提高，人民币贬值触发浆价反弹

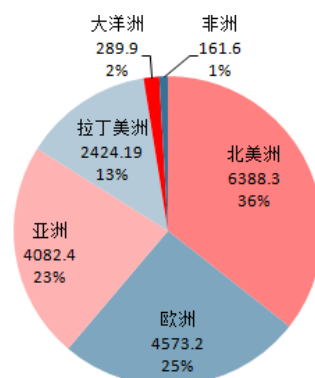
中国国内纸浆需求来看，国内纸浆半数以上依赖进口。2015 年全年我国国内纸浆产量为 1648 万吨，而全年进口量达到 1984 万吨，进口依存度达到 54.62%。2016 年 1-7 月，我国国内纸浆产量 904 万吨，同比下降 5.46%，进口数量 1179 万吨，同比增加 3.10%，进口依存度进一步提高至 56.61%。因此国内进口和自产浆出厂价主要根据国际纸浆价格决定，国际纸浆价格将决定国内造纸行业成本情况。

图 12：中国纸浆进口占比不断提升（单位：万吨）



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 13：2014 年纸浆产量全球分布情况



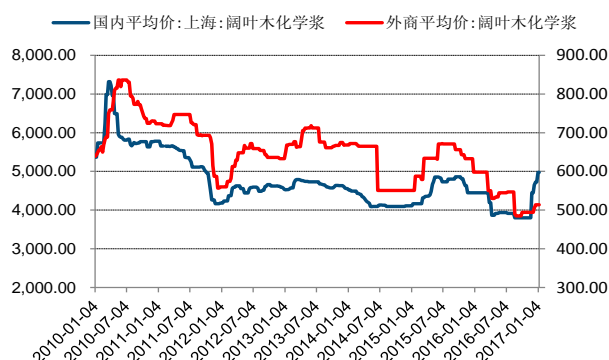
资料来源：2014 年全球纸业发展报告，中信建投证券研究发展部

2016 年下半年浆价反弹主要由人民币汇率变化驱动。2016 年前三季度，我国纸浆价格和国外纸浆报价价格波动情况基本相符，其中国外阔叶木化学浆在国际新增产能压力下，从 2015 年 6 月份的 672.00 美元/吨开始进入下行周期，至 2016 年 9 月达到 485.00 美元/吨的阶段性的低点；国内阔叶木化学浆走势基本保持一致，在 2016 年 9 月同时达到 3800.00 元/吨的阶段性的低点。

2016 年 9 月份之后，由于美国经济复苏，川普上台等原因，人民币开始进入新一轮贬值周期，在人民币贬值驱动下，国内纸浆价格走势开始背离国际纸浆上涨。2016 年 9 月至 2017 年 1 月，阔叶浆外商平均价由 485.00 美元/吨上涨至 514 美元/吨，同比仅上涨 5.98%，而阔叶浆上海内盘价则由 3,800.00 元/吨上涨至 4957 元/吨，同比上涨幅度达到 30.92%。

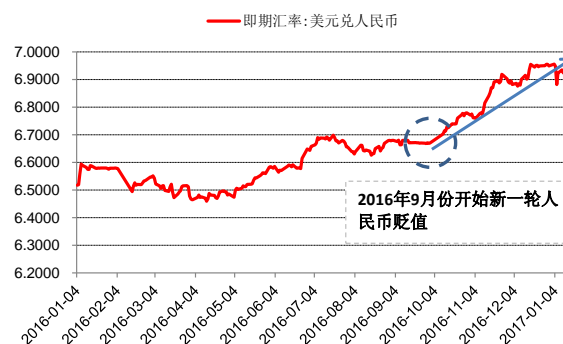
综合来看，2016 年全年阔叶浆外商均价 535.43 美元/吨，同比降 15.60%，阔叶浆国内均价 4076.90 元/吨，同比下降 10.90%，人民币兑美元汇率 2016 年全年平均为 6.6470，同比提高 5.76%。考虑人民币贬值因素后国内外纸浆价格波动幅度基本一致。

图 14：国内外纸浆价格于 9 月份后开始背离



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 15：人民币汇率从 9 月份开始新一轮贬值



资料来源：2014 年全球纸业发展报告，中信建投证券研究发展部

2、盈利：行业盈利能力提高

2014-2015 年，文化用纸行业在造纸行业整体低谷背景下，盈利状况亦步入周期底部，企业大部分略有亏损。2016 年开始，随着纸浆价格的下降，文化用纸行业盈利能力稳步提升，2016Q3 以来，铜版纸、双胶纸价格开始快速上涨，行业盈利能力进一步提高，主要企业转亏为盈，业绩弹性提高。根据我们的草根调研，2017 年初国内铜版纸、双胶纸龙头企业的吨净利已达 200 元/吨左右。

3、龙头企业直接受益

在文化纸行业盈利改善带动下，业内产能规模较大的龙头企业（如太阳纸业、晨鸣纸业、博汇纸业等）将直接受益，业绩弹性潜力巨大：

表 3：龙头企业铜版纸双胶纸产能

产能	公司			
	太阳纸业	晨鸣纸业	博汇纸业	华泰纸业
铜版纸	90	120	25（文化纸合计）	70
双胶纸	130	178		178

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

表 4：重点文化纸企业双胶纸业绩弹性分析

铜版纸吨净利（元）	公司业绩增厚（百万）			
	太阳纸业	晨鸣纸业	博汇纸业	华泰纸业
100	130	178	13	178
200	260	356	25	356
300	390	534	38	534
400	520	712	50	712

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

注：假设博汇纸业 25 万吨文化纸中双胶纸产能 12.5 万吨

表 5：重点文化纸企业铜版纸业绩弹性分析

铜版纸吨净利（元）	公司业绩增厚（百万）			
	太阳纸业	晨鸣纸业	博汇纸业	华泰纸业
100	90	120	13	70
200	180	240	25	140
300	270	360	38	210
400	360	480	50	280

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

注：假设博汇纸业 25 万吨文化纸中铜版纸产能 12.5 万吨

二、首推太阳纸业等：文化纸龙头，四三三战略并进，太阳冉冉升起

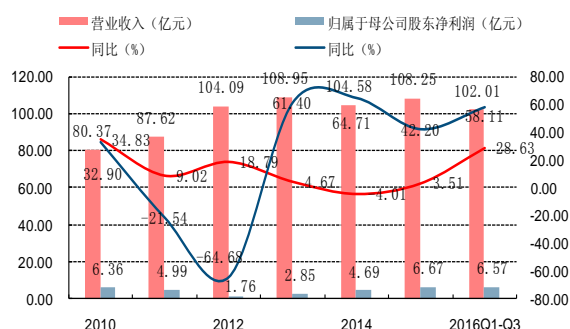
（一）文化纸龙头，业绩稳增

太阳纸业主营机制纸、纸制品、木浆、纸板生产销售，为国内文化纸行业龙头企业。2016 年，公司的浆纸年生产能力将达到 422 万吨，其中文化纸（铜版纸、双胶纸等）产能达到 220 万吨。

公司业绩在造纸行业内亦保持稳健增长，营业收入方面，公司营收从 2010 年的 80.37 亿元增长至 2015 年 108.25 亿元，5 年复合增长率为 7.73%。短期来看，造纸行业产能增长高峰已过，行业景气度提高，公司营收分别于 2015 年、2016 年 Q1-Q3 实现 108.25 亿元、102.01 亿元，同比增长 3.51% 和 28.63%。

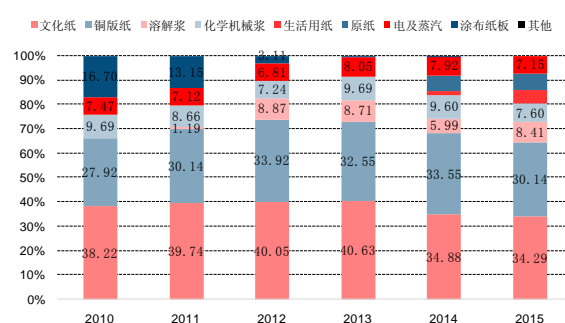
归母净利润方面，长期来看，公司归母净利从 2010 年的 6.36 亿元增长至 2015 年 6.67 亿元，五年复合增长率为 1.20%；短期来看，受益于剥离亏损资产、溶解浆景气上行等因素，公司归母净利分别于 2015 年、2016 年 Q1-Q3 实现 6.67 亿元、6.57 亿元，同比增长 42.20% 和 58.11%。

图 16：太阳纸业营业收入、净利润及同比增速（%）



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 17：太阳纸业分产品营业收入占比（%）



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

表 6：太阳纸业 2015-2016H1 业绩拆分（百万元，%）

		2015 年		2016H1	
		营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
文化纸		3654.51	22.46	2612.51	20.87
	同比	1.29 %	4.46 pct	51.72%	-0.23 pct
	占比	33.76 %	-	39.83%	69.84
铜版纸		3212.00	20.25	1380.73	19.03
	同比	-7.44 %	2.15pct	-12.02%	-2.96 pct
	占比	29.67 %	-	21.05%	15.13
溶解浆		896.47	10.36	1162.81	14.06
	同比	44.79 %	9.21 pct	228.84%	11.67pct
	占比	8.28 %	-	17.73%	-
化学机械浆		809.79	29.83	420.72	19.32
	同比	-18.42 %	4.58 pct	-7.57%	-7.92pct
	占比	7.48 %	-	6.41%	-
生活用纸		611.49	12.69	346.40	12.78
	同比	260.55 %	1.07 pct	45.44%	-2.26pct
	占比	5.65 %	-	5.28%	-
原纸		710.98	18.14	303.83	17.04
	同比	6.97%	0.72pct	-21.20 %	2.48pct
	占比	6.57%	-	4.63 %	-
电及蒸汽		761.53	51.89	291.50	44.97
	同比	-7.05%	7.94pct	-30.04 %	-6.75pct
	占比	7.03%	-	4.44 %	-

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

（二）文化纸持续提价，盈利能力大幅改善

2016 年下半年以来，随着文化纸行业的持续回暖，公司铜版纸和双胶纸价格均不断提高，其中铜版纸（天阳平张 128g）价格从 2016 年 1 月的 4700-4800 元/吨已经提高到 2017 年 1 月的 6000 元/吨，价格上涨 1200 元/吨左右；双胶纸（70-120g 华夏太阳）价格从 2016 年 1 月的 5900-6000 元/吨提高到 2017 年 1 月的 6200-6300 元/吨，价格上涨 300 元/吨。根据我们的草根调研，公司目前文化纸吨净利达到 200-300 元/吨左右，随着公司文化纸价格的提高，带动公司盈利能力大幅改善。

表 7：太阳纸业双胶纸 2016 年以来价格变动情况

2016 年 1 月 6 日	双胶纸报盘稳定	70-120g 华夏太阳 23#平张承兑含税 5900-6000 元/吨，金太阳 6100 元/吨左右，29#50-120g 天阳 5500 元/吨。卷筒价格下调 200 元/吨左右。正常排产，库存略大，实单可视单商谈。
2016 年 1 月 15 日	双胶纸报盘稳定	70-120g 华夏太阳 23#平张承兑含税 5900-6000 元/吨，金太阳 6100 元/吨左右，29#50-120g 天阳 5500 元/吨。卷筒价格下调 200 元/吨左右。正常排产，库存略大，实单可商谈。
2016 年 4 月 21 日	双胶纸报盘稳定	70-120g 华夏太阳 23#平张承兑含税 5900 元/吨，金太阳 6000 元/吨左右，29#50-120g 天阳 5400 元/吨。卷筒价格下调 200 元/吨左右。目前 29#天阳排产较紧。厂家存下月提涨意向，实单可具体商谈。
2016 年 6 月 13 日	双胶纸报盘稳定	70-120g 华夏太阳 23#平张承兑含税 5900 元/吨，金太阳 6100-6200 元/吨，29#50-120g 天阳 5400 元/吨。卷筒价格下调 200 元/吨左右。实单可谈。
2016 年 7 月 25 日	双胶纸报盘稳定	70-120g 华夏太阳 23#平张承兑含税 5900 元/吨，金太阳 6100-6200 元/吨，29#50-120g 天阳 5400 元/吨。卷筒价格下调 200 元/吨左右。淡季影响，出货一般，短期暂无调价意向。实单实谈。
2016 年 8 月 31 日	决定自 10 月 1 日起上调 100 元/吨	70-120g 华夏太阳 23#平张承兑含税 5900 元/吨，金太阳 6100-6200 元/吨，29#50-120g 天阳 5400 元/吨。卷筒价格下调 200 元/吨左右。具体成交视单而定。
2016 年 10 月 19 日	纸价维持稳定	山东太阳纸业双胶纸成交一般，近日价格上调 100 元/吨。目前，70-120g 华夏太阳 23#平张承兑含税参考报价 6000 元/吨，金太阳 6300 元/吨，29#50-120g 天阳 5500 元/吨。卷筒价格低 200 元/吨左右。具体成交视单而定。
2016 年 12 月 16 日	2017 年 1 月 1 日起，全木浆双胶纸在目前执行的价格基础上上调 200 元/吨；从 2017 年 2 月 3 日起，再次上调 200 元/吨	
2017 年 1 月 3 日	1 月 1 日起价格上调 200 元/吨	70-120g 华夏太阳 23#平张承兑含税参考报价 6200-6300 元/吨，金太阳 6500-6600 元/吨，29#50-120g 天阳 5700-5800 元/吨。卷筒价格低 200 元/吨左右。具体成交视单而定。厂家计划 2 月 3 日起价格再次上调 200 元/吨。
2017 年 1 月 16 日	成交良好，货源紧俏。	70-120g 华夏太阳 23#平张承兑含税参考报价 6200-6300 元/吨，金太阳 6500-6600 元/吨，29#50-120g 天阳 5700-5800 元/吨。卷筒价格低 200 元/吨左右。具体成交视单而定。厂家计划 2 月 3 日起价格上调 200 元/吨。

资料来源：卓创，中信建投证券研究发展部



表 8：太阳纸业铜版纸 2016 年以来价格变动情况

2015 年 12 月 31 日	铜版纸价格持续平稳	天阳平张 128g 到厂含税价报 4700-4800 元/吨；华夏太阳 105g 报 5200-5300 元/吨，128g 以上 4900-5000 元/吨
2016 年 1 月 6 日	铜版纸价格持续平稳	天阳平张 128g 到厂含税价报 4700-4800 元/吨；华夏太阳 105g 报 5200-5300 元/吨，128g 以上 4900-5000 元/吨
2016 年 5 月 26 日	铜版纸价格持续平稳	天阳平张 128g 到厂含税价报 4700 元/吨；华夏太阳 105g 报 5200 元/吨，128g 以上 4900 元/吨
2016 年 6 月 16 日	自 7 月 1 日上调 100 元/吨	天阳平张 128g 到厂含税价报 4700 元/吨；华夏太阳 105g 报 5200 元/吨，128g 以上 4900 元/吨
2016 年 7 月 1 日	纸价延续前期，暂无调整	天阳平张 128g 到厂含税价报 4700 元/吨；华夏太阳 105g 报 5200 元/吨，128g 以上 4900 元/吨
2016 年 7 月 6 日	在前期价格基础上上调 100 元/吨	天阳平张 128g 到厂含税价报 4800 元/吨；华夏太阳 105g 报 5300 元/吨，128g 以上 5000 元/吨
2016 年 7 月 29 日	决定自 8 月 1 日起，在目前的执行价格基础上，继续上调 100 元/吨。	天阳平张 128g 到厂含税价报 4800 元/吨；华夏太阳 105g 报 5200 元/吨，128g 以上 5000 元/吨
2016 年 8 月 17 日	深圳地区铜版纸出货尚可，纸厂不断推涨市场，实单价格已落实。	华夏太阳 128g 以上到货含税参考价报 5200-5300 元/吨。实单可详谈。
2016 年 8 月 19 日	山东太阳纸业铜版纸出货尚可，纸价目前维持稳定。	天阳平张 128g 到厂含税价报 4800 元/吨；华夏太阳 105g 报 5200 元/吨，128g 以上 5000 元/吨
2016 年 8 月 31 日	决定 9 月 1 日起继续上调 100 元/吨。	天阳平张 128g 到厂含税价报 4800 元/吨；华夏太阳 105g 报 5200 元/吨，128g 以上 5000 元/吨
2016 年 9 月 1 日	-	天阳平张 128g 到厂含税价报 4900 元/吨；华夏太阳 105g 报 5300 元/吨，128g 以上 5100 元/吨
2016 年 10 月 27 日	-	山东太阳纸业发出通知，为了缓解持续攀升的成本压力，计划 11 月 1 日起全品牌系列的铜版纸在原价格基础上上调 100 元/吨。
2016 年 11 月 29 日	山东太阳纸业成交良好，在成本上涨压力下，价格上调 100 元/吨。	天阳平张 128g 到厂含税价报 5100 元/吨；华夏太阳 105g 报 5500 元/吨，128g 以上 5300 元/吨。卷筒低 200 元/吨。实际成交接单商谈为主。
2016 年 12 月 16 日	自 12 月 15 日开始，对全品牌系列的铜版纸，在目前执行价格基础上上调 200 元/吨；从 2017 年 1 月 1 日起，再次上调 200 元/吨。	
2016 年 12 月 19 日	15 日开始价格上调 200 元/吨	天阳平张 128g 到厂含税价报 5300-5400 元/吨；华夏太阳 105g 报 5700-5800 元/吨，128g 以上 5500-5600 元/吨
2017 年 1 月 3 日	1 月 1 日起价格上调 200 元/吨。	天阳平张 128g 到厂含税价报 5600 元/吨左右；华夏太阳 105g 报 6000 元/吨左右，128g 以上 5800 元/吨左右
2017 年 1 月 5 日	价格再次上调 200 元/吨。	天阳平张 128g 以上到厂含税价报 5800 元/吨左右，卷筒低 200 元/吨。实际成交接单商谈为主
2017 年 1 月 16 日	报价持续上调。	天阳平张 128g 以上到厂含税价报 6000 元/吨左右，卷筒低 200 元/吨。实际成交接单商谈为主

资料来源：卓创，中信建投证券研究发展部

（三）四三三战略并进，太阳冉冉升

公司自 2012 年开始，领先于行业进行“调结构、转方式”的调整，提出“四三三”发展战略，暨在巩固造纸主业的同时，以造纸产业的技术、资金、人才等为基础，发展生物质新材料，进军快速消费品行业，通过对资源的有效整合，使三大产业齐头并进，相互支撑，稳步构造造纸产品占 40%、生物质新材料（溶解浆、绒毛浆、木糖等）占 30%、快速消费品（生活用纸、纸尿裤、卫生巾等）占 30% 的“四三三”利润格局。

1、造纸板块：文化纸、包装纸新增产能投放助力发展。

2016 年，公司的浆纸年生产能力将达到 422 万吨，其中非涂布文化用纸 100 万吨，溶解浆 50 万吨，化机浆 70 万吨，生活用纸 12 万吨，牛皮箱板纸 50 万吨，淋膜原纸 30 万吨，静电复印纸 10 万吨，工业原纸 10 万吨等。其中公司 30 万吨轻型纸改扩建项目在 2015 年三季度末正式投产并在 2016 年进入达产阶段状态；年产 50 万吨低克重高档牛皮箱板纸项目 2016 年八月试产成功并正式投入生产销售，随着新增产能进入逐渐爬坡阶段，轻型纸及高端牛皮箱板纸产品高附加值将拉动公司未来收入增长。

表 9：太阳纸业产能情况

品种	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
铜板纸	80	80	80	-	90
双胶纸（轻型纸）	-	-	-	30	30
箱板纸	-	-	-	-	50
非涂布文化用纸	80	100	100	100	100
化机浆	45	45	45	70	70
溶解浆	20	20	20	20	50
生活用纸	-	-	-	-	12
静电复印纸	-	-	-	-	10
工业原纸	-	-	-	-	10
其他	-	-	-	-	-
合计	-	-	-	-	422

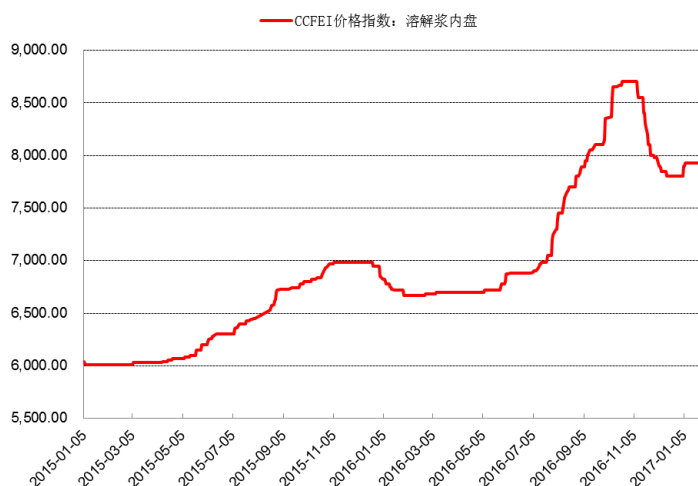
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

2、生物质新材料：溶解浆景气度持续高涨，为公司带来强业绩支撑

一方面，公司 2015 年 11 月试产的 35 万吨天然纤维素循环经济一体化项目目前已经进入稳产、达产期，其中，子公司山东太阳宏河纸业有限公司年产 35 万吨天然纤维素循环经济一体化项目已于正式生产，运行良好，2016 年上半年项目实现收入 6.89 亿，实现毛利 1.28 亿。随着邹城年产 35 万吨天然纤维素项目的全面达产，公司已成为中国最大、世界第三的溶解浆供应商。

另一方面，溶解浆价格持续景气高涨。从 2016 年 1 月 4 日的 6820 元/吨持续上涨至 2016 年 11 月 8 日的 8700 元/吨，累计上涨 27.57%。11 月 8 日后价格有所回调，截至 2017 年 1 月 24 日，溶解浆价为 7930 元/吨，仍远高于年初价格。在溶解浆景气度持续的背景下，公司溶解浆业务的满产满销，量价齐升成为公司业绩最大驱动。

图 18：国内溶解浆价格走势（元/吨）



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

3、生活用纸

复星参股，建立战略合作关系，对公司形成长期利好。2016 年 10 月，公司引进复星集团成为战略股东，围绕“四三三”整合双方资源。此次合作主要包括三方面：一是发挥复星集团及其旗下相关公司的资源优势、产业优势，协助太阳纸业在生活用纸及纸尿裤等快速消费品领域进行战略梳理，围绕太阳纸业“四三三”的转型布局提供战略性指导建议和资源导入；二是积极推动复星集团及其旗下相关公司或产业板块（如医疗、旅游、母婴、养老等）与太阳纸业的业务合作；三是在全球范围内围绕生活用纸及纸尿裤领域、林浆纸一体化等项目的共同投资及并购整合。此次合作将推动太阳纸业快速消费品板块的战略落地，使得公司能够在品牌、渠道、产品等多方面的竞争力得到加强，有助于太阳纸业进一步打开成长空间，并为太阳纸业后续发展打下良好基础。

大力推广生活用纸及纸尿裤自有品牌市场开拓。2015 年 5 月，“幸福阳光”生活用纸创新性的推出“无添加”系列生活用纸，市场给予极高的美誉度，并迅速得到消费者认可，打开市场销路。2016 年 3 月 15 日，公司子公司山东太阳生活用纸有限公司与日本制纸 Crecia 股份公司签署纸尿裤生意战略合作伙伴协议。公司正式在中国市场推出 Suyappy (舒芽奇) 系列儿童纸尿裤，Suyappy (舒芽奇) 品牌及相关知识产权均属公司所有。公司生活用纸业务目前产能 12 万吨，相关产品已陆续投放国内市场，通过电商渠道进行销售，未来还将继续探索母婴专有渠道、线下渠道的推广，凭借优质的性能和更优惠的价格占领市场。

图 19：太阳纸业“幸福阳光”生活用纸主打无添加



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 20：太阳纸业联手日本推出“舒芽奇”纸尿裤



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

（四）投资建议

公司持续推进“四三三”战略，溶解浆业务随着下游粘胶纤维高景气的带动增速超预期，原造纸主业在降价下行，行业复苏下盈利向好，同时公司与复星合作整合双方资源，生活用纸及纸尿裤业务望长期受益。公司管理优秀、战略清晰、激励到位、新业务前景广阔，业绩保持持续较高速增长。结合公司产能的投放、资本结构的改善以及纸浆价格、溶解浆价格等因素，我们预计 2016-2017 年净利润分别为 10.27 亿、15.53 亿，同比增长 54%、51%，EPS 为 0.40、0.61，PE 为 18 倍、12 倍（考虑定增摊薄，EPS 分别为 0.36、0.54，PE 分别为 21、14），当前公司市值 187 亿（对应定增后市值 211 亿）；维持“买入”评级。

分析师介绍

花小伟：中信建投轻工制造消费行业分析师，统计学硕士，2012-2014 年中国银河证券轻工纺服研究，所在银河团队历史成绩：新财富纺服行业 2012 年第 4，2013 第 2，2014 第 4；水晶球纺服 2012 年第 3，2013 第 2，2014 第 3；金牛奖纺服行业 2012 年第 3，2013 第 4，2014 第 3。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名，2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名。

研究助理丰毅：三年金融行业从业经验，曾任私募研究团队负责人，所在团队获 2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名。

陈伟奇 chenweiqi@csc.com.cn

报告贡献人

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

周瑞 18611606170 zhourui@csc.com.cn

刘凯 010-86451013 liukaizgs@csc.com.cn

上海地区销售经理

陈诗泓 021-68821600 chenshihong@csc.com.cn

邓欣 021-68821600 dengxin@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

肖垚 021-68821631 xiaoyao@csc.com.cn

吉佳 021-68821600 jijia@csc.com.cn

朱丽 021-68821600 zhuli@csc.com.cn

杨晶 021-68821600 yangjingzgs@csc.com.cn

谈祺阳 021-68821600 tanqiyang@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

王留阳 0755-22663051 wangliuyang@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

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客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京中信建投证券研究发展部

中国北京 100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海中信建投证券研究发展部

中国上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622