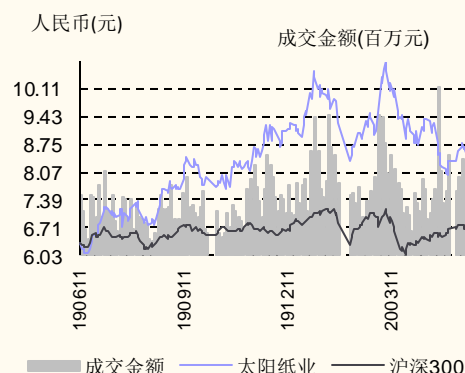


太阳纸业 (002078.SZ) 买入 (维持评级)**公司深度研究**

市场价格 (人民币): 9.65 元
目标价格 (人民币): 12.61-12.61 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	25.91
已上市流通 A 股(亿股)	25.51
总市值(亿元)	250.07
年内股价最高最低(元)	9.65/8.12
沪深 300 指数	4040
中小板综	10581

**相关报告**

- 1.《1Q 业绩大幅增长, 2Q 景气将有所回落-1Q 业绩大幅增长, 2Q...》, 2020.5.1
- 2.《Q4 环比继续改善, 广西项目意义重大-Q4 环比继续改善, 广西项...》, 2020.4.21
- 3.《单季度盈利环比改善, 年内木浆自给率还将提升-太阳纸业 2019...》, 2019.8.28

短、中期景气拐点已现, 中长期成长可期**公司基本情况(人民币)**

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	21,768	22,763	23,400	27,579	31,626
营业收入增长率	15.21%	4.57%	2.80%	17.86%	14.67%
归母净利润(百万元)	2,238	2,178	2,335	2,813	3,362
归母净利润增长率	10.54%	-2.66%	7.18%	20.50%	19.51%
摊薄每股收益(元)	0.863	0.840	0.901	1.086	1.297
每股经营性现金流净额	1.73	1.81	1.94	2.06	2.27
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.80%	14.93%	14.83%	16.14%	17.29%
P/E	6.60	11.71	10.65	8.83	7.39
P/B	1.18	1.75	1.58	1.43	1.28

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **三十年深耕造纸主业穿越多轮周期, 横向扩品类+纵向产业链延伸, 成就全球造纸 50 强。**30 余年来, 公司立足造纸业, 凭借管理层长远的战略眼光、优秀的管理与执行能力, 通过横向的品类扩张与向上游林、浆产业链的战略布局, 打造出造纸产能近 400 万吨, 制浆产能超过 250 万吨。待广西北海 350 万吨项目投产, 公司将迈入千万量级序列, 成为全球的造纸龙头。
- **短期看, 文化纸景气度处于底部, 景气度已经开始回暖。**受国内外疫情影响, 2020 年 3 月以来, 文化纸价格持续下跌, 但近期, 在浆价下跌的背景下, 纸价仍然走势稳定并开始略微反弹, 行业开工率亦已有提升迹象, 无论从纸价还是吨纸盈利角度看, 文化纸行业景气拐点已现。展望下半年, 秋季开学的教辅教材备货, 以及传统四季度的消费旺季, 都预示着下半年行业的需求将环比改善, 更为重要的是, 国内宏观经济正逐渐恢复, 且海外方面, 船运的恢复以及欧美国家复工复产的推进, 对文化纸尤其铜版纸的出口修复, 也起到积极作用。我们看好下半年国内文化纸景气回暖的趋势。
- **中长期看, 2020-2021 年文化纸供需格局将保持良性的水平。**首先, 2019 年以来国内造纸产业固定资产投资呈现减少的态势, 2019 年固定资产投资完成额增速为-11.4%, 2020 年 1-4 月增速为-24.2%。这表明未来 2-3 年国内造纸行业新增产能较少, 进一步统计具体纸种扩产的数据, 2020-2021 年国内造纸新增产能以箱板瓦楞为主, 文化纸新增产能仅占 6.3%, 我们认为供给增量能够得到有效消化, 因此预计未来 2-3 年文化纸行业供求关系将保持良性水平。
- **老挝&北海项目——加快公司从周期股向成长股进化的步伐。**受益于老挝和北海项目的布局, 2019 年公司文化纸自供浆比例为 50.8%, 预计 2023 年公司自供浆比例将提升至 78%。公司箱板瓦楞纸国内产能部分的原料自给率亦将因老挝 40 万吨再生浆产能的投放, 而提升 33%。老挝和北海项目将进一步强化公司成本领先战略, 令太阳获取更高的盈利水平, 提升盈利的稳定性, 降低公司的周期属性, 强化成长能力, 提升合理估值水平。

投资建议

- 我们预计 2020-2021 年公司 EPS 为 0.90 元和 1.09 元, 我们将 2022 年公司的销售费用率和财务费用率进行了上调, 将 2022 年 EPS 下调至 1.30 元, 当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 10.6/8.8/7.4 倍, 维持买入评级。

风险提示

- 老挝基地停工的风险; 国内外疫情反复的风险; 新增产能投放进度不达预期的风险; 公司费用率控制不力的风险。

姜浩

分析师 SAC 执业编号: S1130520040003
jianghao@gjzq.com.cn

内容目录

投资要件	4
1、三十年深耕造纸主业，横纵扩张成就林浆纸一体化巨头.....	6
1.1、优秀的管理能力助力太阳平抑周期.....	8
1.2、坚定执行林浆纸一体化战略，纸、浆产能稳步提升.....	8
1.3、管理团队稳定，人员薪酬高于同业提升组织活力	9
2、文化纸景气度拐点已现，下半年大概率景气将继续回暖.....	9
2.1、文化纸景气拐点已现，吨纸盈利已经开始修复.....	10
2.2、海外经济回暖有助于出口恢复，缓解文化纸供需矛盾.....	11
3、中长期推荐逻辑：2020-2021 年文化纸供需格局平稳.....	12
3.1、2019 年以来造纸行业固定资产投资持续下滑.....	12
3.2、文化纸占造纸新增产能比例较低.....	12
4、老挝&北海项目：加快公司从周期股向成长股进化的步伐.....	13
4.1、老挝是海外原料的桥头堡，广西是国内承前启后的中枢.....	13
4.2、文化纸：2023 年自供浆比例有望超过 78%，成本优势将更为明显	15
4.3、箱板纸：老挝基地显著降低了太阳在国内发展箱板瓦楞纸产业的风险	17
5、盈利预测与投资建议：首次覆盖给予“买入”评级.....	18
5.1、盈利预测.....	18
5.2、投资建议.....	19
6 风险提示	19

图表目录

图表 1：太阳纸业自创立以来的发展历程.....	6
图表 2：2019 年重点造纸企业产量前 10 名企业	6
图表 3：太阳纸业横向产品扩张进程.....	7
图表 4：太阳纸业产品种类及营收分布.....	7
图表 5：2004-2019 年太阳纸业营收及增速.....	8
图表 6：2004-2019 年太阳纸业净利润及增速.....	8
图表 7：公司股权架构清晰.....	8
图表 8：预计 2024 年公司将拥有 712 万吨造纸产能.....	9
图表 9：预计 2024 年公司将拥有 420 万吨木浆产能.....	9
图表 10：公司生产人员薪酬（万元/人）水平高于同业.....	9
图表 11：公司人均创收水平（万元/人）高于同业.....	9
图表 12：双胶纸价格及吨毛利（元/吨）	10
图表 13：铜版纸价格及吨毛利（元/吨）	10
图表 14：双胶纸企业开工率已至历史低位.....	10
图表 15：铜版纸企业开工率已至历史低位.....	10
图表 16：8 月是文化用品传统的季节消费拐点.....	11

图表 17: 1M-4M2020 文化纸出口量同比下滑.....	11
图表 18: 涂布纸出口占比在 21%-25%之间.....	11
图表 19: 5 月美国制造业和非制造业 PMI 环比好转	11
图表 20: 5 月欧元区制造业和服务业 PMI 环比好转	11
图表 21: 2019 年起造纸业固定资产投资完成额累计同比持续为负.....	12
图表 22: 2020-2021 年国内各个细分纸种新增产能的占比.....	13
图表 23: 2008-2019 年文化纸消费量（万吨）及增速.....	13
图表 24: 老挝林浆纸一体化项目完成情况.....	14
图表 25: 2020 年前 7 批外废配额同比减少 44.77%.....	14
图表 26: 中国名义废纸回收率不断提升.....	14
图表 27: 2019 年公司消耗性生物资产账面价值为 2.45 亿元.....	14
图表 28: 2021 年公司箱板纸产能有望达到 200 万吨.....	15
图表 29: 公司箱板纸毛利率呈改善趋势.....	15
图表 30: 太阳纸业在北海项目的预计设计产能达 350 万吨.....	15
图表 31: 2023 年公司木浆自供比例下限有望达到 78%.....	15
图表 32: 17-18 年外购浆价与自制浆价剪刀差逐渐走阔.....	16
图表 33: 木浆自供量逐渐提高，自供比例呈上升趋势.....	16
图表 34: 2012-2018 年公司文化纸木浆原料成本节约测算.....	16
图表 35: 公司非涂布文化纸吨成本（元/吨）优势显著.....	17
图表 36: 公司非涂布文化纸毛利率优势显著.....	17
图表 37: 箱板纸原材料自供率测算.....	18
图表 38: 可比公司估值.....	19

投资要件

■ 关键假设

1) 文化纸:

1、收入端:参考文化纸 2019 年均价与 2020 年上半年均价的价差,考虑文化纸景气度回暖的趋势,我们预测 2020 年非涂布文化纸均价同比只降 50 元,2021/2022 年均价同比+160/+200 元,铜版纸同 2020/2021/2022 年均价同比+60/+160/+220 元。

2、成本端:参考木浆 2019 年均价和 2020 上半年均价,以及浆价下半年基本平稳的走势预判,考虑到下半年市场浆价仍将保持低位,2021 年小幅上涨,我们假设 2020-2022 年平均浆价同比变动幅度分别为 -200/+150/+150 元。非涂布文化纸 2020/2021/2022 年单位成本 -130/+100/+135 元,铜版纸 2020/2021/2022 年单位成本-100/+100/+150 元。我们预测 2020/2021/2022 年非涂布文化纸毛利率为 29.0%/29.2%/29.3%,铜版纸毛利率为 30.7%/31%/31%。

2) 箱板纸:

1、收入端:参考箱板纸 2019 年均价及 2020 年上半年均价,考虑随着内外需求回暖,下半年箱板纸景气度有望逐步回暖,我们预测 2020 年箱板纸均价同比保持不变,综合考虑外废进口清零,令国废供应逐渐紧张,但海外废纸回收量上升之后,外废价格下降,预计箱板纸 2021/2022 年均价(国内+老挝)同比+150/+200 元。

2、成本端:考虑 2020 年公司投产 20 万吨本色浆用于供应箱板纸生产,以及当下国废均价和 2019 年均价的价差,我们预测 2020 年箱板纸单位成本同比-53 元。鉴于未来太阳纸业新增产能在老挝,不受国废供应紧张的影响,且欧美废纸随经济回暖,回收量上升,外废价格有望逐步降低,我们预测 2021/2022 年箱板纸单位成本同比-53/+50/+150 元,我们预测 2020/2021/2022 年箱板纸毛利率为 20.3%/21.3%/21.5%。

3) 溶解浆:参考溶解浆 2019 年及 2020 年的供需格局,我们判断 2020 年溶解浆仍处于供大于求的格局,且下游粘胶纤维景气度仍然疲软,2021 年起景气随经济向好,略微恢复,我们预测 2020/2021/2022 年溶解浆单位售价-200/+150/+200 元,2020/2021/2022 年毛利率为 12.5%/13.0%/14.4%。

4) 2020-2022 年销售费用率预测:考虑到公司对下游经销商销售折扣的提高,我们预计 2020 年销售费用率提升至 4.9%,2021/2022 年预测值为:4.7%/4.7%。

5) 2020-2022 年管理费用率预测:2020/2021/2022 年管理费用率与 2019 年持平,均为 2.5%。

6) 2020-2022 年研发费用率预测:1.8%/2%/2%,研发费用绝对值分别为 4.2/5.5/6.3 亿元。

■ 我们区别于市场的观点:

1、我们明确认为文化纸在当下时点拐点已现,并且下半年大概率将延续景气回升的态势;

2、我们认为疫情对中国宏观经济影响最坏的时间窗口已过,基于对国内经济中长期发展的信心,我们判断目前文化纸的景气拐点大概率亦是 2020-2022 年中期的拐点。

3、基于对太阳纸业老挝和广西项目的测算,我们认为从 2021 年开始,太阳纸业的周期属性将进一步被削弱,成长性将得到增强,公司中长期的合理估值水平应当提升。

■ 股价上涨的催化因素

1) 进入秋季开学备货时点,行业进入旺季,提振纸价;

- 2) 经济逐渐向好，商务活动逐渐活跃，带动铜版纸需求回暖；
- 3) 海外复工带动经济回升，国内文化纸出口修复，改善国内文化纸供求关系。

■ 估值和目标价格

我们预计 2020-2021 年公司的 EPS 为 0.90 元和 1.09 元，我们将 2022 年公司的销售费用率和财务费用率进行了上调，将 2022 年 EPS 下调至 1.30 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 10.6/8.8/7.4 倍，维持买入评级。

■ 投资风险

老挝基地停工的风险：若老挝疫情有反复，一方面会影响老挝 80 万吨箱板纸产能的建设和投产进度；另一方面现有产能可能停机，将影响公司业绩。

国内疫情反复，影响宏观经济增速的风险：若国内疫情反复，宏观经济增长受到负面影响，将导致文化纸供求关系恶化，令纸价和盈利能力下跌，影响公司业绩。

国内新增产能投放进度不达预期的风险：如果国内新增产能释放的进度低于预期，将影响公司 2020-2021 年的业绩。

公司费用率控制不力的风险：如果公司费用率控制不力，令费用率超预期，将导致公司的盈利预测下调。

1、三十年深耕造纸主业，纵横扩张成就林浆纸一体化巨头

太阳纸业主营产品包括非涂布文化纸、高级美术铜版纸、特种纤维溶解浆、生活用纸等。30 余年来，公司专注造纸主业，凭借管理层卓越的战略眼光、优秀的管理与执行力，现已成为国内文化纸行业的龙头，并且在林浆纸一体化方面位居国内领先。2019 年公司拥有造纸产能近 400 万吨，制浆产能 260 万吨（含 80 万吨溶解浆和 40 万吨再生浆，50 万吨木屑浆和半化学浆，实际木浆 90 万吨），待广西北海 350 万吨项目投产，公司将迈入千万量级序列，成为全球具备影响力的造纸龙头。

图表 1：太阳纸业自创立以来的发展历程

战略管理	抓技术、强管理	<ul style="list-style-type: none"> 低成本扩张“组合拳”：重组、兼并、技术入股等 技术、管理快速追赶 	<ul style="list-style-type: none"> 成本优化战略 逆势布局战略 产品高端化、多元化 老挝“林纸浆一体化” 	<ul style="list-style-type: none"> “四三三”发展战略 造纸、生物质新材料、快速消费品 信息化管理运营
产品线/产业链开拓	引进原鱼台造纸厂的退休工程师王谦洛，生产出公司第一张包装纸	<ul style="list-style-type: none"> 1993：高档涂布白板纸 	<ul style="list-style-type: none"> 2011：溶解浆业务 2011：低克重铜版纸 	<ul style="list-style-type: none"> 2013：生活用纸 2016：低克重高强度牛皮箱纸板 2016：高强瓦楞纸 2018：30万吨老挝化学浆线
融资历程	<ul style="list-style-type: none"> 引进人才：原民丰造纸厂退休高管李士刚、王良德，奠定技术基础 	<ul style="list-style-type: none"> 引进外资：与美、加、香港建立4家合资企业 	<ul style="list-style-type: none"> 2006：深交所上市 2006：与国际纸业合作白卡纸业务 	<ul style="list-style-type: none"> 2013：定向增发融资10亿 2015：定向增发融资10亿 2017：发行可转债112亿
人才引进/技术突破	<ul style="list-style-type: none"> 每年投入10多亿元加速技术改造 高档白板纸技术突破，与进口设备产品质量媲美 	<ul style="list-style-type: none"> 2008：全球首次把钢带式压光机应用在文化纸机 2008：废水“零排放” 2011：首创溶解浆连蒸连煮的工艺 	<ul style="list-style-type: none"> 2013：溶解浆提取出木糖产品 自备电厂改造，削减大气污染物排放70%以上 生活用纸：不添加干强剂、湿强剂等化学品工艺突破 	

来源：公司官网，国金证券研究所

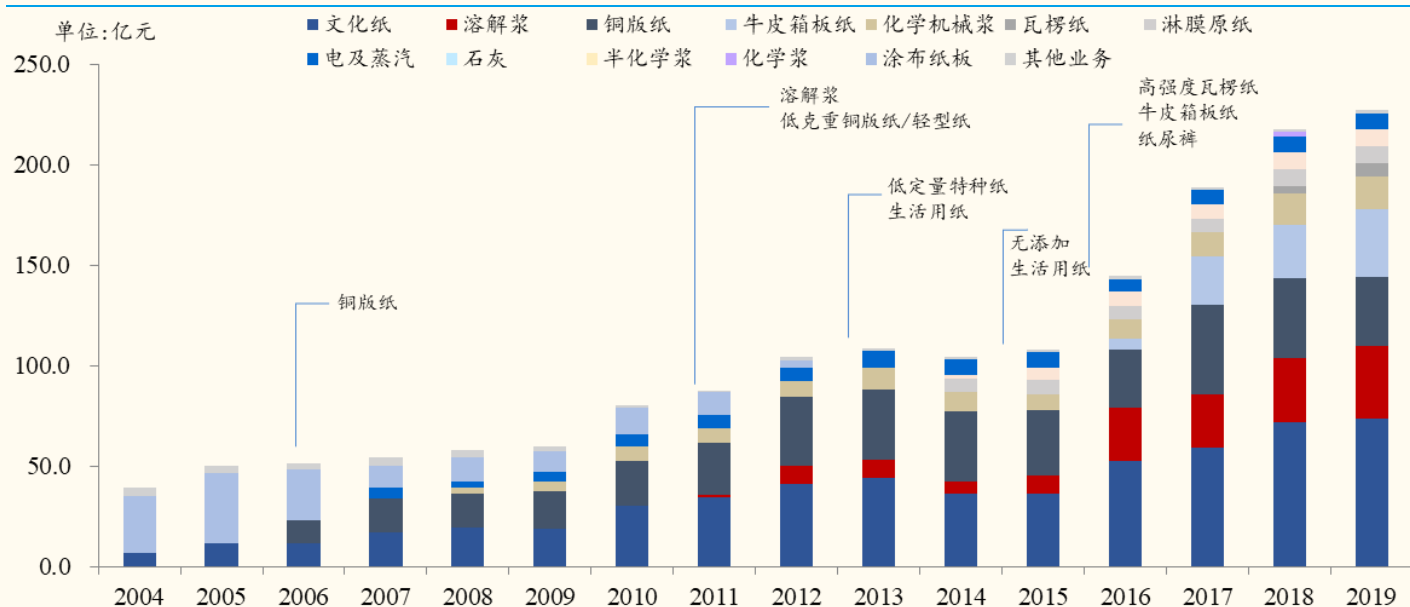
图表 2：2019 年重点造纸企业产量前 10 名企业

序号	单位名称	产量（万吨）		
		2018 年	2019 年	同比 %
1.	玖龙纸业（控股）有限公司	1394.00	1502.00	7.75
2.	理文造纸有限公司	563.17	593.00	5.30
3.	山东晨鸣纸业集团股份有限公司	456.72	515.00	12.76
4.	山东太阳控股集团有限公司	459.73	499.40	8.63
5.	山鹰国际控股股份公司	463.21	473.59	2.24
6.	华泰集团有限公司	313.64	307.70	-1.89
7.	中国纸业投资有限公司	290.00	277.50	-4.31
8.	宁波中华纸业（含宁波亚洲浆纸业有限公司）	252.11	261.86	3.87
9.	江苏荣成环保科技股份有限公司	220.97	252.00	14.04
10.	山东博汇集团有限公司	175.22	235.26	34.27

来源：中国造纸协会，国金证券研究所

从木浆系文化纸到废纸包装系，横向开拓产品种类。自 2012 年起，公司管理层提出“四三三”的产品发展战略，围绕造纸产业链进行多元化布局，顺应市场调整产品矩阵，目前业务范围已从传统的浆系文化纸领域，延伸至“产业用纸、生物质新材料、快速消费品”三大部分。其中，2019 年非涂布文化纸营收 73.85 亿元，占比 32.44%；铜版纸营收 34.63 亿元，占比 15.21%，包装用纸营收 33.63 亿元，占比 14.77%。

图表 3：太阳纸业横向产品扩张进程



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：太阳纸业产品种类及营收分布

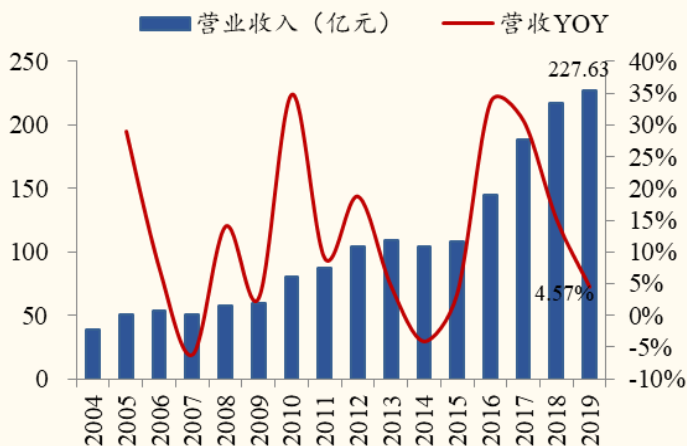
产品类别	主要产品	用途	2019 产能 (万吨)	2019 营收 (亿元)	2019 营收 占比
非涂布文化纸	高档双胶纸 松厚度纯质 静电高档双胶纸	用于杂志、期刊、儿童画册、教科书、彩色画报、广告宣传画、封面、商标等印刷	140	73.85	32.44%
铜版纸	双面铜版纸 亚光铜版纸	用于印刷高级书刊封面和插页、彩色画片、各种商品广告、商品包装、商标等	100	34.63	15.21%
包装用纸	牛皮箱板纸	用于制造商品包装纸箱	120	33.63	14.77%
溶解浆	溶解浆	用于纺织粘胶纤维	80	35.87	13.27%
生活用纸	卫生纸 面巾纸 婴儿纸尿裤	供家庭及公共场所使用	12	8.24	3.62%
淋膜原纸	一次性杯 碗面包装	制造离型纸、广告覆膜纸及不干胶带纸等纸的原纸	20	8.74	3.84%

来源：公司公告，国金证券研究所

1.1、优秀的管理能力助力太阳平抑周期

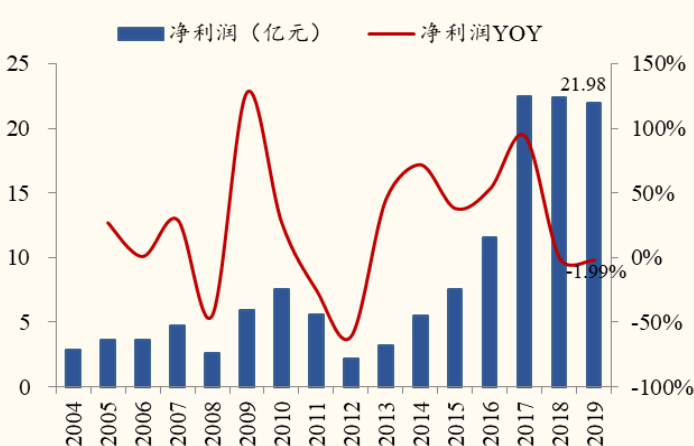
2004 至 2019 年，公司营收规模从 39.05 亿元提升至 227.63 亿元，复合增速为 12.47%；受益于公司优秀的成本管控能力，净利润从 2.84 亿元提升至 21.98 亿元，复合增速达到 14.61%。

图表 5：2004-2019 年太阳纸业营收及增速



来源：WIND，国金证券研究所

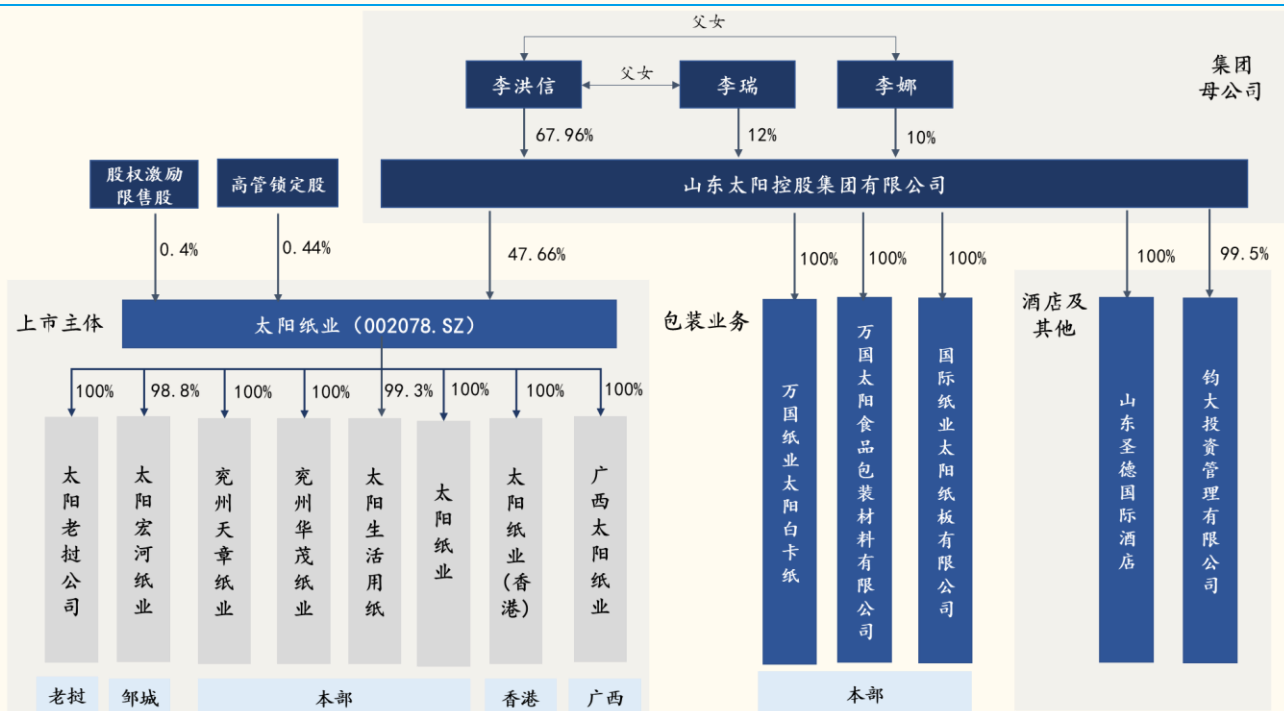
图表 6：2004-2019 年太阳纸业净利润及增速



来源：WIND，国金证券研究所

截至 2020 年 4 月，公司创始人（实际控制人）李洪信先生及其家族，通过控股股东山东太阳控股集团有限公司实际持有公司 47.66% 的股权，对公司拥有很强的掌控力，有利于各项发展战略的顺利实施。

图表 7：公司股权架构清晰



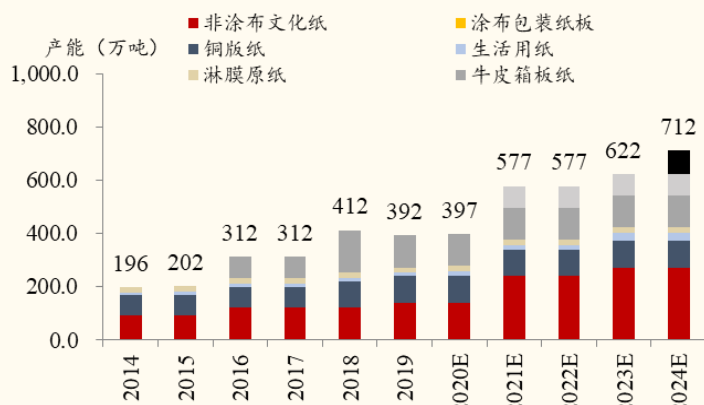
来源：WIND，国金证券研究所

1.2、坚定执行林浆纸一体化战略，纸、浆产能稳步提升

- **造纸产能：**造纸产能从 2014 年的 196 万吨提升至 2019 年的 392 万吨，复合增速 CAGR5 为 18.92%。其中文化纸产能主要分布于本部，箱板纸分布于山东邹城，未来文化纸产能将逐渐向广西北海拓展，箱板纸产能向老挝扩展。

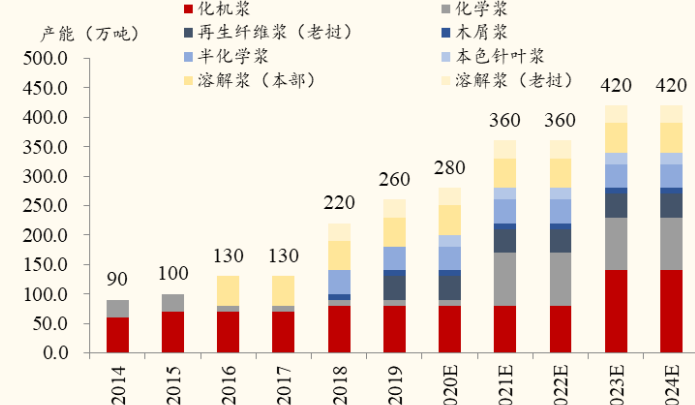
- **制浆产能：**制浆产能从 2014 年的 90 万吨提升至 2019 年的 260 万吨，复合增速 CAGR5 为 30.37%。公司近年来通过在本部布局化机浆、在邹城布局木屑浆和半化学浆，积极向上游延伸，木浆自供产能不断增加。未来有望持续通过老挝项目、广西北海项目进一步夯实上游原料的自给率。

图表 8：预计 2024 年公司将拥有 712 万吨造纸产能



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 9：预计 2024 年公司将拥有 420 万吨木浆产能



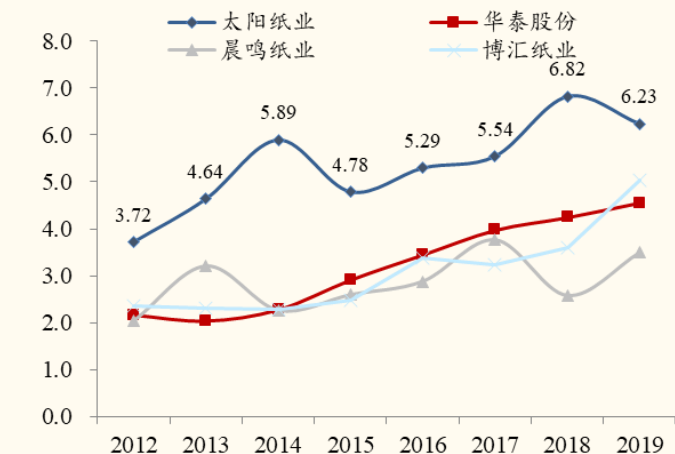
来源：公司公告，国金证券研究所

1.3、管理团队稳定，人员薪酬高于同业提升组织活力

管理团队稳定，股权激励推动长远发展。公司于 2017 年推出限制性股票激励计划（2017-2019），激励对象包括高管及核心业务（技术）人员共六百余人，当前第二限售条件已达成。股权激励的施行健全了公司的长效激励机制，充分调动中、高层管理人员的积极性，有利于公司长远发展。

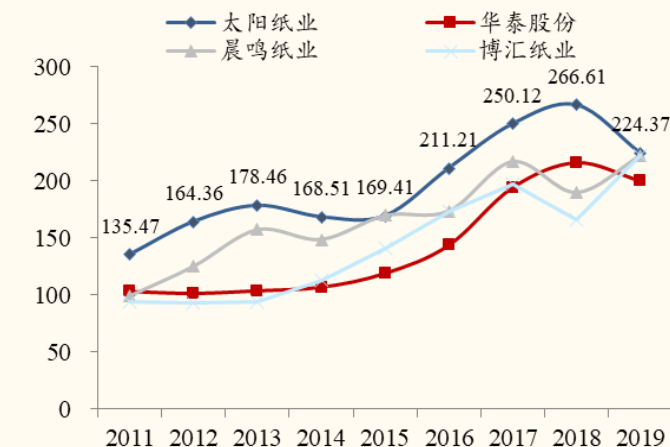
生产人员薪酬高于同业，充分激发员工活力。公司 2019 年生产人员薪酬为 6.23 万元/人，是同业其他公司生产人员平均薪酬的 1.5-2 倍，充分证明其激励机制到位，而充分激励也给公司带来丰厚的回报，太阳纸业人均创收持续位居行业首位。

图表 10：公司生产人员薪酬（万元/人）水平高于同业



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 11：公司人均创收水平（万元/人）高于同业



来源：公司公告，国金证券研究所

2、文化纸景气度拐点已现，下半年大概率景气将继续回暖

受国内外疫情影响，2020 年 3 月以来，文化纸价格持续下跌，但近期，在浆价下跌的背景下，纸价仍然走势稳定并开始略微反弹，行业开工率亦已有提升迹象，无论从纸价还是吨纸盈利角度看，文化纸行业景气拐点已现。展望下半年，秋季开学的教辅教材备货，以及传统四季度的消费旺季，都预示着下半年行业的需求将环比改善，更为重要的是，国内宏观经济正逐渐恢复，且海外方

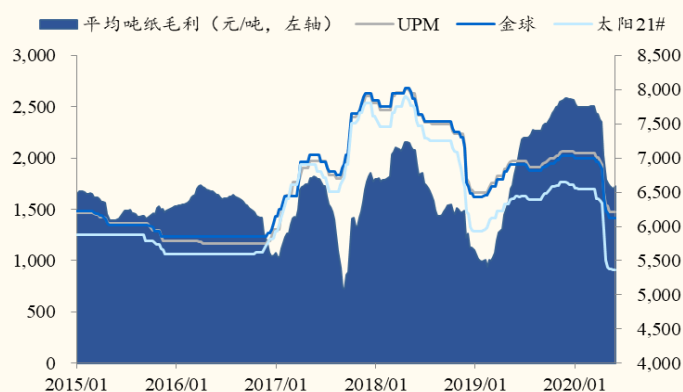
面，船运的恢复以及欧美国家复工复产的推进，对文化纸尤其铜版纸的出口修复，也起到积极作用。我们看好下半年国内文化纸景气回暖的趋势。

2.1、文化纸景气拐点已现，吨纸盈利已经开始修复

2020年3月以来，文化纸价格受文化消费下滑及部分文化纸出口转内销的影响呈下降趋势，其中5月份双胶纸均价较3月下滑12%，铜版纸均价较3月下滑14.2%。2020年5月中旬以来，文化纸价格开始企稳并小幅反弹。企业开工率方面，5月份双胶纸开工率为64%，铜版纸开工率达到66%，均处于历史低位，6月初双胶纸/铜版纸开工率周环比提升1.08%/0.22%。

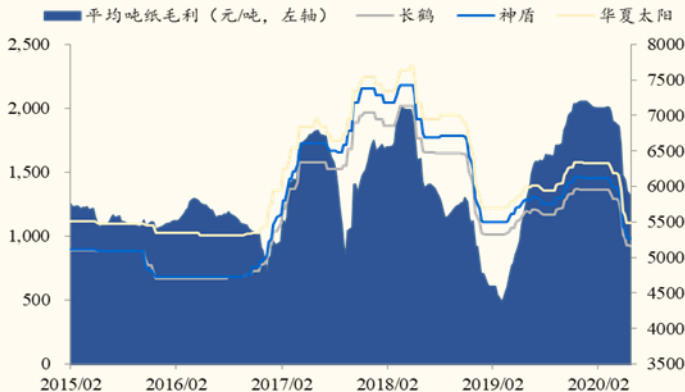
此外，从吨毛利口径看，受益浆价下跌和纸价企稳，双胶纸和铜版纸的吨纸盈利已经修复四周。6月初文化纸价开始提升，同时浆价仍继续下挫，进一步驱升文化纸的吨纸盈利，景气回暖的趋势越来越好。

图表 12：双胶纸价格及吨毛利（元/吨）



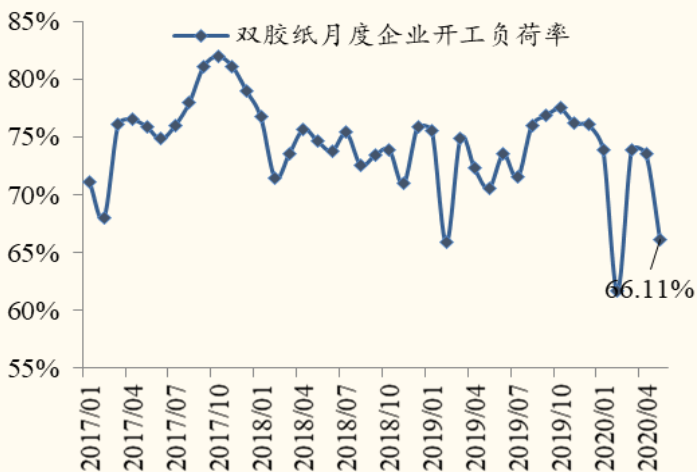
来源：RISI，国金证券研究所

图表 13：铜版纸价格及吨毛利（元/吨）



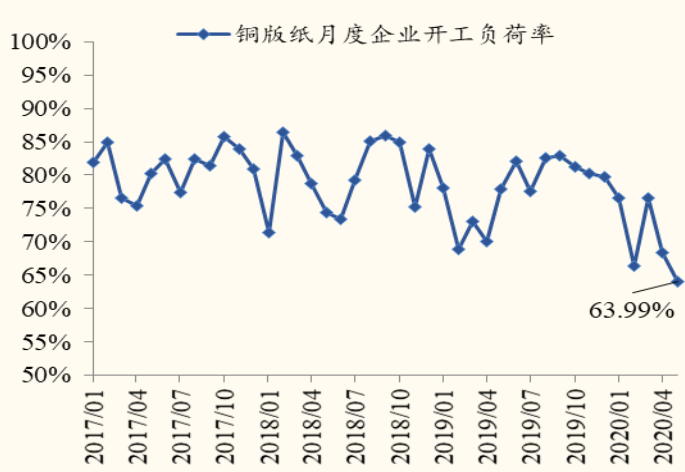
来源：RISI，国金证券研究所

图表 14：双胶纸企业开工率已至历史低位



来源：卓创资讯，国金证券研究所

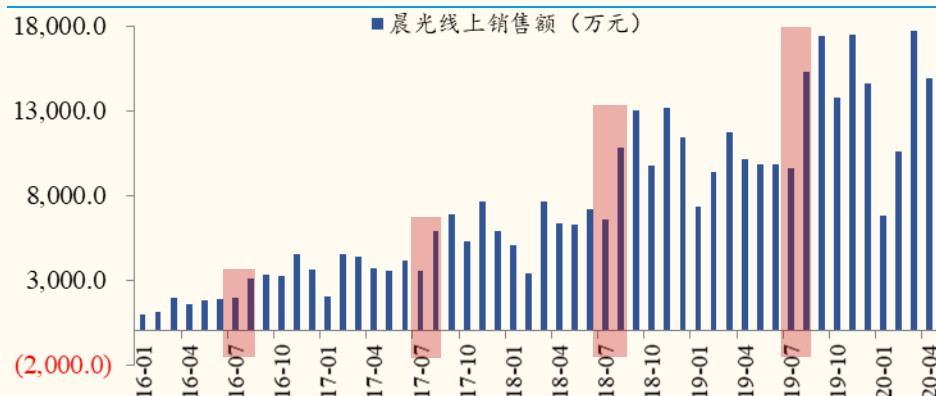
图表 15：铜版纸企业开工率已至历史低位



来源：卓创资讯，国金证券研究所

我们从晨光文具的线上消费数据可以看出，每年8月是文具消费的传统季节性拐点，且下半年消费量显著高于上半年，我们认为图书、杂志期刊作为文化消费品，亦存在这样的消费规律，因此我们判断8月将成为文化纸需求回暖的节点，且下半年需求环比将逐渐增加。

图表 16: 8 月是文化用品传统的季节消费拐点

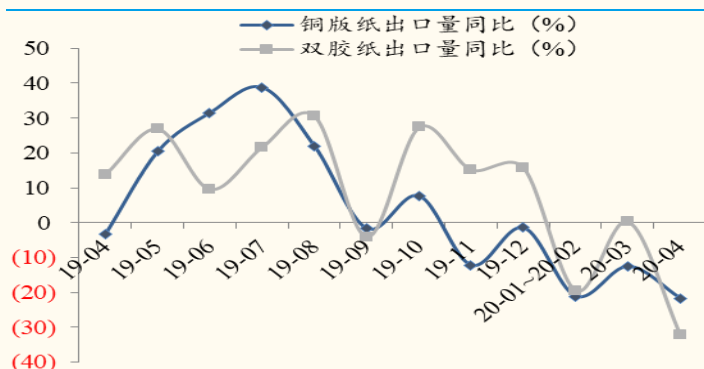


来源: Wind, 国金证券研究所

2.2、海外经济回暖有助于出口恢复，缓解文化纸供需矛盾

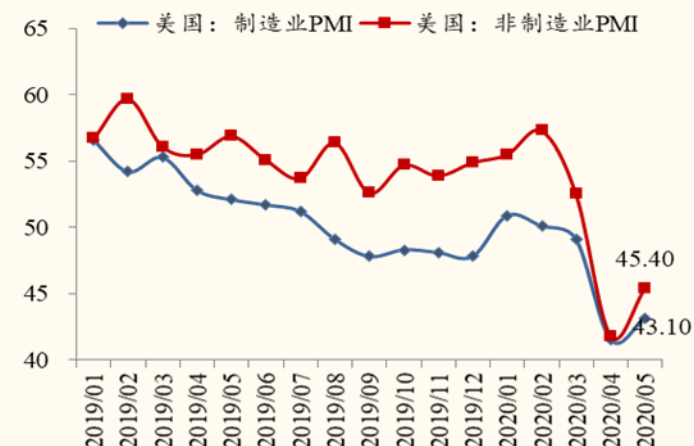
2Q2020 年，国内部分文化纸产能受海外疫情影响，出口转内销，令国内文化纸供求关系恶化，亦导致纸价下跌。5 月以来海外经济逐步恢复，2020 年 5 月美国制造业 PMI 环比上升 1.6 个点至 43.1，欧元区制造业 PMI 环比上升 6 个点至 39.4。我们判断随着国外疫情的控制，航运和物流恢复正常，文化纸尤其是涂布文化纸的出口的逐步恢复，将进一步稳定国内涂布文化纸（铜版纸为主）价格。

图表 17: 1M-4M2020 文化纸出口量同比下滑



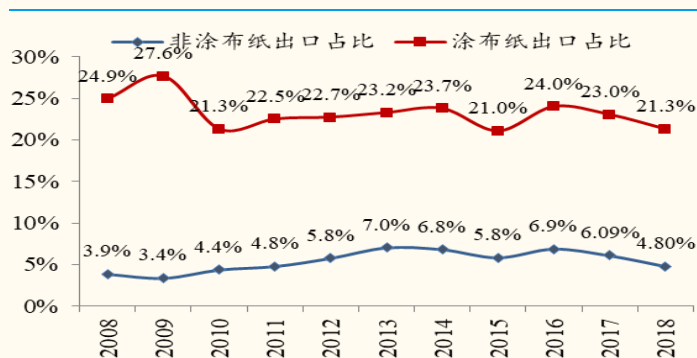
来源: WIND, 国金证券研究所

图表 19: 5 月美国制造业和非制造业 PMI 环比好转



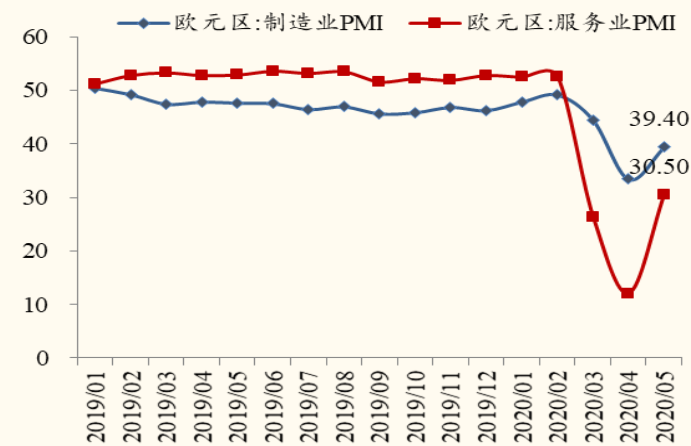
来源: WIND, 国金证券研究所

图表 18: 涂布纸出口占比在 21%-25% 之间



来源: 中国造纸协会, 国金证券研究所

图表 20: 5 月欧元区制造业和服务业 PMI 环比好转



来源: WIND, 国金证券研究所

3、中长期推荐逻辑：2020-2021 年文化纸供需格局平稳

中长期看，2020-2021 年文化纸供需格局将保持良性的水平。首先，2019 年以来国内造纸产业固定资产投资呈现减少的态势，2019 年固定资产投资完成额增速为-11.4%，2020 年 1-4 月增速为-24.2%。这表明未来 2-3 年国内造纸行业新增产能较少，进一步统计具体纸种扩产的数据，2020-2021 年国内造纸新增产能以箱板瓦楞为主，文化纸新增产能仅占 6.3%，我们认为国内需求增加、“一带一路”的发展，国内文化纸出口市场增多，以及部分文化纸小企业退出市场，将有效消化国内文化纸的新增产能，因此预计未来 2-3 年国内文化纸行业供求关系将保持良性水平。

3.1、2019 年以来造纸行业固定资产投资持续下滑

2019 年国内造纸行业固定资产投资完成额增速为-11.4%，2020 年 1-4 月累计增速同比下滑 24.2%，预示 2020-2022 年国内造纸新增产能较少，整体供给端压力较小。

图表 21：2019 年起造纸业固定资产投资完成额累计同比持续为负

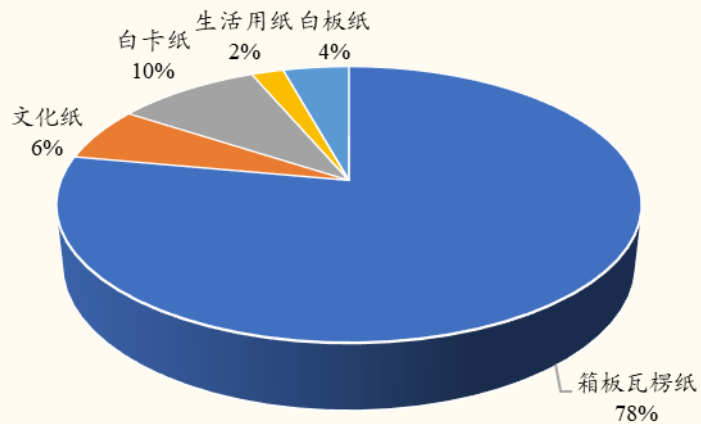


来源：国家统计局，国金证券研究所

3.2、文化纸占造纸新增产能比例较低

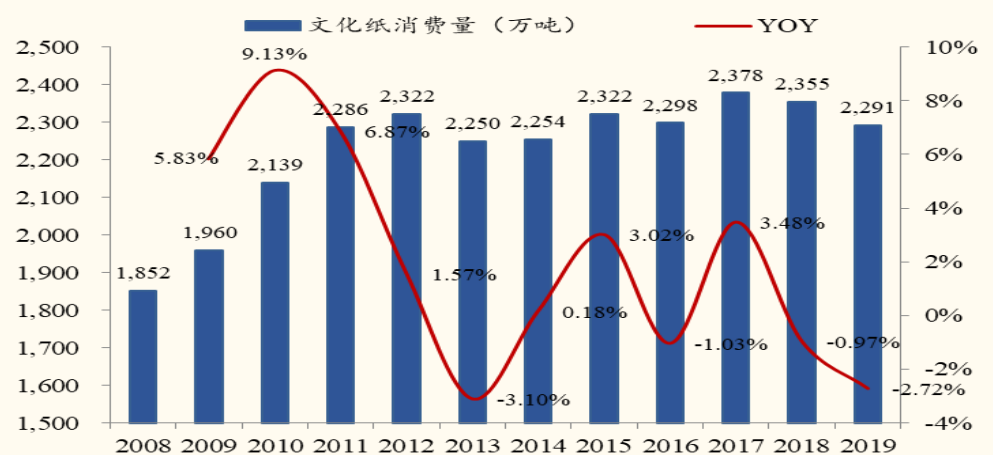
通过对国内 2020-2021 年投产的具体造纸项目统计（含部分 2019 年四季度投产项目），文化纸新增产能为 131 万吨，占整个造纸新增产能比例为 6.3%。以产能利用率 90% 计算，对应 2019 年销量的增速为 5.1%，平均年化增速为 2.6%，即 2020-2021 年国内文化纸年均消费增速达到 2.6%，即能消化新增产能。考虑国内文化纸出口市场将随着“一带一路”的推进而增加，以及今年疫情和市场竞争令部分文化纸产能退出市场，我们判断未来两年国内文化纸仍将保持良性的供求关系。

图表 22：2020-2021 年国内各个细分纸种新增产能的占比



来源：RISI，国金证券研究所

图表 23：2008-2019 年文化纸消费量（万吨）及增速



来源：中国造纸业年鉴，国金证券研究所

4、老挝&北海项目：加快公司从周期股向成长股进化的步伐

受益于老挝和北海项目的布局，2019 年公司文化纸自供浆比例为 50.8%，预计 2023 年公司自供浆比例将提升至 78%。2018 年公司箱板瓦楞纸国内产能的原料自给率为 30.6%，预计 2020 年将提升至 91.7%。老挝和北海项目将进一步强化公司成本领先战略，令太阳纸业获取更高的盈利水平以及更为稳定的盈利性，降低太阳纸业周期属性，强化公司的成长能力，提升公司合理的估值水平。

4.1、老挝是海外原料的桥头堡，广西是国内承前启后的中枢

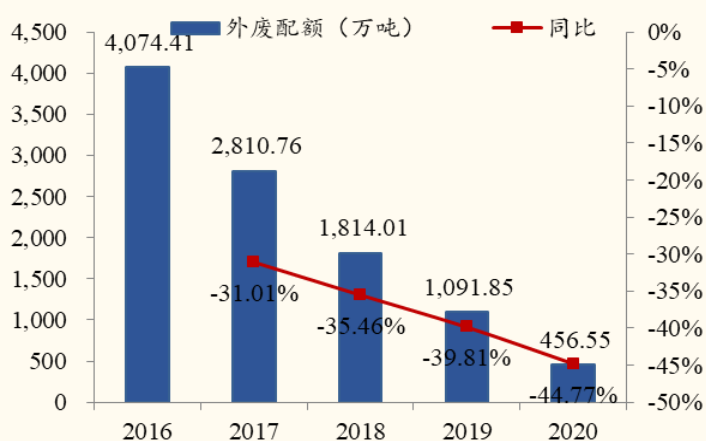
老挝项目于 2008 年确立，是太阳纸业为了解决上游木浆和林业资源，耗费 10 年时间打造出来的海外林、浆供应基地。由于国内目前削减外废进口的形势日益严峻，虽然目前国内废纸回收率名义水平为 49%，但测算口径中，分母包括不可回收类、纸制品出口等废纸，根据 RISI 测算，国内实际废纸回收率已达 84%，与欧美废纸回收率差距不大，因此依靠国内废纸回收率提升来增加固废供给几无空间。老挝基地在原有角色的基础上，升级为林、浆、废纸浆供应基地。公司借助老挝本地丰富的自有林资源、较低的劳动力成本和 7 年免税政策，通过林、浆、再生浆的布局，将令成本领先战略进一步深化。

图表 24：老挝林浆纸一体化项目完成情况

项目类型	项目名称	(预计) 完成时间
化学浆	30 万吨化学浆项目 (可转产溶解浆)	2018 年投产
再生纤维	40 万吨再生纤维浆板项目	2Q2019 试产
箱板纸	40 万吨高档包装纸项目	预计 2021 上半年投产
	40 万吨高档包装纸项目	预计 2021 上半年投产

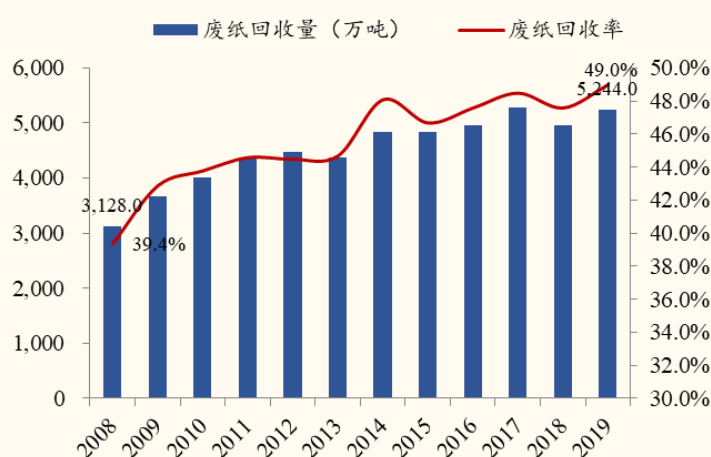
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 25：2020 年前 7 批外废配额同比减少 44.77%



来源：中国固废化学品管理网，国金证券研究所

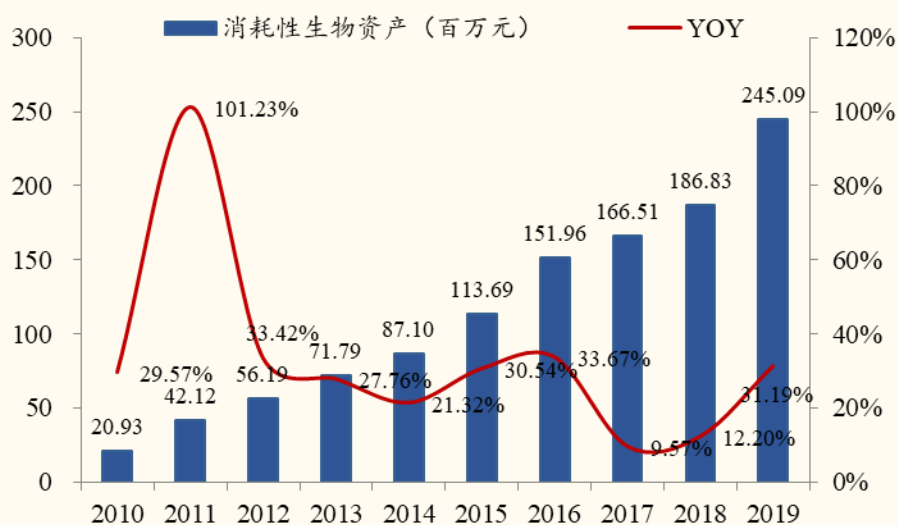
图表 26：中国名义废纸回收率不断提升



来源：中国造纸协会，国金证券研究所

公司在老挝采用“3+2”、“4+1”的合作造林模式，积极与群众合作造林，派专人负责，向当地百姓积极介绍、推广桉树和相思的造林，前期免费提供苗木和技术支持，保证木材收购，提升当地居民积极性。2010 年老挝项目自有造林面积达到 2300 公顷，部分林木高度已经达到 5.5 米，2014 年 5 年速生林地每公顷出材量达到 120 多方。2010 至 2019 年间，公司消耗性生物资产账面价值由 0.21 亿元提升至 2.45 亿元，复合增速达到 31.44%。

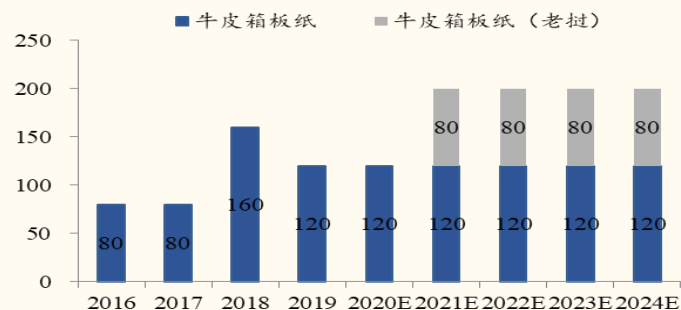
图表 27：2019 年公司消耗性生物资产账面价值为 2.45 亿元



来源：WIND，国金证券研究所

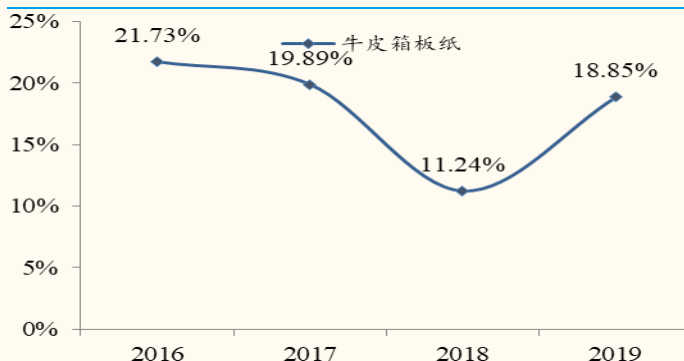
在老挝造林工作完成后，公司于 2018、2019 年先后在老挝基地投产 30 万吨溶解浆（可转产化学浆 45 万吨）和 40 万吨再生纤维浆。溶解浆可转为木浆供应国内造纸产能，再生浆是对公司缺失高品质外废纤维的有益补充，2019 年公司箱板瓦楞纸毛利率正是受益于再生浆产能投放，而得到有效提升。

图表 28：2021 年公司箱板纸产能有望达到 200 万吨



来源：公司公告，国金证券研究所；注：2019 年公司 40 万吨箱板纸产能转产文化纸

图表 29：公司箱板纸毛利率呈改善趋势



来源：公司公告，国金证券研究所

2019 年 9 月，太阳纸业在广西北海确立 350 万吨林浆纸一体化项目，当前已开始建设。项目分两期进行，第一期项目包括年产 80 万吨漂白化学阔叶浆和 55 万吨文化用纸，预计于 2021 年完成。未来北海可以承接老挝供应的木片，完成制浆，满足国内造纸的原料自给。广西北海项目对于公司的业务发展，起到了承前启后的作用。

图表 30：太阳纸业在北海项目的预计设计产能达 350 万吨

产品品种	生产线	生产能力 (万吨/年)	投产时间 (预计)	备注
化学浆	广西北海 80 万吨漂白化学阔叶浆	80	2021	广西一期项目，2019 年 9 月开工，预计 2021 年完工
文化纸	广西北海一期项目-文化用纸	55	2021	
文化-特种纸	广西北海二期项目-特种纸	50	2023	广西二期项目，一期项目完工后开始建设
生活用纸	广西北海二期项目-生活用纸	15	2023	
白卡纸	广西北海二期项目-白卡纸	90	2024	
化机浆	广西北海 60 万吨化机浆	60	2023	
产能合计		350		

来源：公司公告，国金证券研究所

4.2、文化纸：2023 年自供浆比例有望超过 78%，成本优势将更为明显

公司目前拥有木浆产能 90 万吨，待广西 80 万吨化学浆和 60 万吨化机浆投产，则预计 2023 年公司将合计拥有木浆产能 230 万吨，届时公司的木浆自给率将从 2020 年 50.8%提升至 78%，公司的木浆自给率将显著提升，公司在成本端的竞争优势将进一步得到加强。

图表 31：2023 年公司木浆自供比例下限有望达到 78%

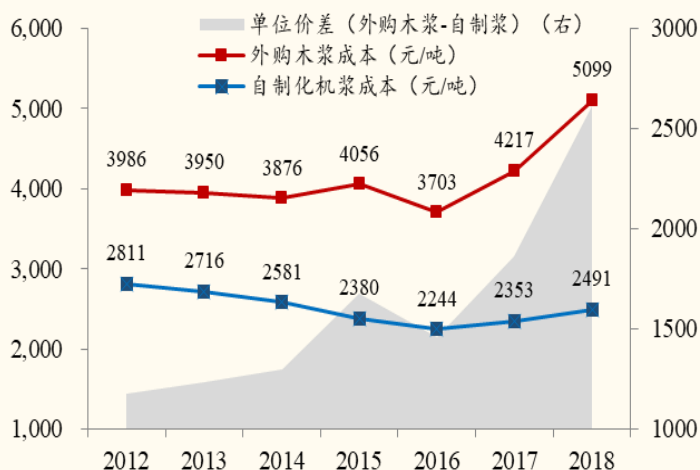
	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
供给端：					
化机浆	80	80	80	80	140
化学浆	10	10	90	90	90
文化纸-自供浆					
产能合计	90	90	170	170	230
需求端：					
非涂布文化纸	140	140	240	240	270

铜版纸	100	100	100	100	100
生活用纸	12	17	17	17	32
产能合计 (万吨)	252	257	357	357	402
纸浆需求合计 (万吨)	177	182	257	257	295
纸浆自供比率	50.85%	49.45%	66.15%	66.15%	78.10%

来源：国金证券研究所测算；假设按照每吨文化纸需要 0.75 吨纸浆，每吨铜版纸需要 0.6 吨纸浆，每吨白卡纸需要 0.6 吨纸浆，每吨生活用纸需要 1 吨纸浆测算，假设 1 吨溶解浆产能可以转产为 1.5 吨化学浆产能

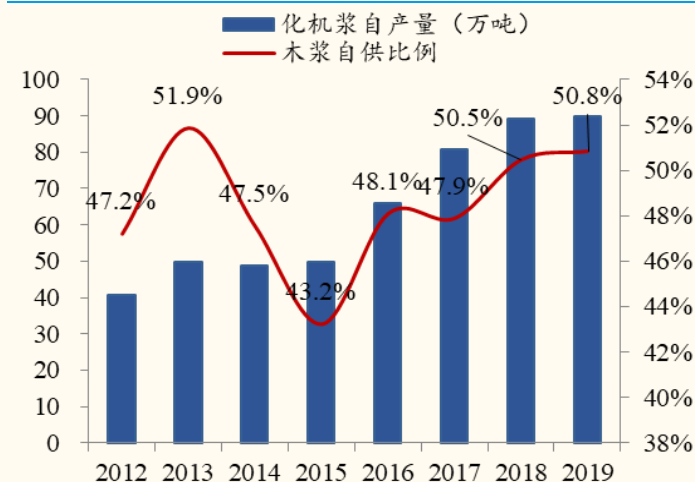
我们进一步将木浆自供与外购进行测算，得出自给率提升所能带来的量化收益：
1、成本的稳定性，自供浆不受外围浆价波动的影响，同时在外围浆价上涨时，将带来更大的业绩弹性，2017-2018 年外围浆价上涨，公司自供浆成本与外购浆成本价差拉大，最高达到 2600 元/吨；2、长期可持续的成本红利，公司本部 80 万吨化机浆原材料来自鲁中地区的杨木林，相比于进口纸浆的长途国际运输，当地木材到制浆地的运输成本优势更为明显。2012-2018 年期间，自制化机浆成本稳定在 2200-2800 元/吨之间，进口外购木浆成本为 3700-5100 元/吨，自制化机浆与外购浆的成本价差在 1100-2600 元/吨之间。

图表 32：17-18 年外购浆价与自制浆价剪刀差逐渐走阔



来源：公司公告，国金证券研究所测算

图表 33：木浆自供量逐渐提高，自供比例呈上升趋势



来源：公司公告，国金证券研究所测算

图表 34：2012-2018 年公司文化纸木浆原料成本节约测算

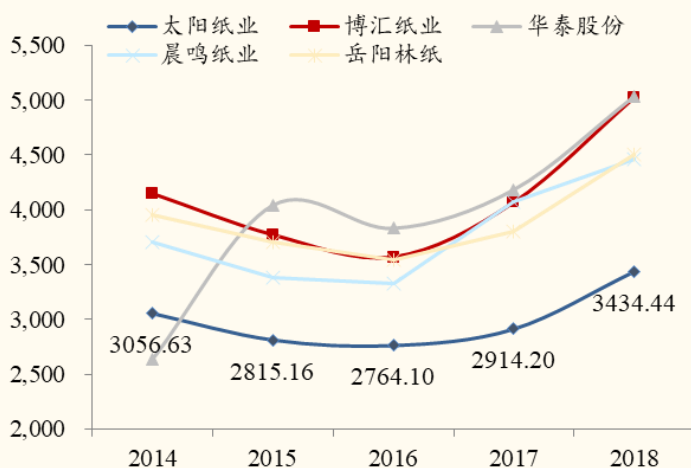
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
外购木浆量 (万吨)	71.83	69.33	82.19	80.81	82.1	98.43	110.47
外购木浆成本 (元/吨)	3985.8	3950.5	3876.0	4056.4	3702.8	4217.2	5099.1
化学浆自产量 (万吨)	23.6	25.0	25.7	11.7	10.0	9.9	23.5
自产化学浆吨成本 (元/吨)	3372.2	3372.2	3372.2	3372.2	3372.2	3372.2	3372.2
化机浆自产量 (万吨)	40.7	49.7	48.8	49.8	66.1	80.6	89.1
自产化机浆吨成本 (元/吨)	2810.7	2716.4	2580.8	2379.6	2243.8	2352.5	2491.4
木浆自供比例	47.2%	51.9%	47.5%	43.2%	48.1%	47.9%	50.5%
成本节约测算 (亿元)	3.7	3.6	3.9	5.2	5.2	8.4	14.3

来源：公司公告，国金证券研究所

注：2015 年化学浆产量减少的原因是部分产能转为溶解浆，2018 年化学浆产量提升的原因溶解浆产线前期用于生产部分化学浆

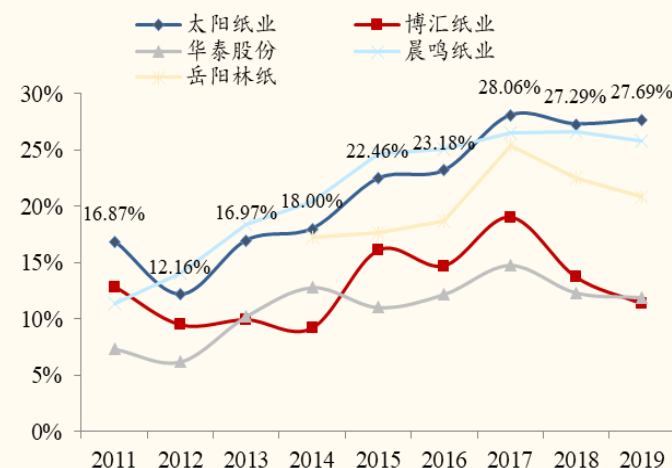
2014-2018 年，公司非涂布文化纸吨成本从 3056.63 元/吨提升至 3434.44 元/吨，受益于自供浆优势，吨成本波动相比其他行业龙头企业更低。从毛利率角度看，公司非涂布文化纸毛利率从 2011 年 16.87% 提升至 2019 年 27.69%，相对行业其他龙头盈利能力更强。如果在行业景气恶化的情境下，太阳纸业也将凭借木浆自给率所带来的低成本优势，在同行不赚钱的情况下，实现盈利和满产满销。我们预计自 2021 年北海 80 万吨化学浆产能投产开始，公司的盈利能力和稳定性将随着木浆自给率的增加，而进一步提升。

图表 35：公司非涂布文化纸吨成本（元/吨）优势显著



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 36：公司非涂布文化纸毛利率优势显著



来源：公司公告，国金证券研究所

4.3、箱板纸：老挝基地显著降低了太阳在国内发展箱板瓦楞纸产业的风险

受国家禁废令趋严的影响，废纸进口审批额度自 2017 年 2810 万吨减少至 2019 年的 1092 万吨，降幅为 61%。2020 年前 7 批次审批额度合计 456.6 万吨，与 2019 前 7 批次同比减少 44.8%。根据中国将在 2020 年底前基本实现固废清零的目标指引，考虑固废回收率已接近上限，我们认为废纸供给不足的问题将凸显。

2018 年，公司位于邹城的 10 万吨木屑浆产线、40 万吨半化学浆线项目作为箱板纸原材料替代品相继投产，为箱板纸生产补充高品质纤维，弥补缺失外废进口额度的问题，而老挝已经投产的 40 万吨再生浆，则彻底帮公司化解掉未来国内业务面临高品质废纸纤维短缺的风险，是极为有价值的战略布局。

随着老挝 40 万吨再生纤维浆板以及 1Q2020 年本部 20 万吨本色高得率针叶浆项目的投产，2019/2020/2021 年公司在箱板纸原材料的供给端产能将达到 70/110/110 万吨（2019 年 40 万吨再生浆实际贡献半年产能），按照每 1 吨浆生产 1 吨箱板纸的比例换算（木屑、半化学浆和再生浆均满足 1:1 的关系），2020 年箱板纸原料自供率将从 2019 年 58.3% 提升至 91.7%，虽然 2021 年原料自给率将因老挝 80 万吨箱板瓦楞纸投产而再度下降，但新增产能在老挝，这并不改变公司在中国发展箱板瓦楞纸行业所承受的风险得到极大控制的结果。

图表 37：箱板纸原材料自供率测算

	2018	2019	2020E	2021E
需求端：				
箱板纸产能（万吨）	81.7	120	120	200
原料需求（万吨）（按照浆口径计算）	81.7	120	120	200
供给端：				
木屑浆（万吨）	5	10	10	10
半化浆（万吨）	20	40	40	40
再生纤维浆板（万吨）		20	40	40
本色针叶浆（万吨）			20	20
供给端合计	25	70	110	110
自供率	30.60%	58.33%	91.67%	55.00%

来源：国金证券研究所测算

注：2018 年为箱板纸产能为实际产量数据

5、盈利预测与投资建议：维持“买入”评级

5.1、盈利预测

关键假设

1) 文化纸：

1、收入端：参考文化纸 2019 年均价与 2020 年上半年均价的价差，考虑文化纸景气度回暖的趋势，我们预测 2020 年非涂布文化纸均价同比只降 50 元，2021/2022 年均价同比+160/+200 元，铜版纸同 2020/2021/2022 年均价同比+60/+160/+220 元。

2、成本端：参考木浆 2019 年均价和 2020 上半年均价，以及浆价下半年基本平稳的走势预判，考虑到下半年市场浆价仍将保持低位，2021 年小幅上涨，我们假设 2020-2022 年平均浆价同比变动幅度分别为 -200/+150/+150 元。非涂布文化纸 2020/2021/2022 年单位成本 -130/+100/+135 元，铜版纸 2020/2021/2022 年单位成本 -100/+100/+150 元。我们预测 2020/2021/2022 年非涂布文化纸毛利率为 29.0%/29.2%/29.3%，铜版纸毛利率为 30.7%/31%/31%。

2) 箱板纸：

1、收入端：参考箱板纸 2019 年均价及 2020 年上半年均价，考虑随着内外需求回暖，下半年箱板纸景气度有望逐步回暖，我们预测 2020 年箱板纸均价同比保持不变，综合考虑外废进口清零，令国废供应逐渐紧张，但海外废纸回收量上升之后，外废价格下降，预计箱板纸 2021/2022 年均价（国内+老挝）同比+150/+200 元。

2、成本端：考虑 2020 年公司投产 20 万吨本色浆用于供应箱板纸生产，以及当下国废均价和 2019 年均价的价差，我们预测 2020 年箱板纸单位成本同比-53 元。鉴于未来太阳纸业新增产能在老挝，不受国废供应紧张的影响，且欧美废纸随经济回暖，回收量上升，外废价格有望逐步降低，我们预测 2021/2022 年箱板纸单位成本同比-53/+50/+150 元，我们预测 2020/2021/2022 年箱板纸毛利率为 20.3%/21.3%/21.5%。

3) 溶解浆：参考溶解浆 2019 年及 2020 年的供需格局，我们判断 2020 年溶解浆仍处于供大于求的格局，且下游粘胶纤维景气度仍然疲软，2021 年起景气随经济向好，略微恢复，我们预测 2020/2021/2022 年溶解浆单位售价 -200/+150/+200 元，2020/2021/2022 年毛利率为 12.5%/13.0%/14.4%。

4) 2020-2022 年销售费用率预测：考虑到公司对下游经销商销售折扣的提高，我们预计 2020 年销售费用率提升至 4.9%，2021/2022 年预测值为：4.7%/4.7%。

5) 2020-2022 年管理费用率预测：2020/2021/2022 年管理费用率与 2019 年持平，均为 2.5%。

6) 2020-2022 年研发费用率预测：1.8%/2%/2%，研发费用绝对值分别为 4.2/5.5/6.3 亿元。

我们预计 2020-2022 年营收分别为 234.0 亿元、275.79 亿元、316.26 亿元；归母净利润分别为 23.35 亿元、28.13 亿元和 33.62 亿元。

5.2、投资建议

我们按照相对估值法以及结合公司自身的成长性，给予公司合理估值。2020-2021 年，可比公司平均估值水平为 7.5 倍和 6.4 倍。考虑太阳纸业作为文化纸龙头，其管理水平一直位居行业前列，以及未来原料自给率提升后，其成长性增强，公司的合理估值水平应当得到提升，我们给予太阳纸业 2020 年合理估值水平 14 倍，对应目标价 12.61 元。

图表 38：可比公司估值

代码	公司简称	收盘价 (元)	股本 (百万股)	市值 (亿元)	EPS (元)				PE				PB (MRQ)
					19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	
002078.SZ	太阳纸业	9.65	2,591	250.07	0.84	0.90	1.09	1.30	11.49	10.71	8.89	7.44	1.67
000488.SZ	晨鸣纸业	4.85	2,905	140.87	0.33	0.68	0.78	0.91	14.70	7.13	6.22	5.33	0.80
600567.SH	山鹰纸业	3.02	4,596	138.78	0.30	0.34	0.43	0.50	10.07	8.88	7.02	6.04	1.01
2689.HK	玖龙纸业	7.42	4,692	348.16	0.82	0.90	1.09	1.18	9.05	8.21	6.79	6.31	0.82
2314.HK	理文造纸	4.45	4,347	193.43	0.74	0.76	0.80	0.87	6.02	5.85	5.55	5.10	0.81
平均值									10.26	8.16	6.89	6.04	1.02

来源：WIND, 国金证券研究所；注：除太阳纸业外，其他公司盈利预测均来自于 Wind 一致预期，时间截止为 2020.6.10

6 风险提示

老挝基地停工的风险：若老挝疫情有反复，一方面会影响老挝 80 万吨箱板纸产能的建设和投产进度；另一方面现有产能可能停机，将影响公司业绩。

国内疫情反复，影响宏观经济增速的风险：若国内疫情反复，宏观经济增长受到负面影响，将导致文化纸供求关系恶化，令纸价和盈利能力下跌，影响公司业绩。

国内新增产能投放进度不达预期的风险：如果国内新增产能释放的进度低于预期，将影响公司 2020-2021 年的业绩。

公司费用率控制不力的风险：如果公司费用率控制不力，令费用率超预期，将导致公司的盈利预测下调。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	18,894	21,768	22,763	23,400	27,579	31,626
增长率		15.2%	4.6%	2.8%	17.9%	14.7%
主营业务成本	-13,976	-16,663	-17,631	-17,858	-20,948	-23,880
%销售收入	74.0%	76.5%	77.5%	76.3%	76.0%	75.5%
毛利	4,919	5,105	5,131	5,542	6,631	7,746
%销售收入	26.0%	23.5%	22.5%	23.7%	24.0%	24.5%
营业税金及附加	-141	-138	-114	-117	-152	-206
%销售收入	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%
销售费用	-663	-750	-942	-1,147	-1,296	-1,486
%销售收入	3.5%	3.4%	4.1%	4.9%	4.7%	4.7%
管理费用	-580	-556	-564	-585	-689	-791
%销售收入	3.1%	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
研发费用	0	-267	-412	-421	-552	-633
%销售收入	0.0%	1.2%	1.8%	1.8%	2.0%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	3,535	3,393	3,100	3,272	3,942	4,631
%销售收入	18.7%	15.6%	13.6%	14.0%	14.3%	14.6%
财务费用	-571	-720	-573	-551	-633	-697
%销售收入	3.0%	3.3%	2.5%	2.4%	2.3%	2.2%
资产减值损失	-25	-10	-69	-58	-80	-65
公允价值变动收益	-13	12	8	7	7	7
投资收益	2	6	22	21	21	21
%税前利润	0.1%	0.2%	0.8%	0.8%	0.6%	0.5%
营业利润	2,950	2,692	2,503	2,706	3,272	3,912
营业利润率	15.6%	12.4%	11.0%	11.6%	11.9%	12.4%
营业外收支	-18	28	91	80	80	90
税前利润	2,931	2,720	2,594	2,786	3,352	4,002
利润率	15.5%	12.5%	11.4%	11.9%	12.2%	12.7%
所得税	-681	-477	-396	-432	-520	-620
所得税率	23.2%	17.6%	15.3%	15.5%	15.5%	15.5%
净利润	2,250	2,242	2,198	2,354	2,833	3,381
少数股东损益	226	5	19	20	20	20
归属于母公司的净利润	2,024	2,238	2,178	2,335	2,813	3,362
净利率	10.7%	10.3%	9.6%	10.0%	10.2%	10.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	2,250	2,242	2,198	2,354	2,833	3,381
少数股东损益	226	5	19	20	20	20
非现金支出	1,018	1,162	1,523	1,509	1,649	1,725
非经营收益	413	483	437	470	555	614
营运资金变动	86	591	527	691	307	171
经营活动现金净流	3,767	4,478	4,684	5,024	5,344	5,891
资本开支	-3,956	-3,026	-4,057	-4,455	-4,455	-3,445
投资	-42	0	0	-9	-11	-14
其他	29	-12	-54	21	21	21
投资活动现金净流	-3,969	-3,038	-4,112	-4,443	-4,445	-3,438
股权募资	264	0	32	-250	0	0
债权募资	2,156	-311	123	1,417	1,393	112
其他	-1,173	-2,275	-73	-1,512	-1,788	-2,077
筹资活动现金净流	1,248	-2,586	82	-345	-395	-1,965
现金净流量	1,045	-1,146	655	236	505	489

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,437	1,971	2,535	2,772	3,276	3,765
应收账款	5,655	5,364	5,314	5,873	6,370	6,992
存货	1,525	2,168	2,456	2,446	2,755	2,944
其他流动资产	811	1,280	928	1,046	1,135	1,223
流动资产	10,429	10,783	11,233	12,137	13,537	14,924
%总资产	40.0%	36.5%	34.8%	33.4%	33.3%	33.9%
长期投资	307	356	387	403	421	442
固定资产	14,337	17,254	19,238	22,303	25,250	27,109
%总资产	55.0%	58.4%	59.6%	61.4%	62.1%	61.7%
无形资产	672	909	914	933	951	968
非流动资产	15,628	18,740	21,062	24,161	27,145	29,041
%总资产	60.0%	63.5%	65.2%	66.6%	66.7%	66.1%
资产总计	26,056	29,523	32,295	36,298	40,682	43,966
短期借款	6,560	6,933	9,804	11,740	13,133	14,283
应付款项	4,432	6,641	4,043	5,434	6,632	7,672
其他流动负债	654	389	400	425	509	603
流动负债	11,646	13,963	14,246	17,598	20,274	22,559
长期贷款	1,474	1,794	1,653	1,653	1,653	1,653
其他长期负债	2,113	1,138	1,696	1,177	1,177	139
负债	15,232	16,895	17,595	20,428	23,104	24,351
普通股股东权益	10,325	12,573	14,591	15,742	17,430	19,448
其中：股本	2,593	2,592	2,591	2,591	2,591	2,591
未分配利润	5,386	7,241	9,100	10,501	12,189	14,206
少数股东权益	499	56	108	128	148	167
负债股东权益合计	26,056	29,523	32,295	36,298	40,682	43,966

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.781	0.863	0.840	0.901	1.086	1.297
每股净资产	3.982	4.849	5.630	6.075	6.726	7.505
每股经营现金净流	1.453	1.727	1.807	1.938	2.062	2.273
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.360	0.434	0.519
回报率						
净资产收益率	19.61%	17.80%	14.93%	14.83%	16.14%	17.29%
总资产收益率	7.77%	7.58%	6.74%	6.43%	6.91%	7.65%
投入资本收益率	13.05%	12.52%	9.66%	9.12%	9.97%	11.01%
增长率						
主营业务收入增长率	30.71%	15.21%	4.57%	2.80%	17.86%	14.67%
EBIT增长率	72.76%	-4.01%	-8.65%	5.56%	20.48%	17.47%
净利润增长率	91.55%	10.54%	-2.66%	7.18%	20.50%	19.51%
总资产增长率	29.03%	13.31%	9.39%	12.40%	12.08%	8.07%
资产管理能力						
应收账款周转天数	29.0	26.1	24.6	30.0	28.0	26.0
存货周转天数	34.8	40.4	47.9	50.0	48.0	45.0
应付账款周转天数	45.9	47.6	42.7	43.0	46.0	48.0
固定资产周转天数	210.2	278.6	267.7	277.0	254.2	231.6
偿债能力						
净负债/股东权益	69.52%	61.30%	67.70%	73.42%	71.34%	62.01%
EBIT利息保障倍数	6.2	4.7	5.4	5.9	6.2	6.6
资产负债率	58.46%	57.23%	54.48%	56.28%	56.79%	55.39%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	5
增持	0	0	0	0	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.29

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-08-28	买入	9.06	N/A
2	2018-10-30	买入	5.98	N/A
3	2019-04-16	买入	7.70	N/A
4	2019-08-28	买入	7.55	N/A
5	2020-04-21	买入	8.79	11.52~11.52
6	2020-05-01	买入	8.35	11.52~11.52

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH