

# 太阳纸业 (002078.SZ)

## 盈利底部已现，降本增利再启程

**近期文化纸行业边际改善。**5月份文化纸开始进入去库阶段，由于4月文化纸价格降至历史低位，并且低于部分中小厂现金成本，5月份开始出现中小厂停产现象。5月中旬开始，国内学校逐步复课，文化纸产业链最终端的印刷厂开始复工，成品纸库存逐步从上游向最下游转移。5月文化纸价格开始企稳，6月纸价开始向上修复，双胶纸/铜版纸开始提价，分别提价50/60至5375/5170元/吨。

**下半年文化纸价格有望逐步修复。**考虑到铜版纸转产，预计铜版纸供求已逐步趋向平衡。双胶纸需求主要为教材及社会书籍出版印刷，疫情并不会导致这类需求消失，伴随学生复课双胶纸需求将逐步修复。2021年建党百年庆预计将继续增加党政书籍印刷需求，这部分书籍招标预计于2020年9月份开始，有望对双胶纸需求形成支撑。

**近期禁废立法通过，公司包装纸成本锁定。**4月29日十三届人大常委会审议通过了修订后的固体废物污染环境防治法，自2020年9月1日起施行，明确“国家逐步实现固体废物零进口”。禁废政策出台前，国内40%左右的废纸依赖进口，未来可能出现原材料短缺，固废价格剧烈波动的情况。公司研发多种替代废纸原材料，包括半化学浆50万吨于2018年投产、老挝的40万吨废纸浆于2019年投产、20万吨本色针叶浆于2020年投产，锁定公司包装纸60%的成本。

**中长期看公司具备成本端核心竞争力，掌握最上游原材料资源。**公司2008年在老挝布局林浆纸一体化基地，育苗、教化当地农民合作、完善基础设施等，耗费10年时间，投资超过10亿美元，2018年初现“雏形”，2019年林地可供开采。纵观造纸巨头企业APP和国际纸业等均实现林浆纸一体化布局，从最源头木材进行掌控。太阳领导层具备战略性眼光，十年前已卡位东南亚基地，有望成为国内下一个兴起的巨头新星，林浆纸一体化带来公司的成本端改善将逐步兑现到业绩中。

**公司为造纸行业中具备成长属性标的，林浆纸一体化布局增强原材料把控能力，成本结构向上改善优化，盈利能力将持续增强，维持“买入”评级。**我们预计公司2020~2022年实现归母净利润18.02/25.28/30.08亿元，同比变动-17.3%/40.2%/19.0%，对应PE 13.6X/9.7X/8.2X。

**风险提示：**疫情持续蔓延、需求修复不及预期、纸价波动、溶解浆价格波动、原材料价格波动、项目建设不及预期。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	21,768	22,763	22,891	28,287	34,669
增长率 yoy (%)	15.2	4.6	0.6	23.6	22.6
归母净利润(百万元)	2,238	2,178	1,802	2,528	3,008
增长率 yoy (%)	10.5	-2.7	-17.3	40.2	19.0
EPS 最新摊薄(元/股)	0.86	0.84	0.70	0.98	1.16
净资产收益率(%)	17.8	14.9	11.2	13.7	14.2
P/E(倍)	11.0	11.3	13.6	9.7	8.2
P/B(倍)	2.0	1.7	1.5	1.3	1.2

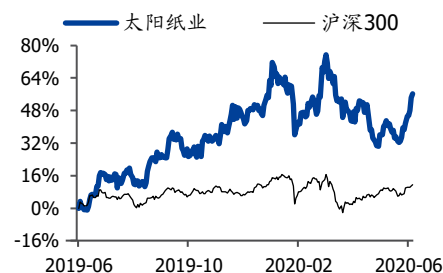
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 买入(维持)

#### 股票信息

行业	造纸
前次评级	买入
最新收盘价	9.59
总市值(百万元)	24,851.59
总股本(百万股)	2,591.41
其中自由流通股(%)	99.17
30日日均成交量(百万股)	19.10

#### 股价走势



#### 作者

分析师 严大林

执业证书编号：S0680519100001

邮箱：yandalin@gszq.com

研究助理 黄莎

邮箱：huangsha@gszq.com

#### 相关研究

- 1、《太阳纸业(002078.SZ)：2019年业绩符合预期，未来浆纸项目持续落地》2020-04-21
- 2、《太阳纸业(002078.SZ)：2019年业绩略超预期，中长期增长动能充足》2020-02-28
- 3、《太阳纸业(002078.SZ)：文化纸需求向好，公司中长期增长动能依然充足》2020-02-26



**财务报表和主要财务比率**

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	10783	11233	15574	14394	18564	<b>营业收入</b>	21768	22763	22891	28287	34669
现金	1971	2535	3428	2576	2683	营业成本	16663	17631	18106	22201	27223
应收票据及应收账款	5253	1941	5294	3646	7310	营业税金及附加	138	114	148	179	209
其他应收款	111	174	112	242	192	营业费用	750	942	939	1188	1456
预付账款	731	418	738	690	1060	管理费用	556	564	526	707	884
存货	2168	2456	2292	3530	3609	研发费用	267	412	343	424	523
其他流动资产	549	3709	3709	3709	3709	财务费用	720	573	712	600	796
<b>非流动资产</b>	18740	21062	20117	23247	26855	资产减值损失	10	-69	0	0	17
长期投资	137	155	192	230	264	其他收益	14	28	0	0	0
固定资产	16618	16696	16105	19116	22456	公允价值变动收益	12	8	5	3	7
无形资产	860	862	912	969	1034	投资净收益	6	22	13	11	9
其他非流动资产	1126	3349	2908	2932	3101	资产处置收益	0	-9	0	0	0
<b>资产总计</b>	29523	32295	35691	37640	45418	<b>营业利润</b>	2692	2503	2134	3001	3576
<b>流动负债</b>	13963	14246	16803	16513	21662	营业外收入	37	93	44	49	45
短期借款	5216	8936	8936	8936	10513	营业外支出	9	3	15	17	11
应付票据及应付账款	5520	2635	5740	4529	8063	<b>利润总额</b>	2720	2594	2163	3033	3610
其他流动负债	3227	2675	2127	3047	3086	所得税	477	396	346	485	578
<b>非流动负债</b>	2931	3349	2630	2549	2396	<b>净利润</b>	2242	2198	1817	2548	3032
长期借款	2778	2690	1972	1890	1738	少数股东损益	5	19	15	20	24
其他非流动负债	153	659	659	659	659	<b>归属母公司净利润</b>	2238	2178	1802	2528	3008
<b>负债合计</b>	16895	17595	19434	19062	24058	EBITDA	4311	4690	3932	4970	5935
少数股东权益	56	108	123	143	168	EPS (元)	0.86	0.84	0.70	0.98	1.16
股本	2592	2591	2591	2591	2591	<b>主要财务比率</b>					
资本公积	1540	1570	1570	1570	1570	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
留存收益	8050	9969	11567	13807	16478	<b>成长能力</b>					
归属母公司股东权益	12573	14591	16135	18435	21192	营业收入(%)	15.2	4.6	0.6	23.6	22.6
<b>负债和股东权益</b>	29523	32295	35691	37640	45418	营业利润(%)	-8.8	-7.0	-14.7	40.6	19.2
						归属于母公司净利润(%)	10.5	-2.7	-17.3	40.2	19.0
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	23.5	22.5	20.9	21.5	21.5
						净利率(%)	10.3	9.6	7.9	8.9	8.7
						ROE(%)	17.8	14.9	11.2	13.7	14.2
						ROIC(%)	11.6	9.9	8.0	9.8	10.1
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	57.2	54.5	54.4	50.6	53.0
						净负债比率(%)	62.5	72.2	53.3	51.4	51.5
						流动比率	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
						速动比率	0.5	0.3	0.5	0.4	0.5
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8
						应收账款周转率	4.0	6.3	6.3	6.3	6.3
						应付账款周转率	3.8	4.3	4.3	4.3	4.3
						<b>每股指标 (元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.86	0.84	0.70	0.98	1.16
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.73	1.81	1.23	1.73	1.91
						每股净资产(最新摊薄)	4.76	5.53	6.13	7.02	8.08
						<b>估值比率</b>					
						P/E	11.0	11.3	13.6	9.7	8.2
						P/B	2.0	1.7	1.5	1.3	1.2
						EV/EBITDA	7.5	7.5	8.5	6.9	6.0

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

## 内容目录

1、近期文化纸行业边际改善 .....	4
2、下半年文化纸价格有望逐步修复 .....	5
3、禁废立法通过，公司包装纸成本锁定 .....	7
4、中长期价值来自公司成本端核心竞争力 .....	9
4.1、十年磨一剑，老挝林浆纸产业基地初见“雏形” .....	9
4.2、战略先导性布局，国内冉冉升起的巨头新星 .....	13
5、盈利预测与估值分析 .....	15
风险提示 .....	15

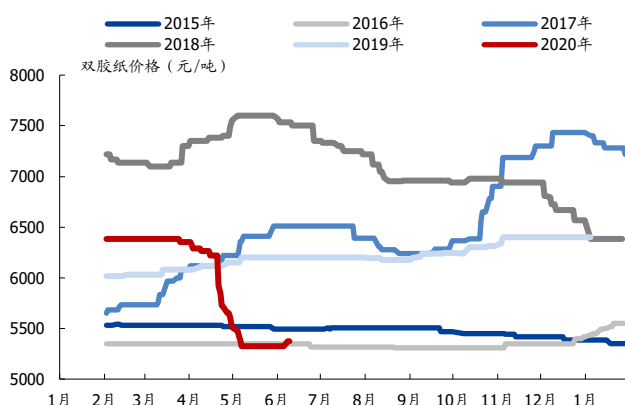
## 图表目录

图表 3: 双胶纸历史价格 .....	4
图表 4: 铜板纸历史价格 .....	4
图表 3: 4 月双胶纸跌价 1025 元/吨，5 月维稳，6 月提价 50 元/吨 .....	4
图表 4: 4 月铜板纸跌价 740 元/吨，5 月维稳，6 月提价 60 元/吨 .....	4
图表 2: 文化纸月度企业库存（单位：万吨） .....	5
图表 3: 图书出版总量 .....	6
图表 4: 马列主义毛泽东思想类图书出版总数 .....	6
图表 8: 双胶纸产能规划 .....	6
图表 9: 国内禁废政策梳理 .....	7
图表 2: 进口及国产废纸制浆量（万吨）及进口废纸在总使用量中占比 .....	8
图表 11: 公司可替代国废原材料 .....	8
图表 12: 原材料自给率计算 .....	9
图表 41: 老挝基地建设重要时间节点 .....	10
图表 42: 老挝子公司十年建设历程 .....	11
图表 43: 理文越南项目开发时间长达 10 年 .....	12
图表 44: 太阳的老挝基地投资超过 10 亿美元 .....	12
图表 45: APP 进入中国后专注林浆纸一体化开发 .....	13
图表 46: 2018 年国内造纸龙头企业收入和产量 .....	13
图表 47: APP 收入及同比增速 .....	14
图表 48: APP 业绩及同比增速 .....	14
图表 49: APP 毛利率（%）波动远小于国内其他造纸企业 .....	14
图表 50: 沙湾公司享受的税收优惠力度更大 .....	15

## 1、近期文化纸行业边际改善

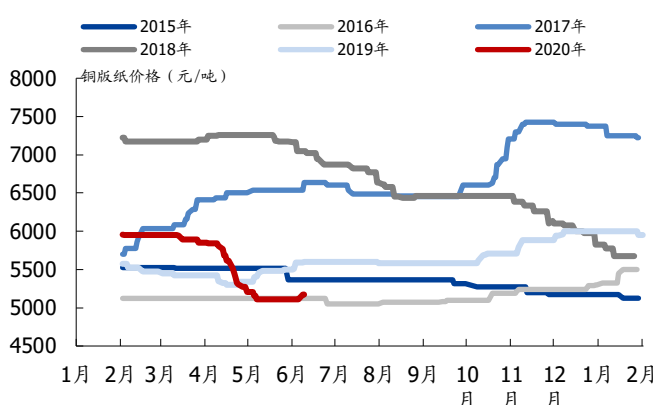
受到疫情和进口纸影响，4月文化纸价格大幅下跌。铜版纸主要用于宣传册等商业印刷产品，需求受到宏观经济波动影响较大。疫情发生导致国内复工复产推迟，铜版纸需求因此大幅下滑。铜版纸价格从3月中旬开始下调，4月份开始大幅降价，并且铜版纸厂商开始转产双胶纸。4月份海外疫情进入高峰期，同样出现需求恶化，APP（金光纸业）将其在印尼生产销往欧美的双胶纸运往国内销售，当月输入国内量达到4~5万吨（占到国内每月文化纸产量的5%左右）。国内同样面临需求压力，4/1~5/7文化纸进入持续降价阶段，双胶纸/铜版纸分别跌价1025/740元至5325/5110元/吨。

图表1：双胶纸历史价格



资料来源：卓创资讯，国盛证券研究所

图表2：铜版纸历史价格

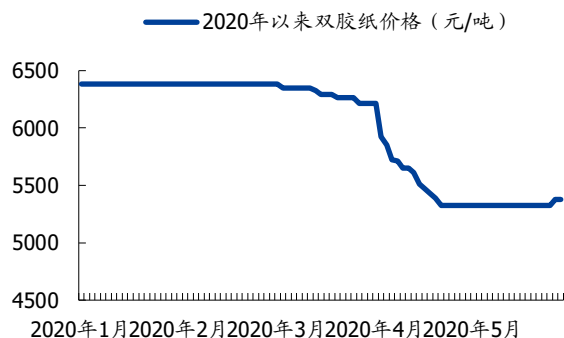


资料来源：卓创资讯，国盛证券研究所

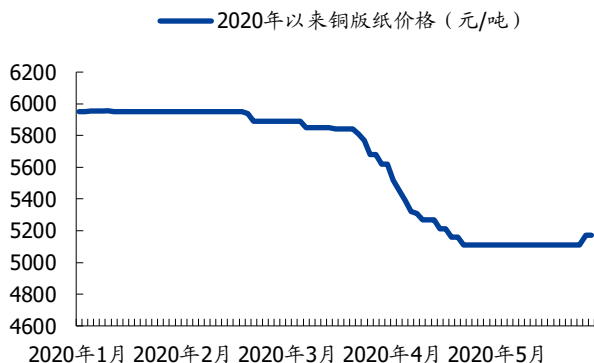
5月文化纸价格开始企稳，6月纸价开始向上修复。5月份文化纸开始进入去库阶段，由于4月文化纸价格降至历史低位，并且低于部分中小厂现金成本，5月份开始出现中小厂停产现象，价格没有进一步下跌，双胶纸/铜版纸价格稳定在5325/5110元/吨。5月中旬开始，国内学校逐步复课，文化纸产业链最终端的印刷厂开始复工，成品纸库存逐步从上游向最下游转移。从文化纸库存来看，企业成品纸库存从今年2月开始到4月持续上升，5月纸厂库存开始下降。由于纸价已降至低位，经销商库存向最终端转移后，就存在补库动力。根据卓创数据，6月份纸厂成品纸库存进一步下降，6月4日国内双胶纸/铜版纸企业库存天数分别环比5月28日下降4.8%/6.4%。6月4日双胶纸/铜版纸开始提价，分别提价50/60元至5375/5170元/吨。

图表3：4月双胶纸跌价1025元/吨，5月维稳，6月提价50元/吨

图表4：4月铜版纸跌价740元/吨，5月维稳，6月提价60元/吨

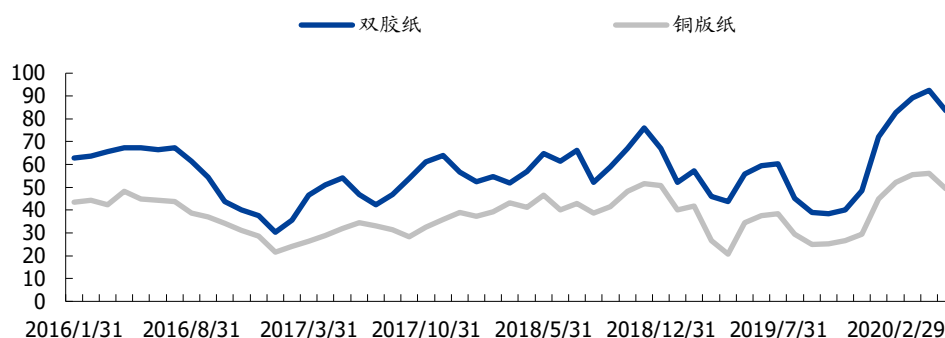


资料来源：卓创资讯，国盛证券研究所



资料来源：卓创资讯，国盛证券研究所

图表 5: 文化纸月度企业库存 (单位: 万吨)



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

## 2、下半年文化纸价格有望逐步修复

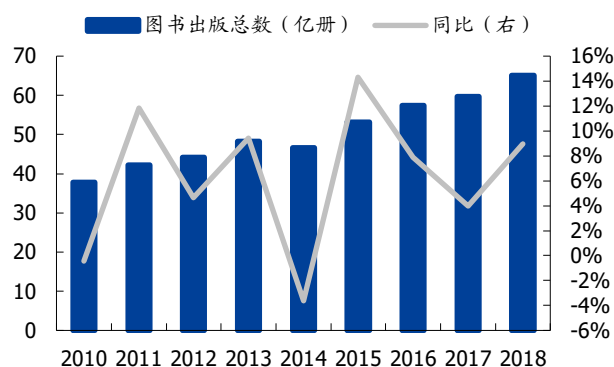
**考虑到铜版纸转产, 预计铜版纸供求已逐步趋向平衡。**铜版纸需求受到疫情影响将出现刚性损失, 复工复产无法弥补这部分需求的丧失。4~5月铜版纸转产双胶纸, 供给端也出现减少。5月份铜版纸价格也开始企稳, 表明铜版纸供求已逐步趋向于平衡。疫情对国内需求的冲击已经在逐步消散, 预计下半年国内需求将边际好转, 铜版纸价格有望伴随需求修复逐步提升。

**双胶纸需求较为稳定, 疫情对需求总量影响有限。**根据产业调研数据, 国内双胶纸需求量约 1000 万吨, 其中 400 万吨左右为教材印刷需求, 600 万吨为社会类书籍印刷需求。国内教材需求稳定, 基本稳定在 400 万吨左右。疫情并不会导致出版印刷的需求消失, 伴随学生复课双胶纸需求将逐步修复。

**下半年党政类书籍印刷有望带来增量需求。**若社会类书籍印刷需求增加, 则会带来双胶纸需求端较强的支撑。党政书籍属于社会类, 每年需求量约 40~50 万吨。2019 年因为建国 70 周年, 党政书籍印刷带来文化纸需求增量, 2019 年在文化纸原材料价格下降过程中, 成品纸价格持续上提。由于材料提前印刷, 党政书籍增量需求已部分反映在 2018 年。根据国家新闻出版总署数据, 2018 年马列主义毛泽东思想类图书出版总数同比增加 121.6%至 2497 万册, 图书出版总数同比增加 9.0%至 65.05 亿册。2021 年建党百年庆预计将继续增加党政书籍印刷需求, 这部分书籍招标预计于 2020 年 9 月份开始, 有望对双胶纸需求形成支撑。



图表6: 图书出版总量



资料来源: 国家新闻出版总署, 国盛证券研究所

图表7: 马列主义毛泽东思想类图书出版总数



资料来源: 国家新闻出版总署, 国盛证券研究所

**转产和进口双胶纸难以持续, 下半年将逐步缓解。**下半年铜版纸需求修复, 转产双胶纸产能将逐步转回。APP 印尼生产的双胶纸原本销往欧美, 由于欧美文化纸市场较为集中, APP 销往欧美的双胶纸毛利率远高于国内双胶纸。同时 APP 缺乏国内文化纸销售渠道, 与国内主要的双胶纸厂相比缺乏客户资源。APP 往国内进口双胶纸的方式不可持续, 预计欧美疫情稍缓和将不再出口至中国。

**中小厂停产缓解双胶纸供给压力, 短期内暂无产能压力。**由于大厂一般配套有自己的化机浆、电力能源等, 因此大厂较小厂具备 500 元/吨的成本优势。当前纸价降至低位, 使得中小纸厂无法盈利, 实际供给量有所减少。同时, 后期党政书籍等增量订单主要集中在大纸厂, 中小厂后期仍难享受到需求好转的红利。

从双胶纸的产能规划来看, 2020 年底确定要投产的双胶纸产能为 66 万吨, 考虑到太阳纸业文化纸产能投放后会转回一条线生产包装纸, 实际净增的产能为 41 万吨, 这部分新增产能将对 2021 年产生影响。从图书出版总量数据来看, 2010~2018 年 CAGR 为 7%, 由于社会书籍印刷在双胶纸需求中占比 60% 左右, 预计 2021 年双胶纸整体需求增加约 4%~5%, 即对应 40~50 万吨的需求增量, 因此 2020~2021 年双胶纸暂无产能供给压力。

伴随后期复课, 双胶纸供求有望逐步修复, 纸价有望逐步向上提升。

图表8: 双胶纸产能规划

地区	纸厂	产品	产能 (万吨)	投产时间
山东省	奥海纸业	双胶纸	20	2021H2
		薄页纸	5	2020H2
	博汇纸业	静电复印纸	45	2021H2 (存不确定性)
	太阳纸业	文化用纸	45	2020 年 11 月
广西省	天和纸业	双胶纸	16	2020H2
	太阳纸业	文化用纸	55	2022 年 12 月
福建省	南平市泰盛纸业	高档文化纸	30	2021H2
	漳州联盛纸业	高档文化纸	40	暂无具体进程, 投产时间暂不能确定
四川省	永丰纸业	文化纸	20	暂无具体进程, 投产时间暂不能确定
湖南省	岳阳林纸	文化纸	70 (另外淘汰 12)	暂无具体进程, 投产时间暂不能确定

资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

### 3、禁废立法通过，公司包装纸成本锁定

**立法规定逐步实现固废零进口。**4 月 29 日十三届全国人大常委会第十七次会议审议通过了修订后的固体废物污染环境防治法，自 2020 年 9 月 1 日起施行。修订后的固体废物污染环境防治法明确“国家逐步实现固体废物零进口，由国务院生态环境主管部门会同国务院商务、发展改革、海关等主管部门组织实施”。生态环境部新闻发言人刘友宾 6 月 2 日在例行新闻发布会上称，“确保到 2020 年年底基本实现固体废物零进口”。

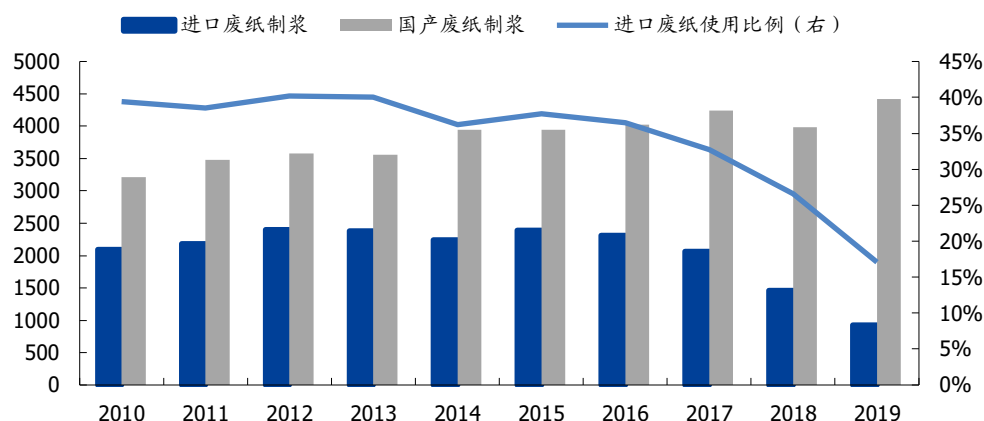
图表 9：国内禁废政策梳理

时间	政策或规定	内容
2017 年 4 月 18 日	中央全面深化改革领导小组第 34 次会议审议通过了《关于禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》	完善固体废物进口管理制度
2017 年 7 月 18 日	国务院办公厅关于印发禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案的通知	严格固体废物进口管理，2017 年年底前，全面禁止进口环境危害大、群众反映强烈的固体废物；2019 年年底前，逐步停止进口国内资源可以替代的固体废物。自 2018 年 1 月起，禁止进口“其他回收纸或纸板（4707900090）”
2017 年 7 月 20 日	环保部向 WTO 递交文件，紧急禁止 24 种高污染固体废物入境	2017 年底之前，中国将紧急禁止 4 类 24 种固体废物入境，包括生活来源废塑料、钒渣、未经分拣的废纸和废纺织原料等高污染固体废物。
2017 年 12 月 14 日	环保部公示《进口废纸环境保护管理规定》和《限制进口类可用作原料的固体废物环境保护管理规定》	
2017 年 12 月 18 日	国家质量监督检验检疫总局公示《进口可用作原料的固体废物检验检疫监督管理办法》	2018 年 2 月 1 日起，进口固废的收货人只能是加工利用企业，贸易代理商再无资格进口固废
2017 年 12 月 29 日	环保部公示《进口可用作原料的固体废物环境保护控制标准》	2018 年 3 月 1 日起，进口废纸中一般夹杂物标准调整至 0.5%（过去含杂率 1.5%）
2018 年 5 月 2 日	《海关总署关于对进口美国废物原料实施风险预警监管措施的通知》	2018 年 5 月 4 日起，对来自美国的废物原料实施 100%开箱、100%掏箱检验检疫，针对所有口岸，实施严密监管。6 月 1 日起，CCIC 运前检查人工检验、监装。
2018 年 6 月 24 日	国务院公布《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》	固体废物污染防治方面，全面禁止洋垃圾入境，严厉打击走私，大幅减少固体废物进口种类和数量，力争 2020 年年底前基本实现固体废物零进口。
2018 年 7 月 11 日	环境部发布《固废防治法》草案征求意见	明确提出禁止进口固体废物
2018 年 8 月 8 日	商务部 2018 年《国务院关税税则委员会关于对原产于美国约 160 亿美元进口商品加征关税的公告》	自 2018 年 8 月 23 日起实施，美废加征 25%关税。
2018 年 11 月 30 日	禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革部际协调小组第一次全体会议	坚定不移把禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革各项举措落实到位
2020 年 4 月 29 日	十三届全国人大常委会第十七次会议审议通过了修订后的固体废物污染环境防治法，自 2020 年 9 月 1 日起施行	国家逐步实现固体废物零进口，由国务院生态环境主管部门会同国务院商务、发展改革、海关等主管部门组织实施

资料来源：国家环保局，中国人大网，国盛证券研究所

国内废纸可能出现短缺，导致包装纸成本上升。禁止进口固废政策从 2017 年出台，到目前政策力度和方向并未改变，预计 2021 年国内企业将无法进口废纸。禁废政策出台之前，国内一半以上废纸原材料依赖进口。外废质量好可用于生产高档包装纸，国废纤维质量差难以满足部分产品要求。外废中主要使用的为美废，美国包装纸原材料多为木浆，因此纤维质量好，可用于生产较为高档包装纸。国废主要来自国内包装纸，纤维经过反复多次使用后较差，难以满足部分高端成品纸生产要求。禁废政策 2017 年出台，2016 年及以前国内约 40% 的废纸需求由进口废纸满足。禁废政策出台后，2017~2019 年外废使用比例持续下降，2019 年外废在总的废纸使用中占比仅 17.1%。

图表 10: 进口及国产废纸制浆量(万吨)及进口废纸在总使用量中占比



资料来源: 中国造纸年鉴, 国盛证券研究所

公司研发多种替代废纸原材料，锁定 60% 成本。公司从 2016 年开始布局箱板瓦楞包装纸业务，但一直使用国废作为原材料，而 2017H2~2018H1 国废价格的大幅上涨使得公司包装纸业务盈利快速恶化。但在外废进口禁止的背景下，公司的包装纸业务成本端是一个由最差向上逐步改善的过程。从 2018 年开始，公司一方面在国内通过研发，使用木片和木屑开发新型半化学浆材料、本色针叶浆替代国废；另一方面在老挝布局废纸浆厂，从老挝进口美废制成废纸浆再运回国内使用。公司研发的可替代原材料半化学浆 50 万吨于 2018 年投产、老挝的 40 万吨废纸浆于 2019 年投产、20 万吨本色针叶浆于 2020 年投产。

图表 11: 公司可替代国废原材料

新型材料	预计投产时间
木屑半化学浆 10 万吨	2018Q1
木片半化学浆 40 万吨	2018Q3
老挝再生浆板 40 万吨	2019Q3
本色针叶浆 20 万吨	2020Q1

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司替代国废的浆产能合计达到 110 万吨，根据木浆制纸比例（1.1 吨浆生产 1 吨纸），对应可生产成品纸 100 万吨。公司 2020 年底包装纸产能为 160 万吨，剩余 60 万吨仍使用国废，考虑国废制纸比例（1.2 吨国废生产 1 吨纸），预计公司国废需求量为 72 万吨。公司总的原材料需求量为 182 万吨（110 万吨浆+72 万吨国废），其中自给原材料占比 60.4%。



图表 12: 原材料自给率计算

替代材料	产能 (万吨)
废纸浆	40
木屑半化学浆	10
木片半化学浆	40
本色浆	20
合计	110
可产纸量	100
包装纸总产能	160
所需国废量	72
原材料总需求量	182
原材料自给率	60.4%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 4、中长期价值来自公司成本端核心竞争力

公司掌握最上游原材料资源，塑造低成本核心竞争力。公司 2008 年在老挝布局林浆纸一体化基地，育苗、教化当地农民合作、完善基础设施等，耗费 10 年时间，投资超过 10 亿美元，2018 年初现“雏形”，2019 年林地可供开采。纵观造纸巨头企业 APP 和国际纸业等均实现林浆纸一体化布局，从最源头木材进行掌控。太阳领导层具备战略性眼光，十年前已卡位东南亚基地，有望成为国内下一个升起的巨头新星，林浆纸一体化带来公司的成本端改善将逐步兑现到业绩中。

### 4.1、十年磨一剑，老挝林浆纸产业基地初见“雏形”

老挝“林浆纸一体化”项目始于 2008 年，2018 年初具雏形。公司早在 2008 年 6 月就已设立老挝子公司，并投资建设“林浆纸一体化”项目，在老挝纸浆林基地和年产 30 万吨产能的化学木浆厂，将在老挝开发 10 万公顷林地用作木浆原材料。

**阶段一：2008~2018 年，老挝林浆纸基地建设。**历经 4 年时间，2012 年老挝 30 万吨化学浆厂前期准备工作完成；随后的 5 年时间，公司在老挝取得老挝土地的批复，并开始培育浆纸林，教化当地农民合作，直到 2017 年老挝 30 万吨化学浆试产，2018 年投产运营。

**阶段二：2018 年至今，扩张老挝基地。**2018 年 7 月公司继续增资老挝公司开发 120 万吨废纸浆和包装纸项目，2019 年 5 月废纸浆开始试产。2019 年公司收购老挝沙湾公司，将老挝 120 万吨浆纸项目主体更换为沙湾公司，享受更为优惠的税收政策，并且沙湾公司拥有林地资源，将直接为公司所用。

图表 13: 老挝基地建设重要时间节点



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 14: 老挝子公司十年建设历程

年份	事件
2008.05	公司设立老挝办事处
2008.06	公司投资 300 万美元成立中国太阳纸业老挝有限公司
2009.01	公司老挝纸浆林苗木培育基地建成并投入使用
2009.03	公司拟投资 1500 万美元(95%股权)与越南成玉公司合资成立新公司, 自建码头以降低老挝项目运输成本
2009.06	公司完成 200 公顷育苗林基地建设, 30 万吨/年漂白阔叶木浆厂的工厂用地已经落实, 上报老挝相关部门
2009.12	国家发改委通过公司在老挝实施的“林浆纸一体化项目”
2010.10	太阳纸业与老挝政府正式签土地租赁合同
2010.12	太阳纸业的雨季造林工作按计划全部展开
2011.03	公司拟定增募资 25 亿构建全产业链, 募集资金将用于老挝“林浆纸一体化”项目
2012	公司在老挝 30 万吨化学浆项目的前期准备工作基本完成
2014.11	公司在老挝投资建设年产 30 万吨化学浆项目获山东省发改委备案
2016.09	太阳纸业计划募集不超 18 亿元补充老挝化学浆项目(停止)
2016.12	维美德向太阳纸业老挝厂新溶解浆生产线提供关键技术
2017.01	太阳纸业老挝公司 30 万吨阔叶木浆项目举行开工仪式
2017.05	恒丰银行济南分行完成对公司老挝战略布局的融资支持
2017.05	拟公开发行人不超 12 亿元可转债用于老挝年产 30 万吨化学浆项目
2017.08	公司副总经理刘泽华拜会老挝国家主席本扬·沃拉吉
2017.11	公司拟发行 12 亿元可转债获证监会核准
2017.12	公司老挝浆纸项目生物质锅炉水压试验一次成功
2018.01	公司拟出资 1.4 亿美元增资老挝公司
2018.06	老挝 30 万吨化学浆投产
2018.07	公司出资 6.4 亿美元增资老挝公司, 建设老挝 120 万吨浆纸项目
2019.04	收购老挝沙湾公司, 将 120 万吨老挝浆纸项目实施主体变更为沙湾公司, 享受更优惠的税收政策
2019.05	老挝 40 万吨废纸浆开始试产

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

太阳的老挝林浆纸产业基地难以模仿, 树立较高进入壁垒。老挝林地资源丰富, 森林面积约 900 万公顷, 森林覆盖率达到 42%, 且政府对林业开发较为支持, 社会较为稳定, 与中国建交良好。因此 21 世纪初期吸引了多个国内纸业龙头前往布局, 除了太阳, APP 和亚太森博等都曾尝试在老挝开发林地。但在老挝开发林地并非易事, APP 和亚太森博均以失败告终, 只有太阳坚持下来, 十年默默耕耘终建成林浆纸基地。在老挝布局的难点主要来自以下方面:

**1) 老挝客观条件限制下, 需公司付出“额外建设成本”。**虽然老挝具备土地资源丰富、人力成本低等优势, 但是基础设施和其他限制性客观条件导致国内企业实际去老挝开发并不容易。太阳和 APP、亚太森博同期前往老挝布局林地, 但是最初遇到的问题就是树苗育种, 从国内运往老挝的树苗由于水土不服并不能在老挝存活, 最终只有太阳坚持在老挝研发栽培新的苗种, 耗时 5 年时间, 2016 年最终取得成功, 其他企业均放弃培育。

第二个限制性条件是人工问题, 老挝当地农民较为保守, 期初与外资企业合作帮助太阳开发林地的意愿很低。根据太阳 2009 年的公告, 老挝的人工是从国内抽调过去的, 因此人工成本并不低。2011 年开始, 公司在老挝探索与当地农民建设合作林, 通过签定长期的供货合同, 明确供应期限、方式、数量、最低价、资金支付方法以及奖惩规定等, 由农林业主自主经营, 种植的林木按照合同规定价格优先供应给太阳老挝公司。经过与当地居民的多年磨合, 老挝居民从与太阳的合作中收益, 逐步形成较为稳定的合作关系,

帮助太阳开发林地的本地居民也逐步增加，公司目标这部分合作林面积能够达到7万公顷，逐步满足老挝木浆所需的全部原材料。

老挝基础设施差是“硬伤”，太阳在老挝的工厂布局在沙湾拿吉省，位置较为偏僻，2008年该省没有公路，且没有配套的化工厂。太阳2011~2016年期间为基地建设公路等各项基础设施，化工原料仍以来国内运往老挝使用。因此，前期太阳在老挝开发林地可谓“困难重重”，但是太阳能够坚持并想办法克服，最终林浆纸工厂落地。

**2) 开发周期长，不确定性因素多。**公司在老挝建设厂区耗时6年，育苗花费5年时间，开发产线又耗时2年，老挝林地开发时间长达10年以上。但这并非偶然，同样以在越南建厂的理文纸业为例，理文2007年开始在越南布局工厂，但经历次贷危机、反华暴乱、环保叫停等各种问题，导致海外工厂建设时间长达10年，2017年才投入生产。

图表 15: 理文越南项目开发时间长达 10 年

### 不确定性因素对项目造成负面影响



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

**3) 资金投入成本高，海外基地建设成本在10亿美元以上。**公司自2008年开始建设老挝基地，共投入资金10.7亿美元。理文在越南布局的纸厂，投入也在10亿美元左右。由于资金投入成本高，建设周期长，并且建设过程中不确定性因素较多，形成较高的进入壁垒，其他企业难以模仿。即便现在国内其他大型纸厂开始布局海外纸厂，考虑到学习经验，在海外布局也至少需要5年以上的的时间，但期间太阳已经完全掌握成本端优势，后来者难以居上。

图表 16: 太阳的老挝基地投资超过 10 亿美元

时间	项目	事件	投资金额(亿美元)
2008年10月	年产30万吨化学浆项目	纸浆林基地+30万吨漂白阔叶浆厂	2.93
2018年1月	年产30万吨化学浆项目配套项目	对化学浆产线进行扩建，包含热电站、碱回收锅炉等	1.40
2018年7月	120万吨造纸项目	40万吨再生纤维浆板生产线+2条年产40万吨高档包装纸生产线	6.37
合计总投资			10.70

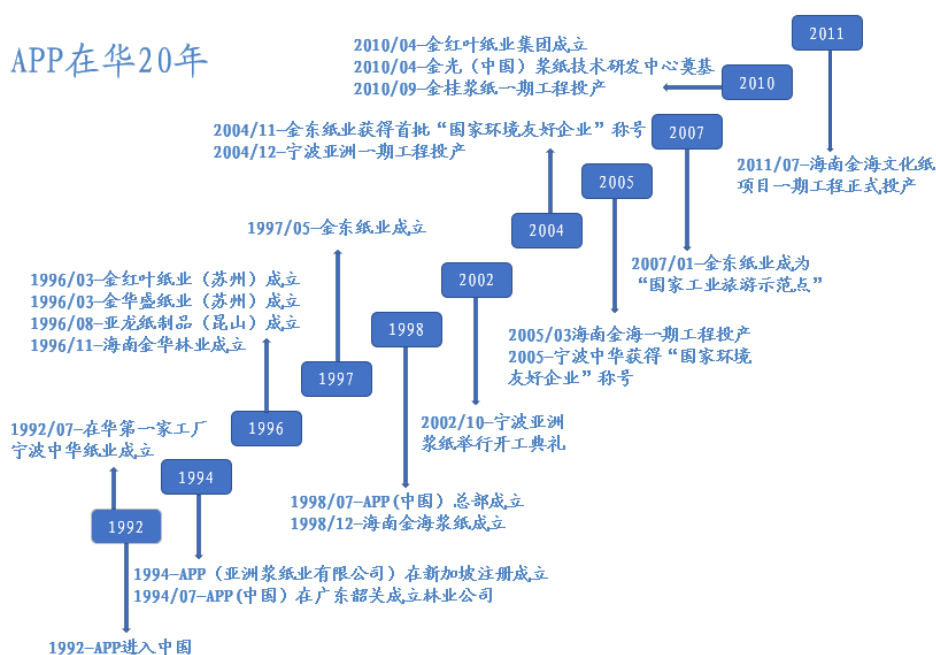
资料来源：公司公告，国盛证券研究所



## 4.2、战略先导性布局，国内冉冉升起的巨头新星

造纸巨头实现林浆纸一体化布局，掌控最上游原材料，穿越产业周期。以造纸龙头 APP（金光集团）为例，APP 为国内收入规模最大的造纸企业，自 1992 年进入中国市场以来，坚持林浆纸一体化发展。截至 2018 年末，APP 拥有造纸产能 864 万吨，木浆产能 210 万吨，林地 420 万亩，2018 年实现收入 589.5 亿元（+6.6%）。公司掌握林浆纸一体化优化，覆盖木浆系全部产品铜板、白卡、双胶和生活用纸，四大业务在国内各个市场市占率分别达到 39%/24%/10%/11%，为国内木浆系巨头企业。公司通过林浆纸一体化布局能够一定程度实现对产业周期的穿越，在原材料价格和纸价波动的情况下，公司毛利率波动较小，2010~2018 年毛利率波动仅 7pct，而国内其他纸厂均达到 10pct 以上。

图表 17: APP 进入中国后专注林浆纸一体化开发



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

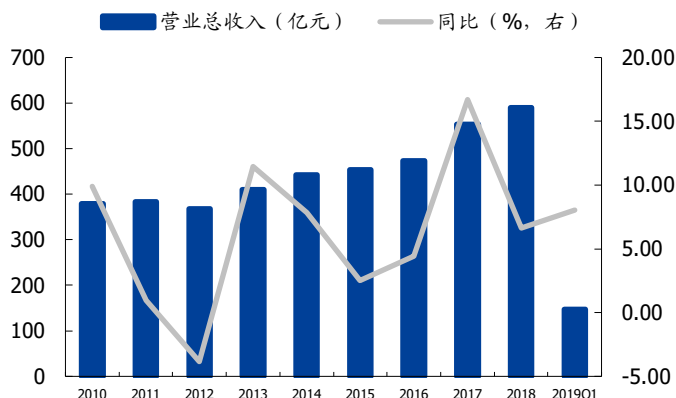
图表 18: 2018 年国内造纸龙头企业收入和产量

排序	企业	主要纸种	营业收入（亿元）	产量（万吨）
1	APP（中国）	木浆系（铜版纸、白卡纸、双胶纸、生活用纸等）	589.5	848
2	玖龙纸业	废纸系（箱板原纸、瓦楞芯纸等）	304.1	1313
3	理文造纸	废纸系（牛卡纸、瓦楞芯纸等）	285.4	555
4	晨鸣纸业	木浆系（铜版纸、双胶纸、白卡纸等）	288.8	510
5	太阳纸业	木浆系（文化用纸、生活用纸等）	217.7	443

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

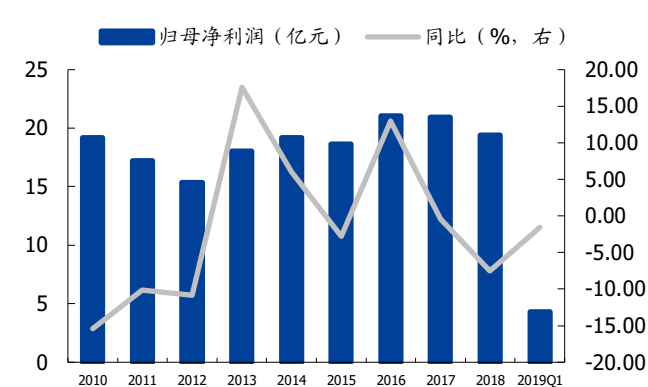


图表 19: APP 收入及同比增速



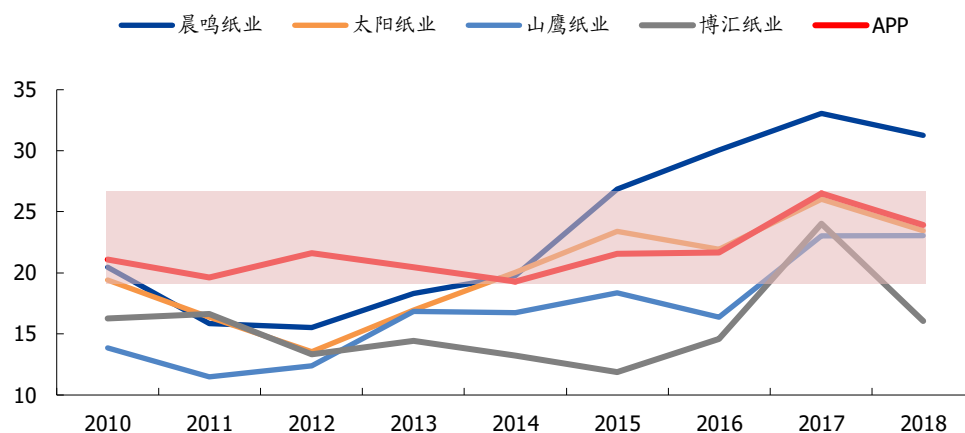
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 20: APP 业绩及同比增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 21: APP 毛利率 (%) 波动远小于国内其他造纸企业



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

太阳纸业老挝基地布局体现领导层战略性眼光, 有望成为国内巨头新星。造纸行业以原材料为导向, 巨头企业均实现林浆纸一体化布局, 只有掌握原材料资源, 才能真正实现成本端优势。公司能够在 10 年前提前布局老挝海外工厂, 体现了领导层的战略性眼光, 并且老挝基地在地理位置、税收优惠政策和政府关系上均体现布局的优越性。1) 林地距离港口近: 老挝“林浆纸一体化”项目的育苗基地及示范林拟在老挝沙湾拿吉省色奔县建设, 色奔县位于老挝的南部, 距离越南 52 公里, 距离越南岘港 330 公里, 距离公司在越南拟投资新建的专用码头 90 公里, 交通运输比较方便。2) 可供开发土地资源丰富, 林木生长周期短: 沙湾拿吉省是老挝比较平坦的省份之一, 对于原料林的建设非常有利, 另外沙湾拿吉省人口稀少, 可供开发的土地资源丰富, 位于热带地区, 雨热资源丰富, 有利于林木的生长, 种植桉树只需要 5 年就可以达到砍伐标准。3) 公司在老挝享受税收优惠, 19 年收购沙湾公司, 变更项目主体后, 税收优惠力度加大。4) 老挝社会治安稳定, 但经济发展相对滞后, 太阳老挝的项目从林木种植, 运输, 生产等等可以为老挝提供大量的经常和临时的就业岗位, 有力的促进老挝经济的发展, 有利于公司未来在老挝继续开发纸厂。当前国内没有其他纸厂拥有可以对标太阳的海外林浆纸一体化布局, 太阳有望成为未来国内造纸巨头新星。

图表 22: 沙湾公司享受的税收优惠力度更大

序号	内容	太阳纸业控股老挝有限责任公司	太阳纸业沙湾有限公司	备注
1	工厂及种植园土地特许经营费	免前 6 年, 10 美元/年/HA, 每 5 年增加 5%	每年 6 美元/公顷	
2	免利润税期限	7 年	8 年	第一年商业运作开始算
3	利润税	10%	8%	免税期后
4	工资税	按税法规定执行累进税率	5%	入境超过 180 天

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 5、盈利预测与估值分析

公司为造纸行业中具备成长属性标的, 林浆纸一体化布局增强原材料把控能力, 成本结构向上改善优化, 盈利能力将持续增强, 维持“买入”评级。考虑到行业价格变动及公司产能变化, 我们预计公司 2020~2022 年实现归母净利润 18.02/25.28/30.08 亿元, 同比变动-17.3%/40.2%/19.0%, 对应 PE 13.6X/9.7X/8.2X。

## 风险提示

疫情持续蔓延、需求修复不及预期、纸价波动、溶解浆价格波动、原材料价格波动、项目建设不及预期。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

<b>北京</b> 地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层 邮编：100032 传真：010-57671718 邮箱：gsresearch@gszq.com	<b>上海</b> 地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层 邮编：200120 电话：021-38934111 邮箱：gsresearch@gszq.com
<b>南昌</b> 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	<b>深圳</b> 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com