

# 太阳纸业 (002078.SZ)

## 业绩符合预期，溶解浆上涨放大利润弹性

### 核心观点:

#### ● 业绩符合市场预期，利润基本达成股权激励第三期解锁条件

公司披露业绩快报，全年实现营业收入 144.3 亿元 (YoY+33.3%)，归母净利润 10.7 亿元 (YoY+59.9%)，加权平均净资产收益率 14.2% (YoY+3.9%)。分季度拆分，公司四季度营业收入 42.3 亿元 (YOY+46.2%)，归母净利润 4.1 亿元 (YOY+63.0%)，新投产牛皮箱纸产销两旺是业绩加速主因，公司 2014 年股权激励第三期解锁条件基本达成。

#### ● 主要纸种价格上涨新产能投产推高营收规模，四三三战略稳步推进

国内造纸及溶解浆市场持续回暖，公司产品产销两旺，年产 30 万吨轻型纸改扩建项目已顺利达产，年产 50 万吨低克重高档牛皮箱板纸项目已于八月试产成功并完工转固，新产能投放有效提升公司盈利能力。

基于对中国健康养老市场的乐观预期，公司出资 6000 万参与认缴出资额 10 亿元的同仁堂养老产业基金，考虑到战略股东复星拥有大量的药店和医院资源，本次探索养老健康市场有望与其展开产业协同。

#### ● 各项业务超预期亮点多，业绩有望踏上新台阶，维持买入评级

当前我们预计 2017 年净利润接近 15 亿元是基于假设：溶解浆 8000 元/吨、包装纸产能三年逐步放量，文化纸维持 16 年盈利水平假设的预测。业务亮点在于：(1) 春节后黏胶短纤价格上涨带动溶解浆上行，溶解浆上周累计涨幅 350 元/吨；(2) 前期公告投产的包装纸实际产能预计高于设计产能，且产销两旺；(3) 文化纸价格受成本推动持续涨价，吨盈利稳步扩张。2017-2018 年预测净利润暂维持 14.9、19.0 亿元，当前市值对应 2017 年净利润 12.8 倍市盈率，维持买入评级。

#### ● 风险提示

文化纸涨价落实困难，溶解浆涨幅低于预期；

### 盈利预测:

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	10,457.88	10,825.12	14,158.95	16,879.88	19,794.88
增长率(%)	-4.01%	3.51%	30.80%	19.22%	17.27%
EBITDA(百万元)	2,016.50	2,367.58	2,932.77	3,677.73	4,369.30
净利润(百万元)	468.81	666.66	1,074.94	1,486.33	1,898.08
增长率(%)	64.71%	42.20%	61.24%	38.27%	27.70%
EPS (元/股)	0.204	0.263	0.424	0.586	0.748
市盈率 (P/E)	19.91	21.42	17.63	12.75	9.98
市净率 (P/B)	1.71	2.04	2.35	1.98	1.66
EV/EBITDA	7.52	9.05	9.05	7.00	5.54

数据来源：公司财务报表、广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

### 公司评级

当前价格 7.47 元

前次评级 买入

报告日期 2017-02-28

### 相对市场表现



分析师：赵中平 S0260516070005

0755-23953620

zhaozhongping@gf.com.cn

分析师：申烨 S0260514080002

020-87578446

shenye@gf.com.cn

### 相关研究:

太阳纸业 (002078.SZ)：三 2017-02-07

箭齐发做强做大，业务亮点多  
业绩上台阶

太阳纸业 (002078.SZ)：业 2016-10-28

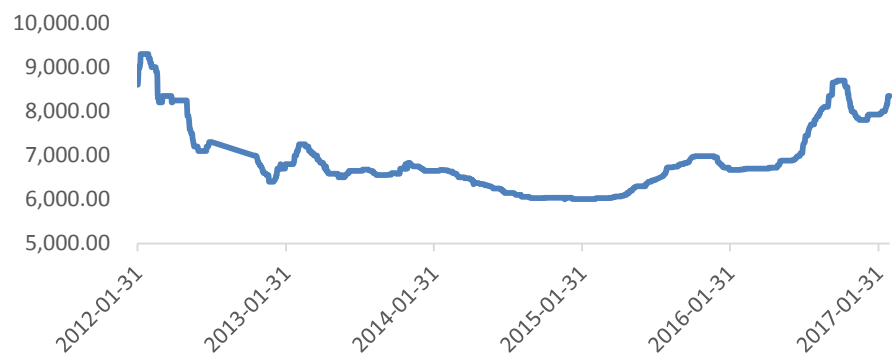
绩弹性如期释放，期待消费品  
加速放量

太阳纸业 (002078.SZ)：出 2016-10-11

让股权联手复星，渠道空间全  
面打开

请务必阅读末页的免责声明

图1: 溶解浆内盘价格 (元/吨)



数据来源: 广发证券发展研究中心

	单位: 百万元				
至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	4831	7027	7177	8626	10371
货币资金	1430	1528	1416	1698	2000
应收及预付	2107	3678	3670	4533	5650
存货	1124	1400	1751	2055	2381
其他流动资产	160	422	340	340	340
<b>非流动资产</b>	11499	12690	13367	13803	13590
长期股权投资	739	101	101	101	101
固定资产	7749	8625	8813	8723	8277
在建工程	1716	2735	3735	4235	4435
无形资产	511	544	582	613	646
其他长期资产	784	685	134	130	130
<b>资产总计</b>	16329	19717	20543	22428	23960
<b>流动负债</b>	7698	9140	9114	9315	8697
短期借款	4779	5254	6313	5795	4553
应付及预收	2187	2621	2800	3521	4144
其他流动负债	732	1265	0	0	0
<b>非流动负债</b>	2770	3185	2819	2819	2819
长期借款	1007	1720	2200	2200	2200
应付债券	797	497	497	497	497
其他非流动负债	966	967	122	122	122
<b>负债合计</b>	10468	12324	11933	12135	11516
股本	2299	2537	2537	2537	2537
资本公积	453	1203	1203	1203	1203
留存收益	2705	3245	4320	5806	7704
归属母公司股东权	5457	6985	8060	9546	11444
少数股东权益	404	408	550	748	999
<b>负债和股东权益</b>	16329	19717	20543	22428	23960

	单位: 百万元				
至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	10458	10825	14159	16880	19795
营业成本	8361	8293	10806	12692	14697
营业税金及附加	47	40	56	66	77
销售费用	342	423	581	635	777
管理费用	446	449	609	715	837
财务费用	539	590	470	497	436
资产减值损失	-4	10	-4	24	26
公允价值变动收益	-3	3	0	0	0
投资净收益	-56	-136	10	10	20
<b>营业利润</b>	668	886	1651	2263	2965
营业外收入	38	156	30	60	0
营业外支出	22	2	4	3	3
<b>利润总额</b>	683	1040	1678	2320	2962
所得税	136	285	460	636	813
<b>净利润</b>	547	755	1218	1684	2150
少数股东损益	78	88	143	197	252
<b>归属母公司净利润</b>	469	667	1075	1486	1898
EBITDA	2017	2368	2933	3678	4369
EPS (元)	0.20	0.26	0.42	0.59	0.75

	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	2608	685	2612	2610	2755
净利润	547	755	1218	1684	2150
折旧摊销	754	747	826	905	962
营运资金变动	759	-1444	-158	-464	-838
其它	548	627	727	486	481
<b>投资活动现金流</b>	-1974	-2199	-1616	-1284	-739
资本支出	-1924	-2611	-1626	-1294	-759
投资变动	0	447	10	10	20
其他	-50	-36	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-1184	2061	-1107	-1044	-1714
银行借款	8996	10298	1540	-519	-1242
债券融资	-9551	-8978	-2153	0	0
股权融资	6	1005	0	0	0
其他	-635	-264	-494	-525	-472
<b>现金净增加额</b>	-549	547	-112	282	302
<b>期初现金余额</b>	1691	1430	1528	1416	1698
<b>期末现金余额</b>	1142	1977	1416	1698	2000

### 主要财务比率

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	-4.0	3.5	30.8	19.2	17.3
营业利润增长	39.2	32.8	86.3	37.0	31.1
归属母公司净利润增长	64.7	42.2	61.2	38.3	27.7
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	20.1	23.4	23.7	24.8	25.8
净利率	5.2	7.0	8.6	10.0	10.9
ROE	8.6	9.5	13.3	15.6	16.6
ROIC	9.2	8.2	9.5	11.9	14.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	64.1	62.5	58.1	54.1	48.1
净负债比率	1.0	1.0	0.9	0.7	0.4
流动比率	0.62	0.77	0.79	0.93	1.19
速动比率	0.44	0.59	0.55	0.66	0.86
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.65	0.60	0.70	0.79	0.85
应收账款周转率	13.64	12.45	12.17	12.17	12.17
存货周转率	6.16	6.18	6.17	6.18	6.17
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.20	0.26	0.42	0.59	0.75
每股经营现金流	1.13	0.27	1.03	1.03	1.09
每股净资产	2.37	2.75	3.18	3.76	4.51
<b>估值比率</b>					
P/E	19.9	21.4	17.6	12.7	10.0
P/B	1.7	2.0	2.4	2.0	1.7
EV/EBITDA	7.5	9.0	9.1	7.0	5.5

## 广发造纸轻工行业研究小组

- 赵中平： 分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。  
申 焯： 分析师，南京大学金融学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。  
任尚伟： 研究助理，北京大学经济学硕士，香港大学金融学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。  
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。  
谨慎增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。  
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳市福田区福华一路6号免税商务大厦17楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。