

2017年03月01日

证券研究报告·业绩快报点评

太阳纸业 (002078) 轻工制造

买入 (维持)

当前价: 7.39 元

目标价: 9.15 元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

溶解浆+文化纸提价, 盈利能力大幅提升

投资要点

- **事件:** 2月27日晚, 公司发布业绩快报。2016年实现营业收入144亿元, 同比增长33%; 实现归属于上市公司股东的净利润10.7亿元, 比上年同期增长59.9%, 与市场预期较为一致。
- **产能投放+溶解浆、文化纸提价, 盈利能力大幅提升。** 1) 产能进一步释放。公司30万吨轻型纸改扩建项目于2016年进入达产阶段状态(2015年Q3正式投产); 35万吨溶解浆项目于2016年1月步入稳定的销售期, 产品也处于满负荷产销状态, 且溶解浆市场前景较好; 年产50万吨低克重高档牛皮箱板纸项目在8月试产成功并正式投入生产销售, 为16年的业绩增长提供保障。2) 产品价格持续上涨。从去年2季度开始纸企库存逐渐走低, 加上旺季来临消费需求和补库存需求双升, 带动文化纸和铜版纸价格在下半年大幅提升。铜版纸从去年最低点5050元/吨(16年9月)上涨到12月底5600元/吨, 上涨550元/吨, 涨幅11%; 溶解浆价格跟随黏胶走高, 从去年7月底部价6800元/吨上涨至8300元/吨(10月), 成为提振公司业绩的主力。
- **环保政策仍严, 产能进一步向大厂集中。** 目前部分小型纸企仍存在超标排污的现状, 随着环保政策继续趋严, 实施“排污许可证”制度, 预计还将有一部分违反环保标准的小企业面临停产整顿甚至倒闭, “去产能”仍有空间。反观大型企业纷纷抓住这一时机进行布局: 公司拟将16亿元定增资金用于投向老挝年产30万吨化学浆项目(可转换成25吨溶解浆), 同时公告拟投资建设80万吨高档板纸项目和20万吨高档特种纸项目, 行业集中度将进一步提升, 大厂议价能力进一步增强。
- **快消品布局稳步推进, 切入养老产业, 新增盈利点。** 公司积极开拓生活用纸和婴童纸尿裤市场, 并通过与复兴集团、同仁堂合作, 涉足成人纸尿裤等涉及养老产业市场产品, 为公司长期发展培育新的增长点和发力点, 突破传统造纸领域, 进军消费大市场。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2016-2018年EPS分别为0.42元、0.61元、0.76元, 对应PE分别为18倍、12倍和10倍, 给予公司未来6个月15倍PE, 对应目标价9.15元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动的风险, 产能投放或不及预期的风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	10825.12	14433.02	16872.77	18846.38
增长率	3.51%	33.33%	16.90%	11.70%
归属母公司净利润(百万元)	666.66	1066.12	1540.05	1915.89
增长率	42.20%	59.92%	44.45%	24.40%
每股收益EPS(元)	0.26	0.42	0.61	0.76
净资产收益率ROE	10.21%	14.34%	17.66%	18.66%
PE	28	18	12	10
PB	2.53	2.22	1.90	1.61

数据来源: Wind, 西南证券

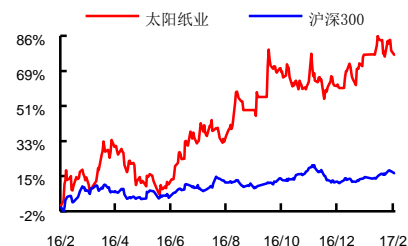
西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉
执业证号: S1250514080002
电话: 023-63786278
邮箱: xiongli@swsc.com.cn

联系人: 蔡欣
电话: 023-67511807
邮箱: cxin@swsc.com.cn

联系人: 徐稚涵
电话: 021-68415526
邮箱: xyhan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	25.36
流通A股(亿股)	25.24
52周内股价区间(元)	4.34-7.78
总市值(亿元)	187.40
总资产(亿元)	201.86
每股净资产(元)	2.97

相关研究

1. 太阳纸业(002078): “四三三”战略稳步推进, 太阳冉冉升起 (2017-02-07)
2. 太阳纸业(002078): 业绩持续高增长, 中长期发展可期 (2016-10-31)
3. 太阳纸业(002078): 引入战投复星集团, 资源整合效果可期 (2016-10-12)
4. 太阳纸业(002078): 老挝项目稳步推进, 长期战略发展可期 (2016-09-29)
5. 太阳纸业(002078): 业绩基本符合预期, 长期静待产能释放 (2016-08-30)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	10825.12	14433.02	16872.77	18846.38	净利润	755.10	1207.56	1744.38	2170.08
营业成本	8292.75	11393.53	13030.81	14435.05	折旧与摊销	747.34	902.52	1002.05	1051.42
营业税金及附加	40.26	53.29	64.63	70.97	财务费用	590.48	223.71	202.47	188.46
销售费用	423.31	627.84	641.17	659.62	资产减值损失	10.32	0.00	0.00	0.00
管理费用	448.56	606.19	674.91	678.47	经营营运资本变动	-1635.32	-1123.45	-578.19	-534.53
财务费用	590.48	223.71	202.47	188.46	其他	217.50	-3.08	-3.08	-3.08
资产减值损失	10.32	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	685.43	1207.27	2367.63	2872.36
投资收益	-136.17	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1982.65	-1550.00	-1550.00	0.00
公允价值变动损益	3.08	3.08	3.08	3.08	其他	-216.83	52.58	3.08	3.08
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2199.48	-1497.42	-1546.92	3.08
营业利润	886.34	1531.55	2261.85	2816.87	短期借款	474.30	1009.87	714.16	-2072.97
其他非经营损益	154.13	77.21	88.04	95.63	长期借款	713.08	0.00	0.00	0.00
利润总额	1040.47	1608.76	2349.89	2912.51	股权融资	988.04	-0.78	0.00	0.00
所得税	285.37	401.19	605.51	742.43	支付股利	-126.83	-180.36	-288.43	-416.64
净利润	755.10	1207.56	1744.38	2170.08	其他	-9.15	-622.85	-1002.47	-188.46
少数股东损益	88.45	141.44	204.32	254.18	筹资活动现金流净额	2039.44	205.89	-576.73	-2678.07
归属母公司股东净利润	666.66	1066.12	1540.05	1915.89	现金流量净额	547.00	-84.27	243.97	197.36
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	1527.57	1443.30	1687.28	1884.64	成长能力				
应收和预付款项	3677.52	4715.04	5538.20	6207.26	销售收入增长率	3.51%	33.33%	16.90%	11.70%
存货	1400.09	1923.60	2200.03	2437.11	营业利润增长率	32.78%	72.79%	47.68%	24.54%
其他流动资产	421.82	496.41	580.32	648.20	净利润增长率	38.06%	59.92%	44.45%	24.40%
长期股权投资	100.94	100.94	100.94	100.94	EBITDA 增长率	13.44%	19.50%	30.42%	17.03%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	11360.47	12069.38	12678.76	11688.77	毛利率	23.39%	21.06%	22.77%	23.41%
无形资产和开发支出	529.74	469.69	409.64	349.59	三费率	13.51%	10.10%	9.00%	8.10%
其他非流动资产	699.70	698.32	696.93	695.55	净利率	6.98%	8.37%	10.34%	11.51%
资产总计	19717.85	21916.69	23892.11	24012.07	ROE	10.21%	14.34%	17.66%	18.66%
短期借款	5253.75	6263.62	6977.79	4904.82	ROA	3.83%	5.51%	7.30%	9.04%
应付和预收款项	2534.42	3038.66	3613.65	4027.13	ROIC	8.26%	8.31%	10.39%	12.35%
长期借款	1720.33	1720.33	1720.33	1720.33	EBITDA/销售收入	20.55%	18.41%	20.54%	21.53%
其他负债	2815.68	2475.19	1705.51	1731.52	营运能力				
负债合计	12324.18	13497.81	14017.28	12383.80	总资产周转率	0.60	0.69	0.74	0.79
股本	2536.64	2535.86	2535.86	2535.86	固定资产周转率	1.32	1.60	1.73	1.96
资本公积	1203.34	1203.34	1203.34	1203.34	应收账款周转率	13.26	14.13	13.96	13.43
留存收益	3244.76	4130.52	5382.15	6881.40	存货周转率	6.57	6.86	6.32	6.23
归属母公司股东权益	6985.96	7869.72	9121.35	10620.60	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.32%	—	—	—
少数股东权益	407.71	549.16	753.48	1007.67	资本结构				
股东权益合计	7393.68	8418.88	9874.83	11628.27	资产负债率	62.50%	61.59%	58.67%	51.57%
负债和股东权益合计	19717.85	21916.69	23892.11	24012.07	带息债务/总负债	60.62%	62.83%	65.60%	57.51%
					流动比率	0.77	0.83	0.92	1.22
					速动比率	0.62	0.65	0.72	0.95
					股利支付率	19.03%	16.92%	18.73%	21.75%
业绩和估值指标					每股指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	2224.17	2657.78	3466.38	4056.76	每股收益	0.26	0.42	0.61	0.76
PE	28.07	17.55	12.15	9.77	每股净资产	2.92	3.32	3.89	4.59
PB	2.53	2.22	1.90	1.61	每股经营现金	0.27	0.48	0.93	1.13
PS	1.73	1.30	1.11	0.99	每股股利	0.05	0.07	0.11	0.16
EV/EBITDA	11.32	9.73	7.37	5.74					
股息率	0.68%	0.96%	1.54%	2.23%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn