CMS 招商证券

强烈推荐-A（维持）

太阳纸业002078.SZ

目标估值：7.80-9.75 元
当前股价：7.19 元
2017 年 03 月 26 日

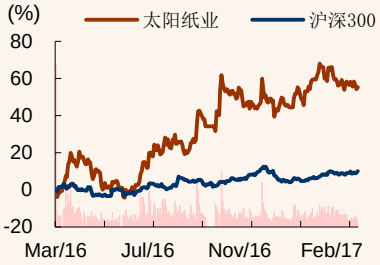
一季度业绩超预期，看好未来确定性增长

基础数据

上证综指	3269
总股本（万股）	253586
已上市流通股（万股）	252416
总市值（亿元）	182
流通市值（亿元）	181
每股净资产（MRQ）	3.0
ROE（TTM）	12.0
资产负债率	61.0%
主要股东	山东太阳控股集团有
主要股东持股比例	55.88%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7	16	50
相对表现	-7	9	40



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《太阳纸业（002078）—节后库存低位，溶解浆价格上行》2017-02-14

2、《太阳纸业（002078）—业绩符合预期，布局春季行情》2016-10-27

3、《太阳纸业（002078）—定增 18 亿加码老挝化学浆项目》2016-09-27

李宏鹏
lihongpeng@cmschina.com.cn
S1090515090001

濮冬燕
021-68407301
pudy@cmschina.com.cn
S1090511040031

郑恺
021-68407559
zhengkai1@cmschina.com.cn
S1090514040003

事件：

公司公告一季度业绩预告，预计实现归属于上市公司股东的净利润为 39721 万元-46814 万元，同比增长为 180%-230%。

评论：

1、纸价走高&产能释放带动一季度业绩大增

一季报业绩略超我们预期。自 2016 年下半年纸品价格大幅提升以来，至今年一季度公司主要产品库存依然处于低位，铜版纸和双胶纸在 7 天左右，而箱板纸和溶解浆产品基本没有库存。一季度纸品市场景气度稳中有升，纸价相比去年同期升幅显著。另一方面，公司 30 万吨轻型纸改扩建项目、50 万吨低克重高档牛皮箱板纸项目均已于 16 年下半年投产，一季度新产能的释放，也带动了公司业绩大幅增长。

2、文化纸未来新增产能有限，溶解浆高景气依然看好

首先，我们预计纸行业新增投资将在 2017 年上半年开启，但真正产能落地由于环保限制和设备建造时滞，将于 2018 年才可能出现，因此 2017 年仍将是供不应求的行业大年。其次，未来两年文化纸行业新增产能仍然较少，晨鸣 51 万吨书写文化纸、太阳 20 万吨高克吨文化纸预计投产时间均在 18 年下半年以后，新增产能增量有限。此外，公司在溶解浆生产技术和工艺方面优势显著，我们认为 2017 年溶解浆整体供应预计在 400 万吨左右，其中进口 250 万吨，国内产能除亚太森博有可能投产 20～30 万吨产能外，其他企业新增溶解浆产能不大，供需依然维持紧平衡，而受益粘胶价格仍然坚挺，未来溶解浆价格仍有望持续高位。

3、未来两年明确增长，维持“强烈推荐-A”评级

我们看好公司“四三三”发展战略，生活用纸业务稳步推进，未来两年增长点明确：17 年新增产能释放，溶解浆等产品提价以及纸品价格高位，有望带动盈利大幅提升；18 年和 19 年预计随着老挝 40 万吨化学浆项目、以及美国 70 万吨生物精炼项目陆续投产，为盈利增长再添动力。预计公司 2016、2017、2018 年 EPS 分别为 0.39、0.60、0.82 元，业绩分别同比增长 49%、52%、38%。目前公司估值较可比公司仍处低位，维持 7.80～9.75 元目标价和“强烈推荐-A”评级。

风险提示：新建产能投产达产低于预期，经济环境恶化导致需求大幅削减

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	10458	10825	14021	18210	23076
同比增长	-4%	4%	30%	30%	27%
营业利润(百万元)	668	887	1428	2193	3032
同比增长	39%	33%	61%	54%	38%
净利润(百万元)	470	668	997	1519	2091
同比增长	65%	42%	49%	52%	38%
每股收益(元)	0.20	0.26	0.39	0.60	0.82
PE	35.2	27.3	18.3	12.0	8.7
PB	3.0	2.6	2.7	2.3	1.9

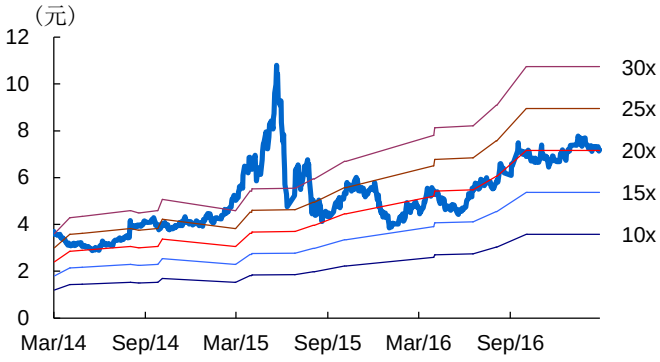
资料来源：公司数据、招商证券

表 1：可比公司平均估值在 2017 年 25X

公司	股价	EPS			PE			PB	ROE
	2017/3/24	15	16E	17E	15	16E	17E	(MRQ)	(%)
中顺洁柔	20.75	0.17	0.50	0.68	122.1	41.5	30.5	2.9	2.91
华泰股份	5.90	0.06	0.14	0.34	98.3	42.1	17.4	1.4	0.96
博汇纸业	4.73	0.03	0.06	0.10	157.7	78.8	47.3	2.0	1.32
晨鸣纸业	12.24	0.53	0.97	1.26	23.1	12.6	9.7	1.2	3.61
景兴纸业	6.53	0.01	0.29	0.32	653.0	22.5	20.4	3.5	0.39
岳阳林纸	9.03	-0.37	0.04	0.29	-24.4	225.8	31.1	2.0	0.25
山鹰纸业	3.53	0.05	0.08	0.17	70.6	44.1	20.8	3.7	1.86
平均					**157.2**	**66.8**	**25**	**2.4**	**1.6**

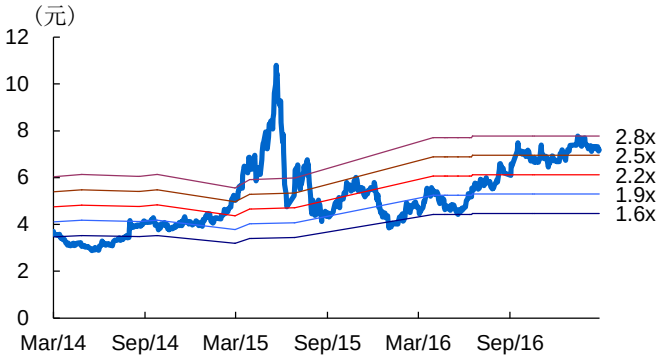
资料来源：Wind，招商证券

图 1：太阳纸业历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：太阳纸业历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告：

1、《太阳纸业（002078）—节后库存低位，溶解浆价格上行》2017-02-14

2、《太阳纸业（002078）—业绩符合预期，布局春季行情》2016-10-27

3、《太阳纸业（002078）—定增 18 亿加码老挝化学浆项目》2016-09-27

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	4795	7027	8379	10534	13303
现金	1430	1528	1260	1335	1671
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1057	2317	3001	3898	4940
应收款项	690	943	1197	1554	1969
其它应收款	43	137	177	230	292
存货	1124	1400	1830	2337	2941
其他	450	702	914	1180	1491
非流动资产	11499	12691	12668	13692	13531
长期股权投资	740	101	101	101	101
固定资产	7749	8625	8158	8032	8516
无形资产	497	530	477	429	386
其他	2514	3435	3932	5130	4528
资产总计	**16293**	**19718**	**21047**	**24226**	**26834**
流动负债	7698	9140	10630	12420	13161
短期借款	4780	5254	7185	8100	7797
应付账款	1283	1441	1894	2419	3044
预收账款	141	165	217	277	349
其他	1494	2280	1333	1624	1971
长期负债	2770	3185	3185	3185	3185
长期借款	1007	1720	1720	1720	1720
其他	1763	1464	1464	1464	1464
负债合计	**10468**	**12324**	**13815**	**15605**	**16346**
股本	2299	2537	2537	2537	2537
资本公积金	453	1203	1203	1203	1203
留存收益	2669	3246	2974	4194	5829
少数股东权益	404	408	518	687	919
归属于母公司所有者权益	5421	6986	6714	7934	9568
负债及权益合计	**16293**	**19718**	**21047**	**24225**	**26834**

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	2608	685	1570	1813	2264
净利润	470	668	997	1519	2091
折旧摊销	754	747	824	776	760
财务费用	466	482	506	556	573
投资收益	56	136	(3)	(3)	(3)
营运资金变动	779	(1441)	(871)	(1214)	(1402)
其它	83	93	118	179	245
投资活动现金流	(1974)	(2199)	(800)	(1800)	(600)
资本支出	(1947)	(2627)	(800)	(1800)	(600)
其他投资	(27)	428	0	0	0
筹资活动现金流	(1189)	2039	(1038)	62	(1328)
借款变动	(389)	3220	734	914	(303)
普通股增加	1149	238	0	0	0
资本公积增加	(1174)	750	0	0	0
股利分配	(575)	(1149)	(1268)	(299)	(456)
其他	(200)	(1020)	(503)	(553)	(570)
现金净增加额	(555)	525	(268)	75	336

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	10458	10825	14021	18210	23076
营业成本	8361	8293	10901	13920	17518
营业税金及附加	47	40	52	67	85
营业费用	342	423	548	712	902
管理费用	446	449	589	765	969
财务费用	539	590	506	556	573
资产减值损失	(4)	10	0	0	0
公允价值变动收益	(3)	3	3	3	3
投资收益	(56)	(136)	0	0	0
营业利润	668	887	1428	2193	3032
营业外收入	38	156	35	35	35
营业外支出	22	2	2	2	2
利润总额	684	1041	1461	2226	3065
所得税	136	285	354	539	742
净利润	548	756	1107	1687	2323
少数股东损益	78	88	111	169	232
归属于母公司净利润	470	668	997	1519	2091
EPS（元）	0.20	0.26	0.39	0.60	0.82

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	-4%	4%	30%	30%	27%
营业利润	39%	33%	61%	54%	38%
净利润	65%	42%	49%	52%	38%
获利能力					
毛利率	20.1%	23.4%	22.3%	23.6%	24.1%
净利率	4.5%	6.2%	7.1%	8.3%	9.1%
ROE	8.7%	9.6%	14.8%	19.1%	21.8%
ROIC	8.0%	7.2%	9.1%	11.3%	13.7%
偿债能力					
资产负债率	64.3%	62.5%	65.6%	64.4%	60.9%
净负债比率	39.7%	41.4%	42.3%	40.5%	35.5%
流动比率	0.6	0.8	0.8	0.8	1.0
速动比率	0.5	0.6	0.6	0.7	0.8
营运能力					
资产周转率	0.6	0.5	0.7	0.8	0.9
存货周转率	6.8	6.6	6.7	6.7	6.6
应收帐款周转率	15.1	13.3	13.1	13.2	13.1
应付帐款周转率	6.8	6.1	6.5	6.5	6.4
每股资料（元）					
每股收益	0.20	0.26	0.39	0.60	0.82
每股经营现金	1.13	0.27	0.62	0.71	0.89
每股净资产	2.36	2.75	2.65	3.13	3.77
每股股利	0.50	0.50	0.12	0.18	0.25
估值比率					
PE	35.2	27.3	18.3	12.0	8.7
PB	3.0	2.6	2.7	2.3	1.9
EV/EBITDA	15.0	13.2	10.6	8.3	6.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑恺，毕业于同济大学计算机科学与技术和复旦大学经济学（硕士），9 年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工首席行业分析师。2016 年新财富、金牛奖轻工造纸行业最佳分析师第三名。

濮冬燕，经济学硕士，2009 年至今任造纸轻工行业分析师，2016 年新财富、金牛奖轻工造纸行业最佳分析师第三名。

李宏鹏，经济学硕士，5 年证券从业经验，招商证券造纸轻工行业分析师。2016 年新财富、金牛奖轻工造纸行业最佳分析师第三名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平
B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。