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：7.1 元
2017 年 06 月 22 日

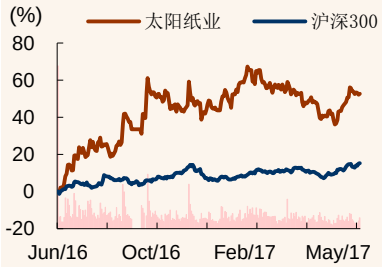
溶解浆价格见底，产能集中释放在即

基础数据

上证综指	3147
总股本（万股）	253586
已上市流通股（万股）	252416
总市值（亿元）	180
流通市值（亿元）	179
每股净资产（MRQ）	3.3
ROE（TTM）	16.1
资产负债率	59.0%
主要股东	山东太阳控股集团有
主要股东持股比例	48.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	7	2	54
相对表现	2	-5	38



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《太阳纸业（002078）—可转债替代非公开发行，老挝项目持续顺利推进》2017-05-23

2、《太阳纸业（002078）—业绩高增落于预告上沿，确定性持续成长可期》2017-04-26

3、《太阳纸业（002078）—量价齐升助力业绩大增，看好公司确定性成长》2017-04-25

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：

溶解浆和粘胶价格自二季度以来持续回落，截至 6 月 22 日，溶解浆内盘、粘胶短纤 1.5D 价格分别下跌 16.2%、12.1%。

评论：

1、溶解浆基本面依然向好，价格有望触底反弹，

公司溶解浆是 2016 年业绩提振的明星产品，公司的连续蒸煮法成本显著低于竞争对手。我们认为，二季度以来，溶解浆价格回调主要受季节性影响，目前价格阶段性底部已基本见到，后续有望触底回升，理由有三：1）下半年开始，行业出口需求旺季即将来临，有望形成价格支撑；2）17 年溶解浆供应在 400 万吨左右（进口 250 万吨），国内除亚太森博 20-30 万吨潜在新增产能，新产能较少，供需仍维持紧平衡状态；3）据了解，到本月底下游粘胶企业溶解浆库存水平偏低，存在补库存需求，供需依然维持紧平衡。

2、公司库存低位，文化纸未来新增产能有限，价格有望持续高位

公司目前库存水平约 7-10 天，较前期淡季减少 3 天左右，依然远低于正常 20 天的库存水平。同时我们注意到，今年以来，铜版、双胶、白卡纸价格稳步上行，年初至今涨幅分别为 21.5%、9.9%、6.2%，随着下半年新学期的即将到来，预计文化纸价格仍有望持续高位。未来来看，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。

3、产能释放期集中到来，确定性持续增长可期，维持“强烈推荐-A”评级

看好公司确定性持续增长：17 年新增产能释放，溶解浆价格回升以及纸品价格高位，带动盈利大幅提升，上半年公司预计业绩增长 120%~150%。未来新产能持续释放，20 万吨高档特种纸、老挝 30 万吨化学浆、80 万吨高档板纸分别于 2018 年一、二、三季度投产，新产能持续释放助力未来各产品产销量持续提升。预计公司 2017、2018、2019 年净利润分别为 15.8 亿元、19.7 亿元、21.2 亿元，同比增长 50%、24%、7%，维持 7.80～9.75 元目标价和“强烈推荐-A”评级。

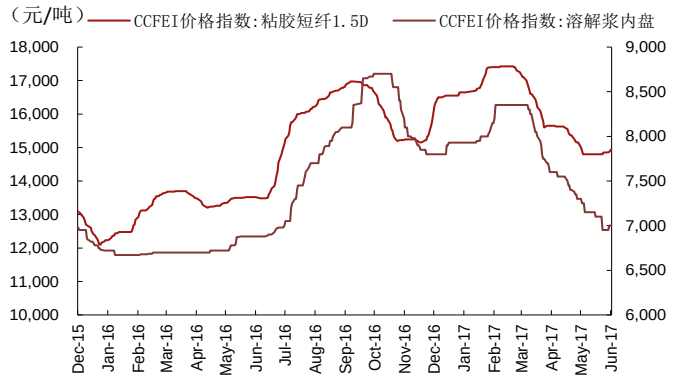
风险提示：新建产能投产达产低于预期，经济环境恶化导致需求大幅削减

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	10825	14455	17772	21462	22798
同比增长	4%	34%	23%	21%	6%
营业利润(百万元)	886	1453	2187	2727	2930
同比增长	33%	64%	51%	25%	7%
净利润(百万元)	667	1057	1583	1970	2116
同比增长	42%	59%	50%	24%	7%
每股收益(元)	0.26	0.42	0.62	0.78	0.83
PE	27.0	17.0	11.4	9.1	8.5
PB	2.6	2.3	2.0	1.8	1.5

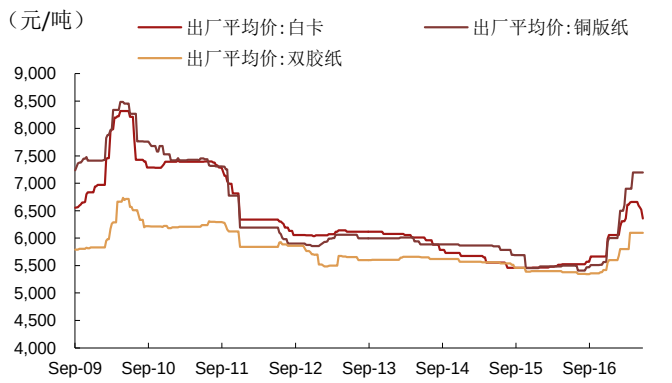
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：二季度溶解浆价格回落，当下价格企稳上行



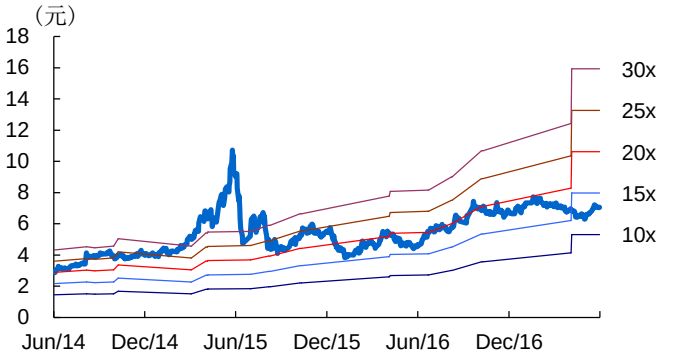
资料来源：WIND、招商证券

图 2：今年以来文化纸价格持续高位



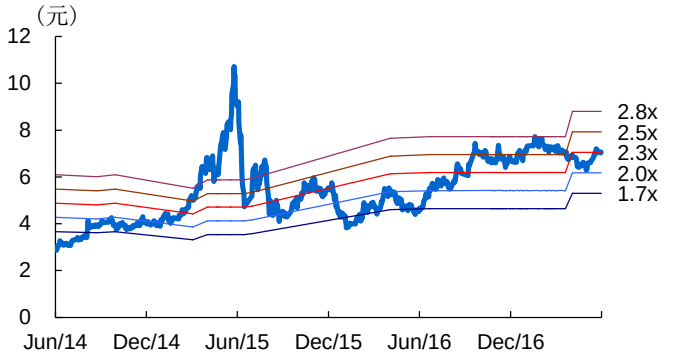
资料来源：卓创资讯、招商证券

图 3：太阳纸业历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 4：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）—可转债替代非公开发行，老挝项目持续顺利推进》2017-05-23

2、《太阳纸业（002078）—业绩高增落于预告上沿，确定性持续成长可期》2017-04-26

3、《太阳纸业（002078）—量价齐升助力业绩大增，看好公司确定性成长》2017-04-25

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	7027	7331	8979	10820	11811
现金	1528	1043	1300	1563	1989
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	2317	2692	3309	3997	4245
应收款项	943	1362	1651	1993	2118
其它应收款	137	123	152	183	195
存货	1400	1139	1378	1652	1747
其他	702	972	1189	1431	1517
非流动资产	12691	12863	15345	17610	19677
长期股权投资	101	130	130	130	130
固定资产	8625	11285	13824	16141	18254
无形资产	530	557	501	451	406
其他	3435	891	890	888	887
资产总计	**19718**	**20194**	**24324**	**28430**	**31488**
流动负债	9140	8512	11668	14090	15420
短期借款	5254	4168	7614	9305	10382
应付账款	1441	1469	1790	2146	2270
预收账款	165	679	828	993	1050
其他	2280	2196	1437	1645	1718
长期负债	3185	3342	3342	3342	3342
长期借款	1720	1423	1423	1423	1423
其他	1464	1919	1919	1919	1919
负债合计	**12324**	**11854**	**15010**	**17432**	**18762**
股本	2537	2536	2536	2536	2536
资本公积金	1203	1208	1208	1208	1208
留存收益	3246	4220	5042	6537	8062
少数股东权益	408	377	529	718	921
归属于母公司所有者权益	6986	7963	8786	10281	11805
负债及权益合计	**19718**	**20194**	**24324**	**28430**	**31488**

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	685	2816	2506	3156	4129
净利润	667	1057	1583	1970	2116
折旧摊销	747	895	1049	1266	1464
财务费用	482	424	473	596	677
投资收益	136	(21)	(21)	(21)	(21)
营运资金变动	(1441)	299	(740)	(855)	(315)
其它	94	162	162	199	209
投资活动现金流	(2199)	(1552)	(3534)	(3534)	(3534)
资本支出	(2627)	(1673)	(3534)	(3534)	(3534)
其他投资	428	121	0	0	0
筹资活动现金流	2039	(1721)	1286	641	(169)
借款变动	2761	(1143)	2498	1691	1077
普通股增加	238	(1)	0	0	0
资本公积增加	750	4	0	0	0
股利分配	(690)	(507)	(761)	(475)	(591)
其他	(1021)	(74)	(452)	(575)	(656)
现金净增加额	525	(457)	257	263	426

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	10825	14455	17772	21462	22798
营业成本	8293	11287	13753	16494	17443
营业税金及附加	40	101	124	150	159
营业费用	423	572	704	850	903
管理费用	449	449	552	666	708
财务费用	590	550	473	596	677
资产减值损失	10	64	0	0	0
公允价值变动收益	3	0	0	0	0
投资收益	(136)	21	21	21	21
营业利润	886	1453	2187	2727	2930
营业外收入	156	23	23	23	23
营业外支出	2	8	8	8	8
利润总额	1040	1468	2203	2742	2945
所得税	285	310	467	583	626
净利润	755	1158	1735	2159	2319
少数股东损益	88	101	152	189	203
归属于母公司净利润	667	1057	1583	1970	2116
EPS（元）	0.26	0.42	0.62	0.78	0.83

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	4%	34%	23%	21%	6%
营业利润	33%	64%	51%	25%	7%
净利润	42%	59%	50%	24%	7%
获利能力					
毛利率	23.4%	21.9%	22.6%	23.1%	23.5%
净利率	6.2%	7.3%	8.9%	9.2%	9.3%
ROE	9.5%	13.3%	18.0%	19.2%	17.9%
ROIC	7.2%	10.6%	11.4%	12.0%	11.6%
偿债能力					
资产负债率	62.5%	58.7%	61.7%	61.3%	59.6%
净负债比率	41.4%	32.4%	37.1%	37.7%	37.5%
流动比率	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8
速动比率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
营运能力					
资产周转率	0.5	0.7	0.7	0.8	0.7
存货周转率	6.6	8.9	10.9	10.9	10.3
应收帐款周转率	13.3	12.5	11.8	11.8	11.1
应付帐款周转率	6.1	7.8	8.4	8.4	7.9
每股资料（元）					
每股收益	0.26	0.42	0.62	0.78	0.83
每股经营现金	0.27	1.11	0.99	1.24	1.63
每股净资产	2.75	3.14	3.46	4.05	4.66
每股股利	0.20	0.30	0.19	0.23	0.25
估值比率					
PE	27.0	17.0	11.4	9.1	8.5
PB	2.6	2.3	2.0	1.8	1.5
EV/EBITDA	8.5	6.5	5.0	4.1	3.7

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、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名；金融界“慧眼”评选轻工制造行业白金分析师。

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、水晶球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、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名。

郭庆龙，北京大学光华管理学院经济学学士，英国伦敦大学学院一等管理学硕士，四年金融行业从业经验，2 年轻工行业研究经验，招商证券造纸轻工行业分析师。

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。