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：9.32 元
2017 年 10 月 25 日

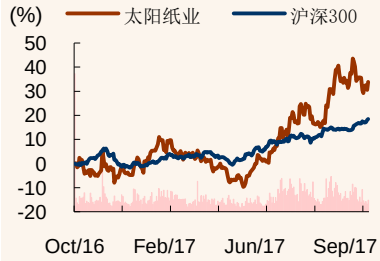
复星财务考量减持，新产能投放助力持续成长

基础数据

上证综指	3397
总股本（万股）	253586
已上市流通股（万股）	253148
总市值（亿元）	236
流通市值（亿元）	236
每股净资产（MRQ）	3.4
ROE（TTM）	18.2
资产负债率	60.9%
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	-2	32	31
相对表现	-5	17	13



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《太阳纸业（002078）—股权激励绑定利益，业绩目标彰显雄心》2017-09-11

2、《太阳纸业（002078）—业绩高增落于预告上沿，量价齐升助力公司增长》2017-08-29

3、《太阳纸业（002078）—溶解浆价格见底，产能集中释放在即》2017-06-23

郑恺
zhengkai1@cmschina.com.cn
S1090514040003

濮冬燕
pudy@cmschina.com.cn
S1090511040031

李宏鹏
lihongpeng@cmschina.com.cn
S1090515090001

研究助理：郭庆龙
guoqinglong@cmschina.com.cn

事件：公司公告持股 5%以上股东复星瑞哲减持计划，在 15 个交易日后的一个月内，以集中竞价方式减持不超过 1500 万股（占公司总股本 0.6%）。

评论：

1、复星入股一年后财务考量减持，不改公司长期成长趋势

16 年 10 月，太阳纸业控股股东太阳控股与复星瑞哲签订《股份转让协议》，以 6 元/股的价格向复星瑞哲转让 19000 万股，转让后复星瑞哲持股比例为 7.49%。这一持股比例截止 2017 年 6 月 30 日没有发生变化，本次减持之前，复星瑞哲未通过公开竞价方式减持过太阳纸业，目前仍持股 13950 万股，比例为 5.5%。

2、产品研发逐步开花结果，公司产能投放期来临

太阳纸业是行业内的产品研发型公司，2012 年-2016 年公司研发费用投入在销售收入中的占比均在 3%以上，通过技术研发和低成本产能布局积累自身的成本优势，逐步从纸品制造商向木纤维综合利用商转变。公司前期布局逐步开花结果，2016 年公司邹城 35 万吨溶解浆达产，8 月 50 万吨低克重牛皮箱板纸项目正式投入生产销售，2018 年一、二、三季度公司 20 万吨特种纸、老挝 30 万吨化学浆、80 万吨牛皮箱板纸将分别投产，公司美国 70 万吨生物精炼项目预计 2018 年上半年进入施工建设阶段，18 和 19 年明确的新产能投放提供持续的业绩增量。

3、看好公司作为行业龙头的市值成长空间，维持“强烈推荐-A”评级

目前造纸行业 ROE 处于历史较高位置，我们认为纸品价格有望维持在高位，主要原因在于行业基本面仍维持良好的态势：供给端，17 年 1-8 月行业固定资产投资同比-0.9%，由于环保投入增加、自备电厂审批趋严和废纸进口政策从紧等限制因素，新产能经济性下降，新增投资仍未大规模开启；需求端，文化纸下游印刷行业 17 年 1-8 月总营收增长 9.5%，包装纸下游社会零售总额、出口总额和快递业务量 17 年 1-9 月分别增长 10.4%、7.5%和 29.8%，行业供需仍维持向好态势。太阳纸业作为行业中的龙头企业具备持续进行产品研发和低成本布局的能力，随着前期积累逐步在 2018-2020 年实现产能投放，我们看好公司的市值扩张空间。预计公司 2017-2019 年净利润分别为 18.2 亿元、21.3 亿元、23.8 亿元，同比增长 72%、17%、12%，维持“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	20277	24062	27839
同比增长	4%	34%	40%	19%	16%
营业利润(百万元)	886	1453	2510	2943	3304
同比增长	33%	64%	73%	17%	12%
净利润(百万元)	667	1057	1815	2125	2384
同比增长	42%	59%	72%	17%	12%
每股收益(元)	0.26	0.42	0.70	0.82	0.92
PE	35.5	22.4	13.3	11.4	10.1
PB	3.4	3.0	2.7	2.3	1.9

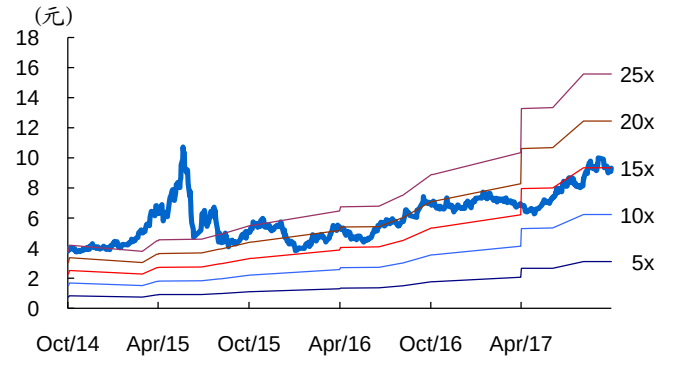
资料来源：公司数据、招商证券

表 1：可比公司平均估值在 2017 年 18X

公司	股价	EPS			PE			PB	ROE
	2017/10/25	15	16	17E	15	16	17E	(LF)	(%)
中顺洁柔	15.71	0.18	0.52	0.49	87.28	30.21	32.06	4.21	10.15
华泰股份	6.79	0.06	0.16	0.55	113.17	42.44	12.35	1.17	2.83
博汇纸业	6.39	0.03	0.15	0.62	221.88	42.43	10.32	1.81	5.01
晨鸣纸业	18.34	0.53	1.07	1.84	34.60	17.14	9.97	1.94	10.56
景兴纸业	6.78	0.01	0.29	0.44	678.00	23.38	15.40	2.15	10.26
岳阳林纸	9.05	-0.37	0.03	0.25	-24.46	301.67	36.20	1.67	0.54
山鹰纸业	4.99	0.06	0.08	0.41	83.17	62.38	12.17	2.34	4.87
平均	**9.72**	**0.07**	**0.33**	**0.66**	**170.52**	**74.23**	**18.35**	**2.18**	**6.32**

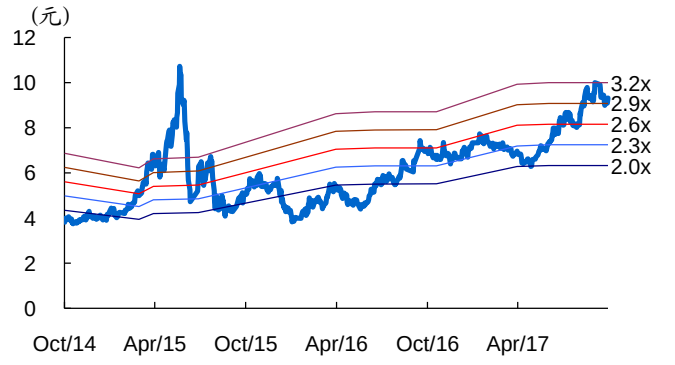
资料来源：Wind，招商证券

图 1：太阳纸业历史 PE Band



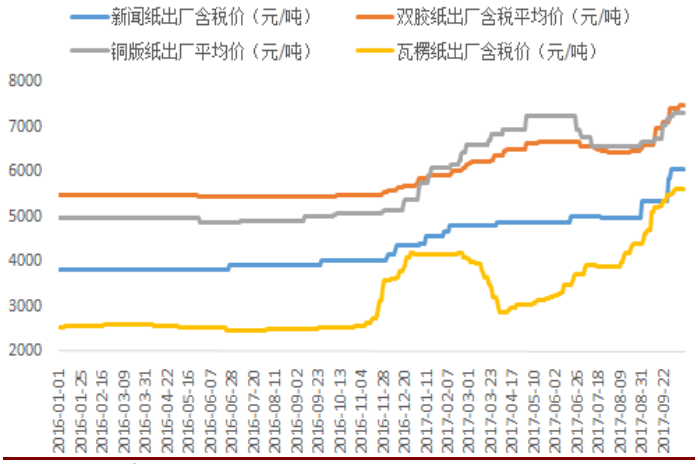
资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：太阳纸业历史 PB Band



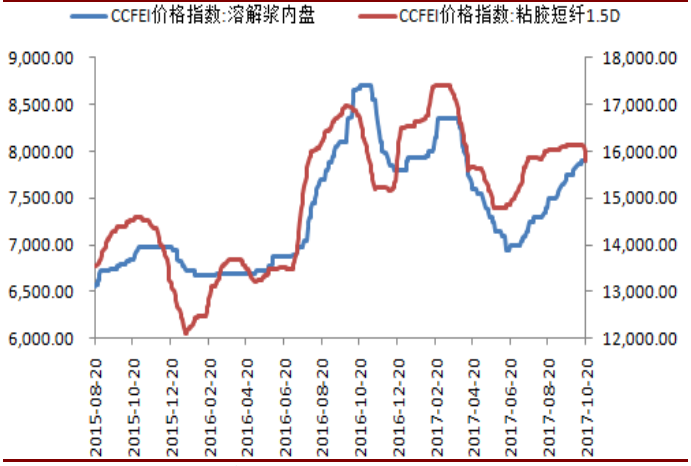
资料来源：贝格数据、招商证券

图 3：机制纸价格维持高位



资料来源：卓创数据、招商证券

图 4：溶解浆价格触底反弹



资料来源：Wind、招商证券

参考报告：

1、《太阳纸业（002078）—股权激励绑定利益，业绩目标彰显雄心》2017-09-11

2、《太阳纸业（002078）—业绩高增落于预告上沿，量价齐升助力公司增长》2017-08-29

3、《太阳纸业（002078）—溶解浆价格见底，产能集中释放在即》2017-06-23

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	10250	12168	14500
现金	1528	1043	1482	1762	2456
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	2317	2692	3776	4481	5184
应收款项	943	1362	1883	2235	2586
其它应收款	137	123	173	205	238
存货	1400	1139	1577	1872	2169
其他	702	972	1359	1613	1868
非流动资产	12691	12863	15079	16798	21688
长期股权投资	101	130	130	130	130
固定资产	8625	11285	10543	14313	20250
无形资产	530	557	501	451	406
其他	3435	891	3905	1903	902
资产总计	**19718**	**20194**	**25329**	**28966**	**36188**
流动负债	9140	8512	12362	14215	19461
短期借款	5254	4168	7780	8846	13303
应付账款	1441	1469	2048	2432	2817
预收账款	165	679	947	1125	1303
其他	2280	2196	1588	1812	2038
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**	**15704**	**17557**	**22803**
股本	2537	2536	2593	2593	2593
资本公积金	1203	1208	1208	1208	1208
留存收益	3246	4220	5274	6854	8600
少数股东权益	408	377	551	755	984
归属于母公司所有者权益	6986	7963	9074	10654	12400
负债及权益合计	**19718**	**20194**	**25329**	**28966**	**36187**

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	685	2816	2198	3025	3803
净利润	667	1057	1815	2125	2384
折旧摊销	747	895	1049	977	1303
财务费用	482	424	477	586	748
投资收益	136	(21)	(21)	(21)	(21)
营运资金变动	(1441)	299	(1305)	(860)	(855)
其它	94	162	184	217	245
投资活动现金流	(2199)	(1552)	(3263)	(2702)	(6202)
资本支出	(2627)	(1673)	(3263)	(2702)	(6202)
其他投资	428	121	0	0	0
筹资活动现金流	2039	(1721)	1504	(43)	3093
借款变动	2761	(1143)	2664	1066	4457
普通股增加	238	(1)	57	0	0
资本公积增加	750	4	0	0	0
股利分配	(690)	(507)	(761)	(544)	(638)
其他	(1021)	(74)	(456)	(565)	(727)
现金净增加额	525	(457)	439	279	694

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	10825	14455	20277	24062	27839
营业成本	8293	11287	15737	18687	21648
营业税金及附加	40	101	142	168	195
营业费用	423	572	803	953	1102
管理费用	449	449	629	747	864
财务费用	590	550	477	586	748
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	2510	2943	3304
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	2525	2958	3319
所得税	285	310	536	629	706
净利润	755	1158	1989	2329	2612
少数股东损益	88	101	174	204	229
归属于母公司净利润	667	1057	1815	2125	2384
EPS（元）	0.26	0.42	0.70	0.82	0.92

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	4%	34%	40%	19%	16%
营业利润	33%	64%	73%	17%	12%
净利润	42%	59%	72%	17%	12%
获利能力					
毛利率	23.4%	21.9%	22.4%	22.3%	22.2%
净利率	6.2%	7.3%	8.9%	8.8%	8.6%
ROE	9.5%	13.3%	20.0%	19.9%	19.2%
ROIC	7.2%	10.6%	12.5%	12.8%	11.3%
偿债能力					
资产负债率	62.5%	58.7%	62.0%	60.6%	63.0%
净负债比率	41.4%	32.4%	36.3%	35.4%	40.7%
流动比率	0.8	0.9	0.8	0.9	0.7
速动比率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6
营运能力					
资产周转率	0.5	0.7	0.8	0.8	0.8
存货周转率	6.6	8.9	11.6	10.8	10.7
应收帐款周转率	13.3	12.5	12.5	11.7	11.5
应付帐款周转率	6.1	7.8	9.0	8.3	8.2
每股资料（元）					
每股收益	0.26	0.42	0.70	0.82	0.92
每股经营现金	0.27	1.11	0.85	1.17	1.47
每股净资产	2.75	3.14	3.50	4.11	4.78
每股股利	0.20	0.30	0.21	0.25	0.28
估值比率					
PE	35.5	22.4	13.3	11.4	10.1
PB	3.4	3.0	2.7	2.3	1.9
EV/EBITDA	18.1	13.9	9.9	8.9	7.5

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。