

## 太阳纸业 (002078)

### 降本增效显成果，毛利率同比明显提升

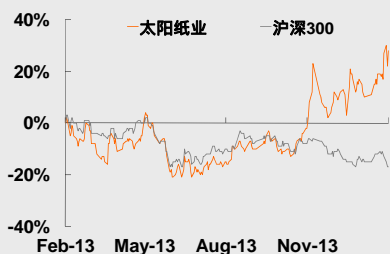
#### 强烈推荐 (维持)

现价：6.65 元

#### 主要数据

行业	平安轻工
公司网址	www.sunpapergroup.com
大股东/持股	山东太阳控股集团有限公司/71.62%
实际控制人/持股	李洪信/71.62%
总股本(百万股)	1,150
流通 A 股(百万股)	1,005
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	76.48
流通 A 股市值(亿元)	66.82
每股净资产(元)	4.53
资产负债率(%)	64.7

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

《太阳纸业 (002078) 公司深度报告：新业务，大空间，高增长》

2014年2月24日

#### 证券分析师

赵小燕 投资咨询资格编号  
S10601111080160  
021-38638650  
ZHAOXIAOYAN488@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

#### 事项：

太阳纸业 4 月 27 日发布 14 年一季报，1Q14 实现营收 26 亿，同比降 10%，实现归属上市公司股东净利 1.1 亿，同比增 106%，EPS0.09 元，基本符合公司此前预告的业绩预期。公司预计 1H14 实现归属上市公司股东净利 2.0~2.4 亿元，同比增长 40~70%。

#### 平安观点：

#### ■ 降本增效显成果，毛利率同比明显提升：

1Q14 公司净利润同比增长 106%，高增长主要源自毛利率提升。1Q14 公司综合毛利率为 19%，较去年同期提升了 4 个百分点。报告期公司主要产品市场价格保持稳定，同时，降本增效策略的有效执行下，公司大宗纸品、化机浆、溶解浆的单位生产成本均实现一定幅度下降。

在传统纸浆行业弱复苏的背景下，我们判断主要产品价格以稳定为主，而持续技改增效将有效主推公司 14 年业绩增长。

#### ■ 1Q 汇率波动加剧白卡经营压力，2Q 或将缓解：

公司投资收益主要由白卡纸业务贡献，1Q14 为-2 千万，较去年同期下降近 5 千万。这一方面由于，2014 年白卡纸为大宗纸品中受供给冲击仍然相对较大的细分品种；另一方面，公司白卡纸业务因原材料采购、结算方式的原因受人民币汇率影响较大，1Q14 人民币兑美元汇率波动较大加剧了白卡经营的压力。参考平安宏观小组的判断，1Q14 人民币汇率大幅单边波动的情况难以持续，料这一因素对公司白卡业务的压力或将自 2Q14 有所缓解。

#### ■ 维持“强烈推荐”评级：

维持对公司 14、15 年 EPS (摊薄前) 分别为 0.45、0.73 元的业绩预测，对应 14 年 4 月 25 日 6.65 元的收盘价，PE 分别为 14.7、9.1 倍。预计公司将通过持续的技术改进、降本增效，提升传统业务盈利能力，且正在培育的新业务成长潜力较大，维持“强烈推荐”评级。

#### ■ 风险提示：传统业务周期大幅下行，新业务进展低于预期等。

	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入(百万元)	10,409	10,895	11,358	12,860
YoY(%)	18.8	4.7	4.3	13.2
净利润(百万元)	176	285	520	843
YoY(%)	-64.7	61.4	82.6	62.3
毛利率(%)	13.5	16.9	18.4	20.6
净利率(%)	1.7	2.6	4.6	6.6
ROE(%)	4.5	5.6	9.2	13.4
EPS(摊薄/元)	0.15	0.25	0.45	0.73
P/E(倍)	43.4	26.9	14.7	9.1
P/B(倍)	1.9	1.5	1.4	1.2

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	4708	5483	6213	6909	<b>营业收入</b>	10409	10895	11358	12860
现金	865	1691	1363	1543	营业成本	8999	9050	9274	10214
应收账款	480	694	818	926	营业税金及附加	25	22	23	27
其他应收款	40	66	45	51	营业费用	324	463	543	624
预付账款	272	350	556	613	管理费用	282	325	382	483
存货	1286	1342	1176	1296	财务费用	698	526	516	537
其他流动资产	1765	1339	2254	2480	资产减值损失	22	35	0	0
<b>非流动资产</b>	10464	10406	11461	12396	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	799	792	792	792	投资净收益	56	6	0	50
固定资产	7720	7807	8784	9612	<b>营业利润</b>	114	480	620	1024
无形资产	401	421	421	421	营业外收入	130	35	40	40
其他非流动资产	1544	1386	1464	1572	营业外支出	3	58	10	10
<b>资产总计</b>	15173	15890	17675	19305	<b>利润总额</b>	242	457	650	1054
<b>流动负债</b>	8074	7361	8466	9308	所得税	22	139	65	105
短期借款	5012	4508	4865	5514	<b>净利润</b>	219	318	585	949
应付账款	1060	1184	1298	1430	少数股东损益	43	33	65	105
其他流动负债	2002	1669	2303	2364	<b>归属母公司净利润</b>	176	285	520	843
<b>非流动负债</b>	2642	3007	3081	3081	EBITDA	1514	1742	2012	2624
长期借款	1447	1644	1644	1644	EPS (元)	0.18	0.25	0.45	0.73
其他非流动负债	1196	1363	1437	1437					
<b>负债合计</b>	10717	10368	11547	12389	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	509	431	496	601	<b>会计年度</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
股本	1005	1150	1150	1150	<b>成长能力</b>				
资本公积	782	1628	1628	1628	营业收入(%)	18.8	4.7	4.3	13.2
留存收益	2181	2351	2871	3558	营业利润(%)	-67.6	319.6	29.1	65.3
归属母公司股东权益	3947	5091	5632	6316	归属于母公司净利润	-64.7	61.4	82.6	62.3
<b>负债和股东权益</b>	15173	15890	17675	19305	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	13.5	16.9	18.4	20.6
<b>现金流量表</b>					净利率(%)	1.7	2.6	4.6	6.6
<b>会计年度</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	ROE(%)	4.5	5.6	9.2	13.4
<b>经营活动现金流</b>	1387	1436	1298	2177	ROIC(%)	7.4	6.8	8.4	10.4
净利润	219	318	585	949	<b>偿债能力</b>				
折旧摊销	701	736	876	1063	资产负债率(%)	70.6	65.2	65.3	64.2
财务费用	698	526	516	537	净负债比率(%)	68.67	68.70	69.36	69.88
投资损失	-56	-6	-0	-50	流动比率	0.58	0.74	0.73	0.74
营运资金变动	-48	-91	-811	-338	速动比率	0.42	0.56	0.59	0.60
其他经营现金流	-128	-48	131	17	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	-1087	-886	-2002	-1953	总资产周转率	0.69	0.70	0.68	0.70
资本支出	1236	944	2000	2000	应收账款周转率	16	17	14	13
长期投资	-7	1	0	0	应付账款周转率	8.55	8.07	7.47	7.49
其他投资现金流	142	59	-2	47	<b>每股指标 (元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	-563	-43	376	-44	每股收益(最新摊薄)	0.15	0.25	0.45	0.73
短期借款	50	-504	357	649	每股经营现金流(最新摊薄)	1.21	1.25	1.13	1.89
长期借款	-134	197	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.43	4.43	4.90	5.49
普通股增加	0	145	0	0	<b>估值比率</b>				
资本公积增加	3	845	0	0	P/E	43.4	26.9	14.7	9.1
其他筹资现金流	-482	-726	19	-693	P/B	1.9	1.5	1.4	1.2
<b>现金净增加额</b>	-262	495	-328	180	EV/EBITDA	7	6	5	4

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼	北京市西城区金融大街 23 号平安大厦 6 楼 601 室
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100031
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	