

ST 宜纸 (600793) 研究报告

中环国投入主，积极看好长期空间
买入 (首次)

2016 年 2 月 29 日

盈利预测及估值

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	14	1,142	2,498	3,498
同比(+/-%)	28.8%	8242.1%	118.8%	40.1%
净利润(百万元)	8.88	241.00	416.73	656.52
同比(+/-%)	6.3%	2615.0%	72.9%	57.5%
毛利率(%)	-2.0%	42.7%	39.1%	39.3%
净资产收益率(%)	17.7%	91.3%	67.4%	55.8%
每股收益(元)	0.08	1.14	1.98	3.12
PE	279.25	20.57	11.90	7.55
PB	49.51	18.78	8.02	4.21

事件:

公司发布 2015 年年报，营收 0.14 亿同比增 29%，净利 0.09 亿同增 6%，扣非净利-0.23 亿较 14 年下降 0.1 亿。

投资要点:

- **造纸业务拖累业绩:** 盈利主要来自政府 0.3 亿补贴。受搬迁影响食品纸仍处于试运行，收入主要来自纸品贸易(毛利率 0.1%)，主业亏损主要因固定资产增加后折旧增加(固定资产转入 5.64 亿，折旧 0.11 亿，管理费用 0.23 亿)。
- **强股东大优势:** 股权转让+非公开发行后中环国投成为第一大股东。中环国投是环保部唯一下属环保产业和投融资平台，业务覆盖集中供热、污水处理、垃圾等离子气化发电，兼有土壤修复、清洁煤等技术储备。**独特的股东背景带来政策、渠道、金融、技术引进多方面资源优势。**
- **寰慧科技供热重点发展:** 节能减排政策推动下余热集中供热千亿元空间。收购余热集中供热企业寰慧科技 16 年产能翻倍，承诺 16-18 年净利 0.6、1.2、2 亿(预计 16 年业绩大概率超承诺)，现金流优质盈利能力强。**董事长二十余年行业经验加速收购整合，订单扩张下定位行业龙头。**
- **先进技术助力高弹性:** 引进德国垃圾等离子气化发电技术具有占地少、成本低、效率高、资源化、零排放等优点，**小规模集中处理+投资高收益补齐市场短板。** 宜宾环保产业园设备制造项目 16 年望投产盈利，带来高业绩弹性。
- **小市值大空间:** 假设等离子设备预期销售下，我们预测公司 16-18 年实现净利 2.41(全年并表)、4.16、6.56 亿元，对应发行完成后 21、12、8 倍 PE。**政府资源长期仍为影响环保行业重要因素，发行后 50 亿市值与资源背景之间的价值差将为公司带来长期空间，** 给予首次“买入”评级。
- **风险提示:** 股权变更被否；重组不过会；垃圾等离子气化推广不及预期；寰慧科技业绩不达承诺。

首席证券分析师 袁理

执业资格证书号码:

S0600511080001

021-60199782

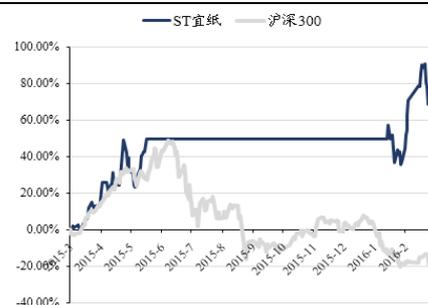
yuanl@dwzq.com.cn

联系人 翟堃

021-601997861

zhaik@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	23.54
一年最低价/最高价	12.63/25.90
市净率	85.74
流通 A 股市值(百万元)	2479

基础数据

每股净资产(元)	0.48
资产负债率(%)	98.44
总股本(百万股)	105
流通 A 股(百万股)	105

相关研究

图表 1 ST 宜纸盈利预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	311.9	608.4	1170.8	1583.2	营业收入	13.7	1141.8	2497.8	3498.2
现金	78.0	140.0	140.0	140.0	营业成本	14.0	650.7	1515.0	2113.7
应收款项	78.2	406.7	889.6	1245.9	营业税金及附加	0.0	3.4	6.2	8.7
存货	136.5	44.6	103.8	144.8	营业费用	0.0	43.4	113.4	144.8
其他	19.2	17.1	37.5	52.5	管理费用	25.5	46.4	235.2	322.5
非流动资产	2887.0	2826.3	2775.2	2720.0	财务费用	-3.1	117.4	140.6	138.9
长期股权投资	12.1	11.4	12.7	12.7	投资净收益	1.3	0.0	0.0	0.0
固定资产	2060.3	2003.2	1953.7	1901.3	其他	0.5	3.0	2.9	2.8
无形资产	89.6	86.6	83.7	80.9	营业利润	-20.9	283.5	490.3	772.4
其他	725.1	725.1	725.1	725.1	营业外净收支	31.7	0.0	0.0	0.0
资产总计	3198.9	3434.6	3946.0	4303.2	利润总额	10.8	283.5	490.3	772.4
流动负债	1351.3	1373.9	1529.7	1328.9	所得税费用	1.9	42.5	73.5	115.9
短期借款	433.0	1276.1	1293.5	1000.4	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	726.8	53.5	124.5	173.7	归属母公司净利润	8.9	241.00	416.73	656.52
其他	191.5	44.3	111.6	154.7	EBIT	-24.2	400.9	630.8	911.2
非流动负债	1797.5	1797.5	1797.5	1797.5	EBITDA	-11.4	490.4	761.0	1057.3
长期借款	1200.0	1200.0	1200.0	1200.0					
其他	597.5	597.5	597.5	597.5	重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
负债总计	3148.8	3171.4	3327.2	3126.4	每股收益(元)	0.08	1.14	1.98	3.12
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	每股净资产(元)	0.48	1.25	2.94	5.58
					发行在外股份(百万股)	105.3	210.6	210.6	210.6
归属母公司股东权益	50.1	263.9	618.1	1176.2	ROIC(%)	-1.5%	15.4%	18.4%	24.0%
负债和股东权益总计	3198.9	3435.3	3945.4	4302.6	ROE(%)	17.7%	91.3%	67.4%	55.8%
					毛利率(%)	-2.0%	42.7%	39.1%	39.3%
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	EBIT Margin(%)	176.9%	35.1%	25.3%	26.0%
经营活动现金流	25.3	-725.6	122.9	482.5	销售净利率(%)	64.9%	21.1%	16.7%	18.8%
投资活动现金流	-338.0	-28.4	-77.7	-91.0	资产负债率(%)	98.4%	92.3%	84.3%	72.7%
筹资活动现金流	330.5	816.0	-45.1	-391.6	收入增长率(%)	28.8%	8242.1%	118.8%	40.1%
现金净增加额	17.7	62.0	0.0	0.0	净利润增长率(%)	6.3%	2615.0%	72.9%	57.5%
企业自由现金流	-1183.8	-654.2	164.6	509.6					

数据来源: 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

