

优质龙头受益供给侧改革下价格温和提升、产能投放及创新推动，业绩有望持续增长

太阳纸业 (002078.SZ)

推荐维持评级

- 太阳纸业作为银河轻工团队的爱股之一，2月中旬以来无论相对收益或绝对收益均表现较佳，之所以成为爱股，一是基于公司的质地（从吨盈利能力、环保实施结果、集团实力均表明这是一家管理优秀的公司），二是合理估值水平。关于公司的质地年报董事长致辞中有详尽的表述，具体年报建议一读。
- **2015年业绩如期大幅增长**：2015年营收108.25亿元，同比增3.51%；归属母公司净利润6.66亿元，同比大幅增长42.20%。第四季度单季收入28.95亿元，同比增长11.8%，归母净利润2.5亿元，同比+62%。每股拟分红0.05元。
- **年报中公司董事长对于公司持续健康发展给出解释（我们认为这也是未来数年公司持续业绩增长的来源）**：一是坚持造纸主业、二是加快转型升级（转方式、调结构，进军生物质新材料及快速消费品领域，力争形成“四三三”产业格局）、三是坚持创新驱动（无添加系列生活用纸、溶解浆水解液中提取木糖醇、细微处改善）、四是对接国家战略（老挝布局林浆纸一体化项目、加快走出去步伐拟在阿肯色州投资建设绒毛浆项目）、五是恪守绿色发展（废水、固废处理处于世界领先，90%实现资源化再利用，产能提高10倍的情况下，主要污染物排放量却减少了90%多，废水处理出流域COD达到30mg/L以下、吨纸耗水降到 $3m^3-5m^3$ ）、六是秉持工匠精神。
- **2015年产能新增量有限，2016年浆纸新增量较大、年生产能力将达到422万吨**：2015年公司浆及纸制品销量218万吨（纸177万吨、增10万吨，浆41万吨未变），共实现营收98.95亿元，较上年同期增长3.89%；其中，非涂布收入36.5亿、同比1.29%，铜板32.1亿、同比-7.44%，溶解浆8.96亿、同比+44.8%，生活用纸6.11亿、同比260%、淋膜原纸7.1亿、同比+6.97%，化机浆8.09亿、同比-18.4%。2016年产能预计构成如下：铜版纸90万吨、非涂布文化用纸100万吨（30万吨轻型纸改扩建项目于2015年9月份投产）、溶解浆50万吨（邹城年产35万吨2015年11月份全面投产）、化机浆70万吨（2016及2017年完全释放产能）、生活用纸12万吨、牛皮箱板纸50万吨（2016年中期投产）、淋膜原纸30万吨、静电复印纸10万吨、工业原纸10万吨等。
- **能源动力、人工成本下降是2015年净利润大幅增长的主要来源，2016年则有望受益于原材料成本下降**：2015年全年公司毛利率23.39%，同比增长3.04%；净利率6.98%，同比增长1.75个百分点。从驱动毛利率提升主要因素在于能源动力和人工成本下降，其中纸和浆收入增长基础上2015年人工成本减少0.8亿、能源动力减少1.48亿，原材料成本基本同步增长；公司12-15年造纸吨毛利分别为839、1098、1255、1430元，今年将受益于国际市场纸浆新产能投放，国内环保要求提高，导致上游原料阔叶浆价格大幅下降，纸产品价格提升，16年吨盈利水平有望继续创新高。

分析师

马莉

(8610) 6656 8489

mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511020012

特此鸣谢：

郝帅

(8610) 8357 1374

haoshuai@chinastock.com.cn

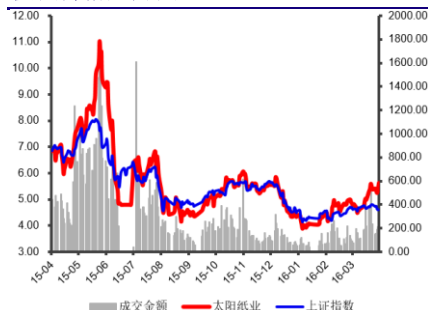
对本报告的编制提供信息

市场数据

时间 2016.4.24

A股收盘价	5.63
A股一年内最高价(元)	11.25
A股一年内最低价(元)	4.03
上证指数	2959
市净率	2.05
市盈率(TTM)	21.5
总股本(亿股)	25.37
实际流通A股(亿股)	25.14
限售A股(万股)	2227.69
流通A股市值(亿元)	142

板块价格走势



- 生活用纸收入超预期、由于费用投放较大 2015 年依然亏损；经营性现金流大幅下降主要由于本期货款回收以承兑汇票方式结算较多；2015 年公司生活用纸实现收入 6.11 亿、同比增 260%，毛利率 12.69%、较上年提升 1.07 个百分点；为推动生活用纸业务发展，2015 年公司销售费用增加 0.82 亿，受此影响生活用纸公司亏损 0.15 亿。2015 年经营性现金流净额 6.85 亿、较上年同期 26 亿大幅下降主要在于 15 年期末应收票据 23 亿（较上年增加 12.5 亿），此外应收款及存货也有一定幅度增加。
- 维持对公司推荐评级。基于阔叶浆价格大幅下跌、产能大幅增加、亏损的万国纸业剥离、生活用纸减亏，2016 年预计有 10 亿净利润；2017 年、2018 年在新产能持续释放（50 万吨包装纸、老挝项目达产等）预计仍将实现 20%左右复合增速，当前 143 亿市值对应 2016 年 14.3 倍估值，虽然公司股价较 2 月中旬推荐时点已有一定涨幅、短期超额收益未必很明显、但公司无疑是长期值得重点跟踪及长期持有的标的。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

马莉轻工制造行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：高兴 010- 83574017 gaoxing_jg@chinastock.com.cn

北京地区：李笑裕 010 -83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn