利润尚待释放，新产能投产及原料价格下跌有望带动2016Q2以后业绩高速增长

太阳纸业（002078.SZ）

推荐维持评级

- **公司披露 2016 年一季度业绩，利润未完全释放：**公司一季度实现营业收入 28.93 亿元，较上年同期增长 14.78%；归母净利润 1.42 亿元，同比增长 24.49%；扣非后净利润 1.38 亿元，同比增长 33.12%。（主要源于万国纸业等被控股股东收购亏损减少）。
- **新产能投放带动收入增长以及毛利率下降，利润有望在半年度释放：**公司收入增长 14.78%，驱动因素为 30 万吨溶解浆投产+30 万吨轻型纸增产，其中 30 万吨溶解浆 1 月份开始试生产，一季度尚未完全放量。毛利率下降 3.76 个百分点，净利率与去年同期持平，主要原因是 30 万吨溶解浆投产后拉低公司整体毛利率。而国际纸浆价格下跌尚未反应到一季度业绩当中。公司纸浆库存 1 个月，海上运输时间 1 个月，签约新纸浆 1 个月，大约会有 3 个月延迟。预付款项增加 83.65%，主要是购入木浆、原煤等大宗物资。随着新纸浆投入使用，预计半年度毛利率水平将会有所改善。新上项目完工转资投产后，销售商品提供劳务收到的现金增加致使经营性现金流达到 4.28 亿元，同比增 12.69%。
- **整体受益于原材料价格下跌，新增产能拉动全年业绩提升：**国际市场受到新增纸浆产能（印尼 200 万吨 6 月投放；巴西、白俄罗斯等国 390 万吨项目建设）及纸浆需求低迷影响，阔叶浆价格从去年四季度开始下跌，至今每吨已下降 140 美元，跌幅达 21%。公司新进阔叶浆将在二季度开始投入使用，吨盈利水平将会提高。另外公司全年新增产能较多，除了 30 万吨溶解浆和 30 万吨轻型纸投放，50 万吨牛皮箱板纸也将于 6 月份投产，预计年末公司总产能达到 422 万吨。
- **与美方签署项目投资合作备忘录，阿肯色州项目正式拉开帷幕：**公司发布公告称已与美方签订了项目投资合作备忘录，拟在美国阿肯色州投资建设产能为 70 万吨的生物精炼项目，项目总投资约 10-13 亿美元。此次项目签订，标志着公司 70 万吨生物精炼项目正式落地。项目环评时间 6-9 个月，预计于 17 年初开始建设，建设周期为 30 个月，19 年正式投产，2020 年达到满产 70 万吨。**老挝项目**也将于今年下半年开始建设，预计 2018 年第一期投产 20 万吨浆纸，每年为公司带来 3-4 亿元的利润贡献。
- **为难得的景气向上的细分板块，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 倍估值。

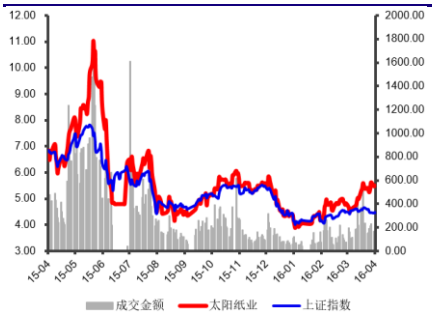
分析师

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 2016.4.27
A 股收盘价	5.50
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	2953
市净率	2.00
市盈率（TTM）	20.9
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)	138

板块价格走势图



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。本报告清晰准确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