

## 成本降产能增, 业绩成长可期

### 投资要点

- **三大产业齐头并进。**自2012年开始,公司在巩固造纸主业的同时,以造纸产业的技术、资金、人才等为基础,发展生物质新材料,如溶解浆、绒毛浆、木糖等,同时进军快速消费品行业,产品包括生活用纸、纸尿裤、卫生巾等,通过对资源的有效整合,三大产业齐头并进,相互支撑,试图打造“四三三”的利润格局,即造纸、生物质新材料、快消品各占40%、30%和30%的利润。
- **规模效应凸显,新增产能拉动利润增长。**受供给侧改革影响,环保标准提高,纸的产量向大厂集中,中小规模产能淘汰或出清,造纸及纸制品企业由2010年的10045家减至目前2016年的6826家。公司作为国内少数具有显著规模优势的造纸企业之一,目前已形成422万吨的浆、纸生产能力。公司35万吨溶解浆项目于2016年上半年满产;30万吨轻型纸改扩建项目可于2016年满产,预计贡献利润9000万元;50万吨高端牛皮箱板纸项目将于2016年年中投产,预计2017年盈利;在老挝启动的40万吨化学浆项目,预计2017年可贡献利润;拟在美国建立的70万吨绒毛浆项目预计2018年盈利。
- **毛利率有望继续提升。**1)木浆价格继续下降。2016年,全球木浆产能过剩格局加剧,进口木浆价格继续下行;2)溶解浆价格持续上行。2015年4月之后,溶解浆价格自6070元/吨大幅提升至6980元/吨;3)新增毛利较高的高端纸品。公司改扩建的轻型文化纸属高端产品,吨纸毛利水平较高。
- **生活用纸渠道继续扩张,开辟纸尿裤业务。**近年来公司积极调结构,布局生活用纸市场,目前公司生活用纸的产能为12万吨,2016年公司计划在既有渠道基础上积极推广和扩张。2016年3月,公司与日本制纸Crecia签订纸尿裤生意战略合作伙伴协议,公司预计将于今年7月在国内推出Suyappy(舒芽奇)系列儿童纸尿裤,为公司在快消品领域的快速发展增加新的盈利点。
- **估值与评级:**预计2016-2018年EPS分别为0.41元、0.51元、0.63元,考虑到同行业可比公司平均PE为20倍,公司属于行业白马,市值较大,我们给予公司15倍PE,对应目标价6.15元,首次给予“买入”评级。
- **风险提示:**纸产品价格持续低迷的风险;生活用纸渠道扩张不及预期的风险;木浆价格上涨的风险;在建项目推进及满产情况或不及预期的风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	10825.12	13925.85	16340.58	20056.88
增长率	3.51%	28.64%	17.34%	22.74%
归属母公司净利润(百万元)	666.66	1038.11	1289.23	1604.34
增长率	42.20%	55.72%	24.19%	24.44%
每股收益EPS(元)	0.26	0.41	0.51	0.63
净资产收益率ROE	10.21%	14.02%	15.26%	16.47%
PE	18	11	9	7
PB	1.61	1.42	1.24	1.08

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉  
执业证号: S1250514080002  
电话: 023-63786278  
邮箱: xiongli@swsc.com.cn  
联系人: 蔡欣  
电话: 023-67511807  
邮箱: cxin@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	25.37
流通A股(亿股)	25.37
52周内股价区间(元)	3.89-9.47
总市值(亿元)	118.71
总资产(亿元)	207.72
每股净资产(元)	2.81

### 相关研究

## 目 录

1. 公司概况：三大产业齐头并进 .....	1
2. 造纸产能集中化，浆价持续下行 .....	2
2.1 过剩产能逐渐被消化，行业集中度提升 .....	2
2.2 木浆价格处于下行区间 .....	3
3. 多重利好助力太阳起飞 .....	4
4. 盈利预测与估值 .....	5
5. 风险提示 .....	7

## 图 目 录

图 1: 太阳纸业股权结构 .....	1
图 2: 公司 2015 年主营业务结构情况 .....	1
图 3: 公司 2015 年各分项业务毛利率情况 .....	1
图 4: 公司 2012 年以来营业收入（百万元）及增速 .....	2
图 5: 公司 2012 年以来净利润（百万元）及增速 .....	2
图 6: 2005-2015 年纸及纸板产量和消费量（万吨） .....	2
图 7: 2005-2015 年纸及纸板人均消费量（千克）以及增速 .....	2
图 8: 国内木浆产量和木浆消耗量（万吨） .....	3
图 9: 木浆产量及进口量同比、进口占总量比重 .....	3
图 10: 国内市场针阔叶浆报价（元/吨）走势 .....	3
图 11: 国外市场针阔叶浆报价（美元/吨）走势 .....	3
图 12: 2000 年以来造纸及纸制品业企业单位数（个） .....	4
图 13: 主要造纸类上市公司 2015 年机制纸产量（万吨） .....	4
图 14: 2015 年以来溶解浆价格走势 .....	5

## 表 目 录

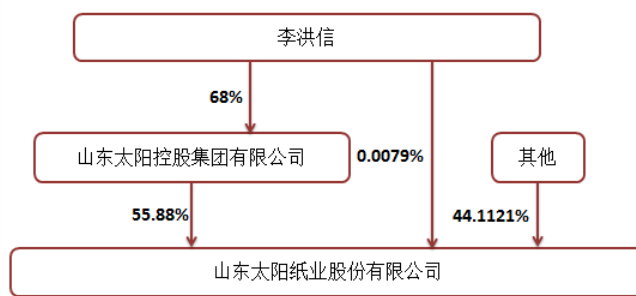
表 1: 分业务收入及毛利率 .....	6
附表: 财务预测与估值 .....	8

## 1. 公司概况：三大产业齐头并进

太阳纸业主要从事机制纸、纸制品、木浆、纸板的生产和销售。公司自 2012 年开始，在巩固造纸主业的同时，以造纸产业的技术、资金、人才等为基础，发展生物质新材料，同时进军快速消费品行业。通过对资源的有效整合，三大产业齐头并进，相互支撑，打造“四三三”的利润格局，即造纸、生物质新材料、快消品利润占比分别为 40%、30%和 30%。公司纸产品包括非涂布文化用纸、铜版纸、牛皮箱板纸、淋膜原纸、静电复印纸、工业原纸等；生物质新材料主要产品包括溶解浆、木糖（醇）等；快消品类主要产品包括生活用纸、儿童纸尿裤等。公司已经发展成为一家全球先进的跨国造纸集团和林浆纸一体化企业，是中国最大的民营造纸企业、中国 500 强企业之一，并列世界造纸百强行列。

**公司股权结构：**总股本为 25.4 亿股，控股股东山东太阳控股集团共持有公司 14.2 亿股，占总股本的 55.88%。公司实际控制人李洪信直接与间接共持有公司 55.89% 股权。公司股东持股相对集中，保证了政策执行效率。

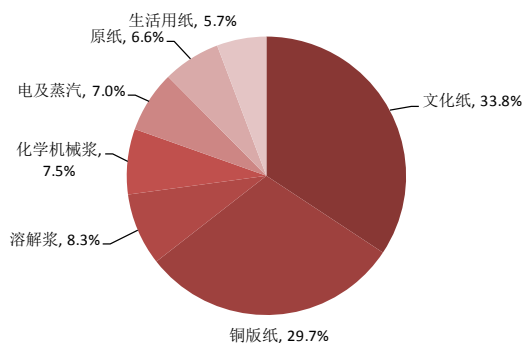
图 1：太阳纸业股权结构



数据来源：Wind, 西南证券整理

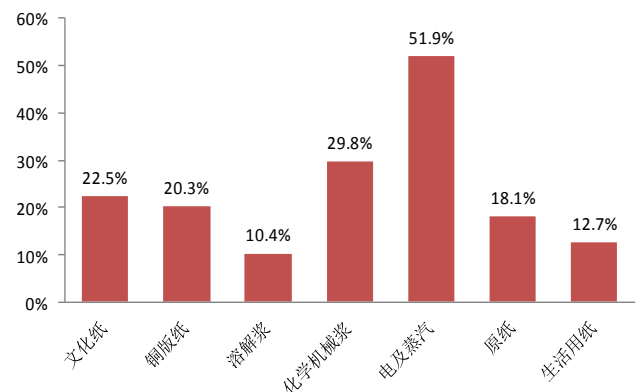
**公司主营业务结构：**自 2012 年以来，公司积极进行“调结构，转方式”的调整，截至 2015 年底，纸类产品的收入仍是公司营收的主要支撑部分，其中文化纸营收占比 33.8%、铜版纸营收占比 29.7%，相较 2014 年均略有下降。2015 年公司加大了生活用纸的投入，生活用纸在 2015 年营收增长达 260.6%，生活用纸的营收占比增长至 5.7%。

图 2：公司 2015 年主营业务结构情况



数据来源：公司公告, 西南证券整理

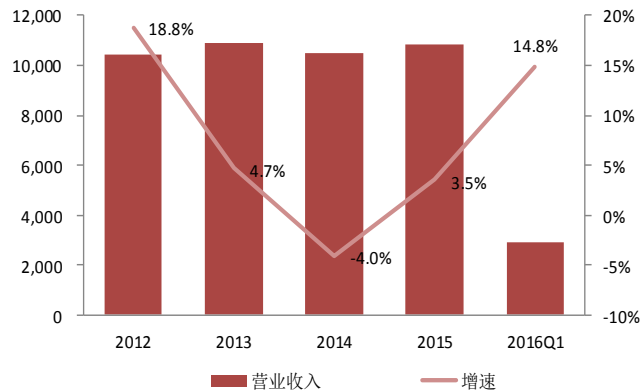
图 3：公司 2015 年各分项业务毛利率情况



数据来源：公司公告, 西南证券整理

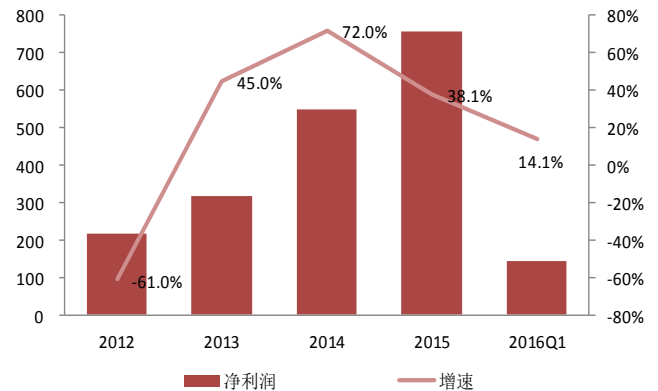
**公司经营业绩：**2015 年公司实现营业收入 108.3 亿元，同比增长 3.5%，2016Q1 营业收入为 28.9 亿元，同比增长 14.8%。2015 年净利润为 7.5 亿元，同比增长 38.1%，2016Q1 净利润约为 1.5 亿，同比增长 14.1%。公司 2015 年净利润增速超过收入增速主要是因为公司营业外收入同比增长 3.1 倍。

**图 4：公司 2012 年以来营业收入（百万元）及增速**



数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 5：公司 2012 年以来净利润（百万元）及增速**



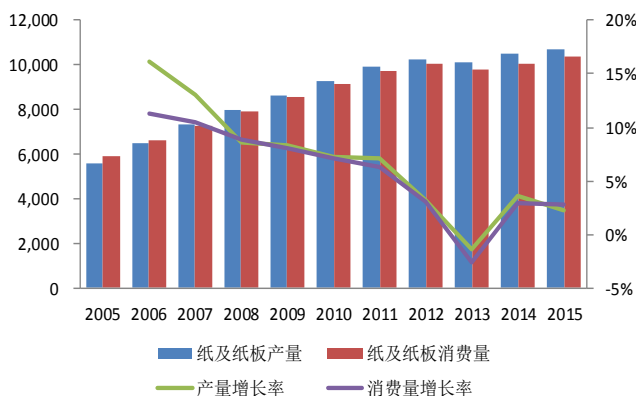
数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2. 造纸产能集中化，浆价持续下行

### 2.1 过剩产能逐渐被消化，行业集中度提升

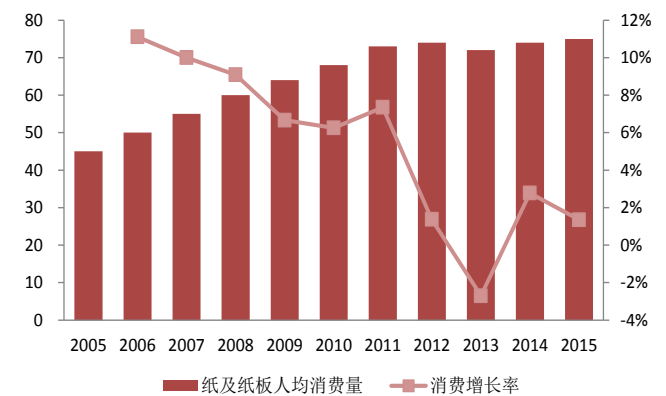
造纸行业历经 2013-2015 年的三年洗牌和产能消化，市场集中度进一步向大企业靠拢，上市企业产能扩张基本停止，供求过剩格局已逐步缓解。

**图 6：2005-2015 年纸及纸板产量和消费量（万吨）**



数据来源：Wind，西南证券整理

**图 7：2005-2015 年纸及纸板人均消费量（千克）以及增速**



数据来源：Wind，西南证券整理

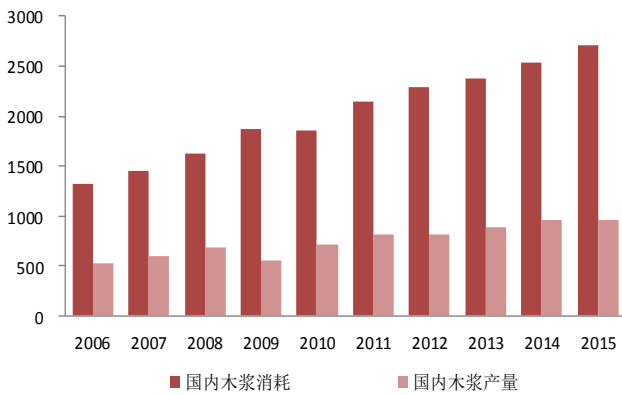
2015 年纸产量为 1.07 亿吨，同比增长 2.3%，2010-2015 年纸的总产量年均增速 3.3%；消费量为 1.04 亿吨，同比增长 2.8%，2006-2015 年纸的总消费量年均增速 5.1%，消费量跟经济走势相关。供给持续大于需求，供求增速这两年出现回暖。就人均用纸量而言，2015 年纸及纸板人均消费量为 75 千克，同比增长 1.4%。从主要纸品的消费结构而言，包装用纸占绝大比例，其次是文化用纸，生活用纸的占比有较大的提升空间。纸的不同品类受制于供

求关系在价格上有不同的表现。从中长期来看,受供给侧改革影响,环保标准提高,纸的产量或将向大厂集中,中小规模产能淘汰或出清。

## 2.2 木浆价格处于下行区间

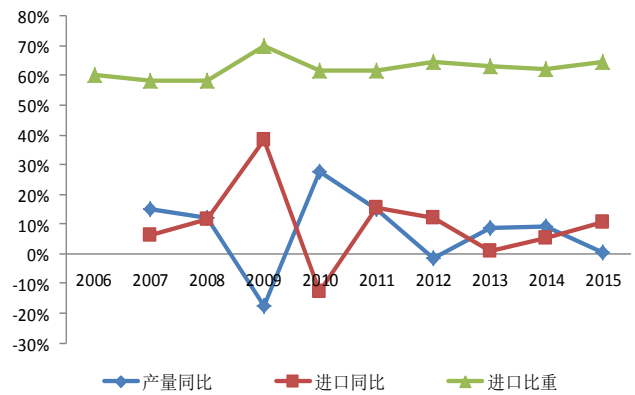
我国是木浆消耗大国,超过 50% 以上的木浆(针阔叶浆)需要进口。2015 年全国木浆消耗量共 2713 万吨,较上年增长 6.8%;其中,进口木浆 1757 万吨,较上年增长 10.6%。进口木浆所占比重逐年攀升。从地域上看,我国木浆进口源地主要有加拿大、巴西、印尼、智利、美国等。因此,我国木浆价格受进口价和自产价的双向决定,特别是国际木浆的供需格局对国内木浆价格有深刻影响。

图 8: 国内木浆产量和木浆消耗量(万吨)



数据来源: Wind, 西南证券整理

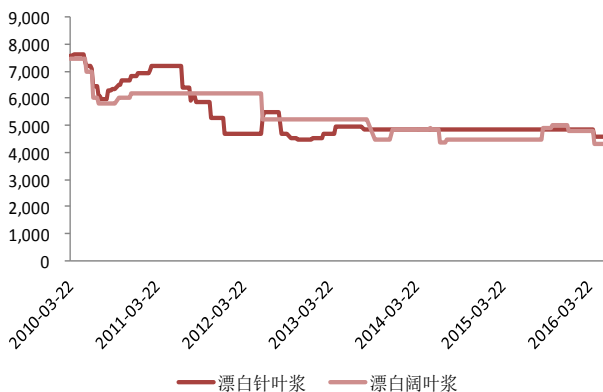
图 9: 木浆产量及进口量同比、进口占总量比重



数据来源: Wind, 西南证券整理

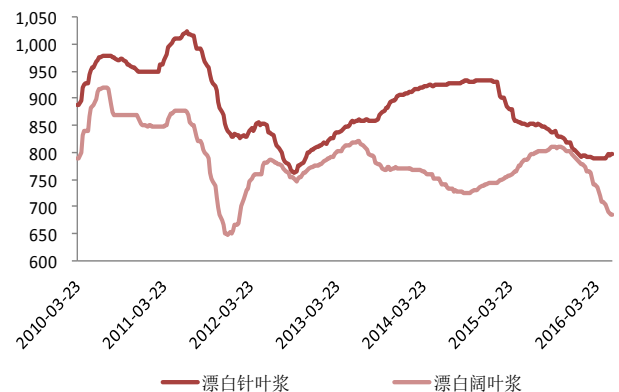
从 2010 年开始,国内市场和国际市场的针阔叶浆价格均一直处于震荡下行中。从国内市场来看,2016 年以来针阔叶浆平均价格相较于去年下跌 5% 左右,其中阔叶浆跌幅较为明显。国际市场上,针阔叶浆的报价同样处于震荡下行趋势,2016 年以来国际市场的针阔叶浆平均报价同比下降 7% 左右。特别是 2015Q3 以来,国际市场阔叶浆处于加速下行态势,今年 5 月底的报价相较于 15 年 7 月初下跌了 14%。

图 10: 国内市场针阔叶浆报价(元/吨)走势



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 11: 国外市场针阔叶浆报价(美元/吨)走势



数据来源: Wind, 西南证券整理

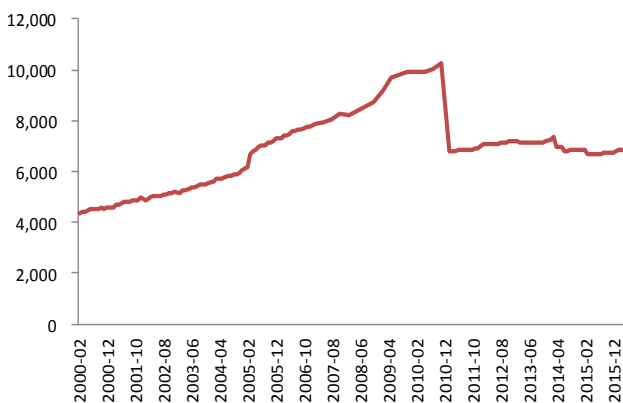
据测算，在以木浆为主要原料的造纸企业中，若木浆价格下跌 5%，其他成本不变的情况下，企业毛利率约提高 2-3 个百分点。因此我们认为，木浆价格的下行对造纸行业利润具有较大利好效应。对于浆价的未来低位震荡预期，也将对造纸市场信心产生积极影响，促进行业整合并购。

### 3. 多重利好助力太阳起飞

**规模效应凸显，新增产能拉动利润增长。**受供给侧改革影响，环保标准提高，纸的产量向大厂集中，中小规模产能淘汰或出清，造纸及纸制品企业由 2010 年的 10045 家减至目前 2016 年的 6826 家。公司作为国内少数具有显著规模优势的造纸企业之一，目前已形成 422 万吨的浆、纸生产能力。其中铜版纸 90 万吨、非涂布文化用纸 100 万吨、牛皮箱板纸 50 万吨、其他工业用纸（淋膜原纸 30 万吨、静电复印纸 10 万吨、工业原纸 10 万吨）、溶解浆 50 万吨、化机浆 70 万吨、生活用纸 12 万吨。

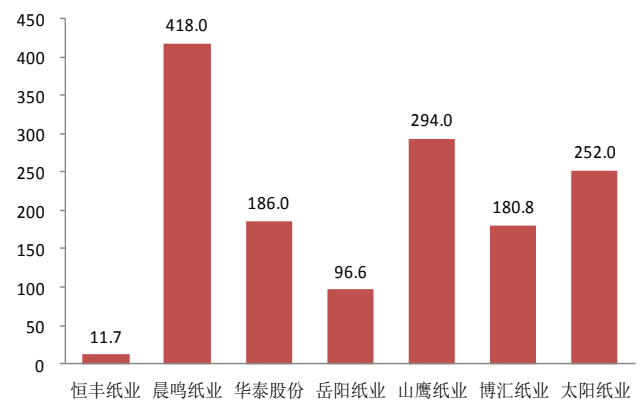
公司 35 万吨溶解浆项目今年上半年满产，随着溶解浆线稳步投产，盈利能力将显著增强；公司 30 万吨轻型纸改扩建项目 2016 年满产；公司 50 万吨高端牛皮箱板纸项目将于年中投产，全年产能净增量预计 30 万吨以上，预计 2017 年开始盈利；在老挝启动的 40 万吨化学浆项目，预计 2017 年盈利；拟在美国建立的 70 万吨绒毛浆项目，预计 2018 年盈利。除此之外，2015 年以来全国瓦楞、箱板纸提价等利好，公司盈利能力不断优化。

图 12: 2000 年以来造纸及纸制品业企业单位数 (个)



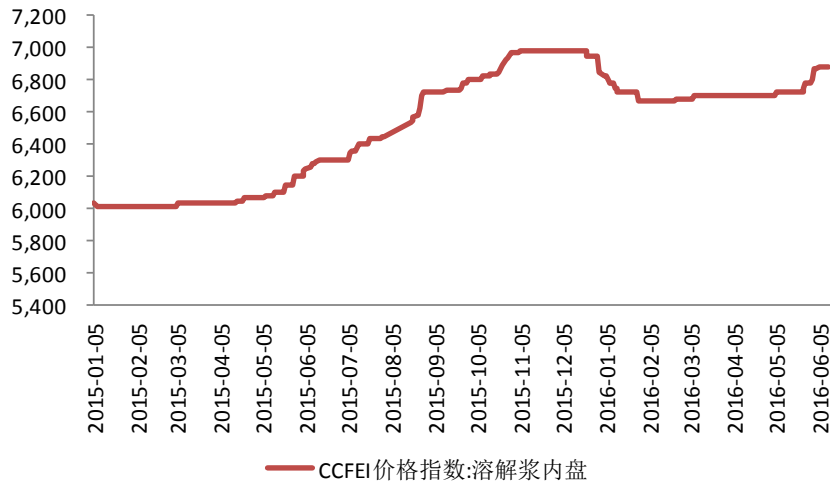
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 13: 主要造纸类上市公司 2015 年机制纸产量 (万吨)



数据来源: Wind, 西南证券整理

**毛利率有望继续提升。**1) 木浆价格持续下降。2016 年，全球木浆产能过剩格局进一步加剧，进口木浆价格继续下行。公司作为造纸龙头企业，每年进口大量的木浆，木浆价格的下降使公司纸品原材料成本进一步降低，相关纸产品的毛利率有望继续提升；2) 溶解浆价格持续上行。2015 年 4 月底以来，受粘胶长丝和粘胶短丝价格持续上行提振，溶解浆价格自 6070 元/吨大幅提升至 6980 元/吨，2016 年年初小幅回落至 6700 元/吨，但 2016Q1 以来价格再次回升，截止目前价格为 6880 元/吨。溶解浆作为公司的主要产品之一，其价格的提升也将提振公司毛利率和收入规模；3) 新增毛利率较高的高端纸品。公司新增 30 万吨轻型文化纸属于高端纸品，吨纸毛利水平较高，带动整体毛利率增长。总的来看公司的毛利率在 2016 年将继续提升。

**图 14: 2015 年以来溶解浆价格走势**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**生活用纸渠道继续扩张, 开辟纸尿裤业务。**1) 生活用纸渠道继续扩张, 营业利润大幅提高。近年来公司积极调结构, 布局生活用纸市场, 目前公司生活用纸的产能为 12 万吨, 去年生活用纸营业利润为 7757.2 万元。目前公司打算在既有渠道基础上积极进行区域扩张和市场推广, 预计未来生活用纸的盈利将大幅提升。公司通过主打的无添加生活用纸以定位高端、瞄准母婴人群作为爆点, 有望通过差异化定位打开市场空间。2) 携手日本制纸 Crecia, 进军纸尿裤市场。2016 年 3 月, 公司与日本制纸 Crecia 签订纸尿裤生意战略合作伙伴协议。公司正式在中国市场推出 Suyappy (舒芽奇) 系列儿童纸尿裤, 预计将于 2016 年 7 月上市销售, 为公司在快消品领域的拓展提供新的盈利点。

一旦公司实现 30% 利润来自生活用纸的目标, 那么对公司的界定将不再简单是制造型企业, 而是具有消费属性的企业, 估值将会提升一个台阶。

## 4. 盈利预测与估值

根据公司基本面分析, 我们对 2016-2018 年公司主营业务的预测如下:

(1) 纸产品方面, 预计 2016 年增加 30 万吨轻型文化纸和 50 万吨高端牛皮箱板纸, 产能投放将带来盈利能力增加; 由于铜版纸和原纸未来没有新增产能, 预计其营收变动较小。对于纸品的毛利率而言, 由于木浆价格持续低迷, 各纸品的毛利率预计短期内有提升, 但考虑到目前木浆价格处于低位, 2017-2018 年木浆价格或有小幅回调, 纸品毛利率或将下降。

(2) 生物质新材料方面, 公司 35 万吨溶解浆项目于 2016 年满产; 70 万吨化学机械浆于 2016 年和 2017 年完全释放产能; 在老挝启动的 40 万吨化学浆项目, 2016 年首期建设完成预计生产规模 20 万吨; 拟在美国建立的 70 万吨绒毛浆项目预计 2018 年建成投产。由于前期溶解浆产能基数较小, 预计 16 年增速可达 130%。各个项目产能投放, 将带来营业增速的提升 (绒毛浆是较为纯净的溶解浆, 故分业务预测时将其合并)。就毛利率方面, 预计溶解浆价格持续上行, 而化机浆由于市场上产能的集中投放导致毛利率有所下降, 但预计随着产能消化, 毛利率在 2017-2018 年有所回升。



(3) 生活用纸方面, 随着公司在既有渠道基础上积极进行区域扩张和市场推广, 预计未来生活用纸的盈利将大幅提升, 且公司与日本制纸 Crecia 签订纸尿裤生意战略合作伙伴协议, 预计生活用纸增速逐年上升。就毛利率而言, 由于 15 年投放的生活用纸偏中低端, 而 16 年开始公司将逐步提高高端纸品的占比, 因为生活用纸的毛利率也会相应提升。

**表 1: 分业务收入及毛利率**

单位: 百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
文化纸	收入	3,654.51	4,677.77	5,051.99	5,153.03
	增速	1.29%	28.00%	8.00%	2.00%
	成本	2,833.82	3,508.33	3,789.00	3,916.31
	毛利率	22.46%	25.00%	25.00%	24.00%
铜版纸	收入	3,212.00	2,013.00	2,053.26	2,114.86
	增速	-7.44%	1.00%	2.00%	3.00%
	成本	2,561.46	1,550.01	1,581.01	1,649.59
	毛利率	20.25%	23.00%	23.00%	22.00%
溶解浆	收入	896.47	2,061.88	2,886.63	5,773.27
	增速	44.79%	130.00%	40.00%	100.00%
	成本	803.63	1,793.84	2,511.37	4,965.01
	毛利率	10.36%	15.00%	16.00%	17.00%
化学机械浆	收入	809.79	1,052.73	1,579.09	1,658.05
	增速	-18.42%	30.00%	50.00%	5.00%
	成本	568.25	747.44	1,105.36	1,144.05
	毛利率	29.83%	30.00%	31.00%	32.00%
电及蒸汽	收入	761.53	769.15	776.84	784.61
	增速	-7.05%	1.00%	1.00%	1.00%
	成本	366.34	369.19	372.88	376.61
	毛利率	51.89%	52.00%	52.00%	52.00%
原纸	收入	710.98	725.20	739.70	761.89
	增速	6.97%	2.00%	2.00%	3.00%
	成本	581.98	580.16	591.76	617.13
	毛利率	18.14%	20.00%	20.00%	19.00%
生活用纸	收入	611.49	856.09	1,241.32	1,613.72
	增速	260.55%	40.00%	45.00%	30.00%
	成本	533.91	719.11	1,017.89	1,290.98
	毛利率	12.69%	16.00%	18.00%	20.00%
牛皮箱板纸	收入		1,600.00	1,840.00	2,024.00
	增速			15.00%	10.00%
	成本		1,393.43	1,674.40	1,862.08
	毛利率		11.00%	10.00%	9.00%
其他	收入	168.36	170.04	171.74	173.46
	增速	47.31%	1.00%	1.00%	1.00%

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
	成本	43.35	42.51	51.52	52.04
	毛利率	74.25%	75.00%	70.00%	70.00%
合计	收入	10,825.13	13,925.86	16,340.59	20,056.89
	增速	3.51%	28.64%	17.34%	22.74%
	成本	8,292.74	10,652.25	12,574.40	15,663.78
	毛利率	23.39%	23.51%	23.05%	21.90%

数据来源：公司公告，西南证券整理

预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.41 元、0.51 元和 0.63 元，对应 PE 分别为 11 倍、9 倍和 7 倍。考虑到同行业可比公司平均 PE 为 20 倍；公司属于行业白马，市值较大，我们给予公司 15 倍 PE，对应目标价 6.15 元，首次给予“买入”评级。

## 5. 风险提示

纸产品价格持续低迷的风险；生活用纸渠道扩张不及预期的风险；木浆价格上涨的风险；在建项目推进及满产情况或不及预期的风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	10825.12	13925.85	16340.58	20056.88	净利润	755.10	1175.84	1460.28	1817.19
营业成本	8292.75	10652.24	12574.40	15663.77	折旧与摊销	747.34	902.52	1002.05	1051.42
营业税金及附加	40.26	51.42	62.59	75.53	财务费用	590.48	545.32	552.97	553.35
销售费用	423.31	605.77	620.94	701.99	资产减值损失	10.32	0.00	0.00	0.00
管理费用	448.56	584.89	653.62	722.05	经营营运资本变动	-1635.32	-1003.22	-560.24	-976.16
财务费用	590.48	545.32	552.97	553.35	其他	217.50	-3.08	-3.08	-3.08
资产减值损失	10.32	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>685.43</b>	<b>1617.39</b>	<b>2451.97</b>	<b>2442.73</b>
投资收益	-136.17	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1982.65	-1550.00	-1550.00	0.00
公允价值变动损益	3.08	3.08	3.08	3.08	其他	-216.83	52.58	3.08	3.08
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-2199.48</b>	<b>-1497.42</b>	<b>-1546.92</b>	<b>3.08</b>
<b>营业利润</b>	<b>886.34</b>	<b>1489.29</b>	<b>1879.13</b>	<b>2343.26</b>	短期借款	474.30	869.86	970.24	-1172.04
其他非经营损益	154.13	77.21	88.04	95.63	长期借款	713.08	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1040.47</b>	<b>1566.50</b>	<b>1967.17</b>	<b>2438.90</b>	股权融资	988.04	0.00	0.00	0.00
所得税	285.37	390.65	506.89	621.70	支付股利	-126.83	-180.36	-280.85	-348.78
净利润	755.10	1175.84	1460.28	1817.19	其他	-9.15	-944.46	-1352.97	-553.35
少数股东损益	88.45	137.73	171.04	212.85	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>2039.44</b>	<b>-254.95</b>	<b>-663.58</b>	<b>-2074.18</b>
归属母公司股东净利润	666.66	1038.11	1289.23	1604.34	<b>现金流量净额</b>	<b>547.00</b>	<b>-134.98</b>	<b>241.47</b>	<b>371.63</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	1527.57	1392.58	1634.06	2005.69	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	3677.52	4537.38	5361.95	6616.45	销售收入增长率	3.51%	28.64%	17.34%	22.74%
存货	1400.09	1798.45	2122.97	2644.56	营业利润增长率	32.78%	68.03%	26.18%	24.70%
其他流动资产	421.82	478.96	562.01	689.83	净利润增长率	38.06%	55.72%	24.19%	24.44%
长期股权投资	100.94	100.94	100.94	100.94	EBITDA 增长率	13.44%	32.06%	16.92%	14.96%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	11360.47	12069.38	12678.76	11688.77	毛利率	23.39%	23.51%	23.05%	21.90%
无形资产和开发支出	529.74	469.69	409.64	349.59	三费率	13.51%	12.47%	11.18%	9.86%
其他非流动资产	699.70	698.32	696.93	695.55	净利率	6.98%	8.44%	8.94%	9.06%
<b>资产总计</b>	<b>19717.85</b>	<b>21545.71</b>	<b>23567.28</b>	<b>24791.39</b>	ROE	10.21%	14.02%	15.26%	16.47%
短期借款	5253.75	6123.61	7093.85	5921.81	ROA	3.83%	5.46%	6.20%	7.33%
应付和预收款项	2534.42	2852.37	3488.67	4359.20	ROIC	8.26%	9.69%	10.36%	11.83%
长期借款	1720.33	1720.33	1720.33	1720.33	EBITDA/销售收入	20.55%	21.09%	21.02%	19.68%
其他负债	2815.68	2461.46	1697.06	1754.28	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>12324.18</b>	<b>13157.77</b>	<b>13999.91</b>	<b>13755.62</b>	总资产周转率	0.60	0.67	0.72	0.83
股本	2536.64	2536.64	2536.64	2536.64	固定资产周转率	1.32	1.54	1.68	2.09
资本公积	1203.34	1203.34	1203.34	1203.34	应收账款周转率	13.26	13.90	13.98	14.02
留存收益	3244.76	4102.52	5110.90	6366.46	存货周转率	6.57	6.66	6.41	6.57
归属母公司股东权益	6985.96	7842.50	8850.88	10106.44	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.32%	—	—	—
少数股东权益	407.71	545.44	716.49	929.34	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>7393.68</b>	<b>8387.94</b>	<b>9567.37</b>	<b>11035.78</b>	资产负债率	62.50%	61.07%	59.40%	55.49%
负债和股东权益合计	19717.85	21545.71	23567.28	24791.39	带息债务/总负债	60.62%	63.39%	66.51%	59.17%
					流动比率	0.77	0.82	0.90	1.13
					速动比率	0.62	0.64	0.70	0.88
					股利支付率	19.03%	17.37%	21.78%	21.74%
业绩和估值指标					每股指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	2224.17	2937.13	3434.15	3948.04	每股收益	0.26	0.41	0.51	0.63
PE	17.81	11.44	9.21	7.40	每股净资产	2.91	3.31	3.77	4.35
PB	1.61	1.42	1.24	1.08	每股经营现金	0.27	0.64	0.97	0.96
PS	1.10	0.85	0.73	0.59	每股股利	0.05	0.07	0.11	0.14
EV/EBITDA	8.24	6.45	5.49	4.39					
股息率	1.07%	1.52%	2.37%	2.94%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	罗月江	机构销售	021-68413856	13632421656	lyj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn