

业绩增长稳健，化工持续助力

投资要点

- **业绩总结：**2016年公司上半年实现营业收入48.3亿元(-0.3%)，实现利润总额约1亿元(+50.4%)，实现归母净利润7066.9万元(+20.5%)；2016Q2单季实现营收26.7亿元(+1.3%)，实现归母净利润4308.9万元(+28.9%)；完成机制纸产量97.2万吨(+5%)，销量96.5万吨(+5.4%)，业绩基本符合预期。2016年上半年公司主要产品以及变化：新闻纸11.6亿元(-21.6%)、文化纸10.7亿元(+23.3%)、化工产品7.6亿元(+9.8%)、铜版纸8.2亿元(-20.7%)、包装纸4.9亿元(+202.7%)和浆产品3.1亿元(-0.1%)，对应毛利率分别是新闻纸11.6%(+1.3pp)、文化纸14%(-0.02pp)、化工产品18.13%(-2pp)、铜版纸13.31%(+2.5pp)、包装纸15.49%(-5.1pp)以及浆产品13%(+3.7pp)。
- **产品结构调整带来毛利率提升，经营稳健运行。**1) 生产线改建，整体毛利率提升。受制于电子媒体的冲击，公司近几年陆续对新闻纸生产线进行改造，将部分纸机转产成毛利率较高的文化纸和高档包装纸，由此带来公司造纸板块综合毛利率提升到13.2%，同比增加1.6个百分点；2) 财务费用大幅减少，净利润率增速远超营收增速。公司2016年上半年偿还部分贷款，加上贷款利率下降，财务费用较上年同期减少7455万元，同比较少30.4%，对业绩影响极大。
- **化工产业渐成第二支柱，定增助力增厚业绩。**目前公司是全国最大的氯碱盐化工生产基地，同时积极向上下游延伸，目前公司年产25万吨离子膜烧碱搬迁改造项目已经完成，预计可于今年下半年正式投产。此外，公司7月13日发布非公开预案，拟募集资金9.3亿，其中6.6亿用于精细化工有机合成中间体及配套项目，包括年产2万吨的对氨基苯酚、年产1万吨的间苯二胺及工程配套设施，预计投产后可实现销售收入9.4亿，税前利润1.9亿。
- **管理层更新换代，企业注入新血液。**公司原董事长李建华先生于2016年5月退出董事会，新任董事长由其子李晓亮先生接任。新任董事长做事动力充足，未来或将更多利用资本市场做大公司规模。
- **盈利预测与投资建议。**预计2016-2018年EPS分别为0.10元、0.15元、0.19元，对应PE分别为51倍、33倍和27倍。考虑到公司管理层做事动力充足，建议积极关注。
- **风险提示：**原材料价格或大幅波动。

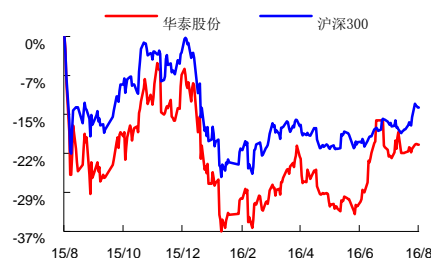
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	9416.78	10380.21	11063.35	11987.77
增长率	1.67%	10.23%	6.58%	8.36%
归属母公司净利润(百万元)	64.57	114.55	178.31	217.90
增长率	7.41%	77.39%	55.66%	22.20%
每股收益EPS(元)	0.06	0.10	0.15	0.19
净资产收益率ROE	0.72%	1.27%	1.94%	2.34%
PE	91	51	33	27
PB	0.90	0.89	0.88	0.87

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)	11.68
流通A股(亿股)	11.68
52周内股价区间(元)	4.02-6.36
总市值(亿元)	58.85
总资产(亿元)	159.81
每股净资产(元)	5.48

相关研究

关键假设：

假设 1：新闻纸的生产线调整于 2017 年改建完毕，由原本 190 万吨到仅保留 45 万吨生产线，新闻纸改建成文化纸和包装纸；

假设 2：铜版纸无新增产能；

假设 3：原材料阔叶浆中长期处于底部；针叶浆稳定增长；废纸价格小幅上涨；

基于以上假设，我们预测公司 2016-2018 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
新闻纸	收入	2,880.01	2,304.01	1,843.21	1,935.37
	增速	-11.53%	-20.00%	-20.00%	5.00%
	成本	2,571.06	2,062.09	1,658.89	1,741.83
	毛利率	10.73%	10.50%	10.00%	10.00%
文化纸	收入	1,832.52	2,199.02	2,308.98	2,378.24
	增速	-0.15%	20.00%	5.00%	3.00%
	成本	1,630.46	1,957.13	2,054.99	2,116.64
	毛利率	11.03%	11.00%	11.00%	11.00%
铜版纸	收入	1,895.99	1,706.39	1,740.52	1,775.33
	增速	-3.87%	-10.00%	2.00%	2.00%
	成本	1,708.84	1,527.22	1,557.76	1,588.92
	毛利率	9.87%	10.50%	10.50%	10.50%
包装纸	收入	428.42	1,071.05	1,927.89	2,506.26
	增速	56.00%	150.00%	80.00%	30.00%
	成本	348.91	899.68	1,619.43	2,105.26
	毛利率	18.56%	16.00%	16.00%	16.00%
化工	收入	1,361.15	2,041.73	2,143.81	2,251.00
	增速	32.30%	50.00%	5.00%	5.00%
	成本	1,047.06	1,612.96	1,693.61	1,778.29
	毛利率	23.08%	21.00%	21.00%	21.00%
纸浆	收入	580.81	598.23	616.18	634.67
	增速	3.30%	3.00%	3.00%	3.00%
	成本	515.33	532.43	548.40	564.85
	毛利率	11.27%	11.00%	11.00%	11.00%
其他	收入	437.88	459.77	482.76	506.90
	增速	31.47%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本	361.63	377.01	395.87	415.66
	毛利率	17.41%	18.00%	18.00%	18.00%
合计	收入	9,416.78	10,380.21	11,063.35	11,987.77
	增速	1.67%	10.23%	6.58%	8.36%
	成本	8,183.29	8,968.53	9,528.94	10,311.45
	毛利率	13.10%	13.60%	13.87%	13.98%

数据来源：公司公告，西南证券

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	9416.78	10380.21	11063.35	11987.77	净利润	47.01	83.39	129.81	158.63
营业成本	8183.29	8968.53	9528.95	10311.45	折旧与摊销	1043.77	1016.19	1060.81	1073.48
营业税金及附加	41.46	43.50	46.92	50.96	财务费用	515.69	435.03	415.95	394.30
销售费用	361.62	477.49	486.79	527.46	资产减值损失	-2.79	0.00	0.00	0.00
管理费用	449.55	508.63	539.89	587.40	经营营运资本变动	110.63	-220.68	-179.37	-213.33
财务费用	515.69	435.03	415.95	394.30	其他	120.45	-0.06	-0.94	-0.60
资产减值损失	-2.79	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1834.76	1313.88	1426.25	1412.48
投资收益	-4.66	0.00	0.00	0.00	资本支出	717.06	-200.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	0.65	0.65	0.65	0.65	其他	-1376.62	0.65	0.65	0.65
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-659.55	-199.35	-199.35	-199.35
营业利润	-136.05	-52.32	45.51	116.84	短期借款	-608.96	-503.32	-707.05	-670.98
其他非经营损益	235.86	210.09	202.46	190.32	长期借款	-328.10	0.00	0.00	0.00
利润总额	99.81	157.77	247.97	307.16	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	52.80	74.38	118.16	148.53	支付股利	-18.68	-20.07	-35.59	-55.41
净利润	47.01	83.39	129.81	158.63	其他	-465.74	-992.69	-415.95	-394.30
少数股东损益	-17.56	-31.16	-48.50	-59.27	筹资活动现金流净额	-1421.48	-1516.08	-1158.59	-1120.69
归属母公司股东净利润	64.57	114.55	178.31	217.90	现金流量净额	-262.81	-401.55	68.31	92.44
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	1439.57	1038.02	1106.33	1198.78	成长能力				
应收和预付款项	2419.72	2669.38	2868.64	3091.41	销售收入增长率	1.67%	10.23%	6.58%	8.36%
存货	1279.43	1401.62	1489.53	1611.82	营业利润增长率	-193.35%	-138.46%	-13.02%	156.76%
其他流动资产	509.18	560.77	597.67	647.61	净利润增长率	-9.15%	77.39%	55.66%	22.20%
长期股权投资	187.47	187.47	187.47	187.47	EBITDA 增长率	0.53%	-1.72%	8.82%	4.10%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	9245.90	8507.33	7724.15	6928.29	毛利率	13.10%	13.60%	13.87%	13.98%
无形资产和开发支出	634.13	556.92	479.72	402.51	三费率	14.09%	13.69%	13.04%	12.59%
其他非流动资产	316.80	316.38	315.96	315.53	净利率	0.50%	0.80%	1.17%	1.32%
资产总计	16032.20	15237.89	14769.46	14383.42	ROE	0.72%	1.27%	1.94%	2.34%
短期借款	4487.09	3983.78	3276.73	2605.75	ROA	0.29%	0.55%	0.88%	1.10%
应付和预收款项	1897.85	2095.94	2236.59	2413.08	ROIC	1.34%	1.60%	1.99%	2.29%
长期借款	2340.88	2340.88	2340.88	2340.88	EBITDA/销售收入	15.12%	13.48%	13.76%	13.22%
其他负债	755.65	225.41	229.16	234.40	营运能力				
负债合计	9481.47	8646.01	8083.37	7594.11	总资产周转率	0.57	0.66	0.74	0.82
股本	1167.56	1167.56	1167.56	1167.56	固定资产周转率	1.08	1.24	1.36	1.64
资本公积	2243.77	2243.77	2243.77	2243.77	应收账款周转率	6.43	7.01	6.82	6.86
留存收益	2909.31	3003.79	3146.50	3309.00	存货周转率	6.12	6.69	6.59	6.65
归属母公司股东权益	6342.81	6415.12	6557.83	6720.33	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	121.00%	—	—	—
少数股东权益	207.92	176.76	128.26	68.99	资本结构				
股东权益合计	6550.73	6591.88	6686.09	6789.31	资产负债率	59.14%	56.74%	54.73%	52.80%
负债和股东权益合计	16032.20	15237.89	14769.46	14383.42	带息债务/总负债	72.01%	73.15%	69.50%	65.14%
					流动比率	0.81	0.92	1.09	1.29
					速动比率	0.63	0.70	0.82	0.97
					股利支付率	28.93%	17.52%	19.96%	25.43%
					每股指标				
					每股收益	0.06	0.10	0.15	0.19
					每股净资产	5.61	5.65	5.73	5.81
					每股经营现金	1.57	1.13	1.22	1.21
					每股股利	0.02	0.02	0.03	0.05
业绩和估值指标									
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	1423.41	1398.91	1522.27	1584.63					
PE	91.13	51.37	33.00	27.01					
PB	0.90	0.89	0.88	0.87					
PS	0.62	0.57	0.53	0.49					
EV/EBITDA	8.08	7.76	6.62	5.88					
股息率	0.32%	0.34%	0.60%	0.94%					

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
	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
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@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
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn