

溶解浆+轻型纸开始放量，纸浆价格下跌效应尚未完全释放，全年业绩可期

投资要点：

1. 事件

公司发布2016年半年报，截止上半年，公司实现营业收入65.6亿元，较上年同期增长26.30%；归属母公司净利润3.53亿元，同比增长40.04%，经营性现金流15.41亿元，同比增30.99%。业绩增速符合预期。第二季度单季数据来看，公司单季实现营收36.67亿元，同比增37.15%；归属母公司净利润2.11亿，同比增长52.89%，显示出部分新产能已于二季度开始放量。

2. 我们的分析与判断

（一）溶解浆+轻型纸开始放量，生活用纸保持高增速

（1）35万吨溶解浆去年底试生产以来，于今年二季度开始放量。上半年，公司50万吨溶解浆产能贡献营收11.63亿元，同比增228.84%。其中35万吨新产能上半年贡献营收6.98亿元（相当于实现销量10万吨左右，产能存在逐步释放过程），实现毛利1.28亿。受到下游粘胶纤维涨价带动下，溶解浆内盘价格较去年有大幅增长，公司溶解浆毛利率提高到14.06%，上年同期为2.39%，盈利能力大幅增加。由于7月下旬后溶解浆吨提价加快（约800元/吨至7800元/吨），溶解浆业绩弹性将在8月份以后得到充分体现。

（2）传统原纸方面，30万吨轻型纸投放后开始放量，目前保持满产满销的状态，反应到报表中非涂布文化用纸收入26.13亿元，同比大幅增长51.72%，毛利率微降。铜版纸收入13.80亿元，毛利率下降2.96个百分点至19.03%。我们认为以上两种传统原纸毛利率微跌的原因在于煤炭价格上涨带来成本端提升幅度较大，**库存消化周期导致纸浆价格下降带来的效应还未完全释放，预计下半年会充分体现。**铜版纸价格自年初以来发布涨价函每吨累计提价550元左右，随着涨价的逐步落地，为下半年和明年贡献业绩。

（3）生活用纸方面，公司依旧处于成长阶段，上半年亏损1241万元，尚未盈利。但规模保持快速增长，上半年贡献收入3.46亿元，同比增长45.44%。受到煤炭价格年初触底回升影响，公司能源动力成本有所提升，导致生活用纸毛利率下滑至12.78%，较上年同期减少2.26个百分点。目前生活用纸覆盖的主要区域为华东、华北区域，销售模式采用全渠道布局，包括传统通路渠道、商超渠道、居家外商用通路渠道和电商渠道，未来有望持续发力。

（二）报表质量良好，预付款大增用于低价吞原料

公司上半年销售费用20.27亿元，较上年同期增长30.22%，主要原因是新增产上年产能投放致使产品销售运费增加以及人工费用和市场推广费用增加所致，分别较上年同期增加29.19%、25.37%、175.35%，销售费用率有所改善，较同期微减。本期利润总额增加致使应计提的得税费增加34.30%。新产能投放带来的净增长使得公司现金流增加30.99%至15.41亿元。本期公司购买低价进口纸浆规模提升，**预付账款达到6.21亿，同比大幅增加121.79%。**部分新增产能投放致使在建工程减少38%，相应固定资产略有增加。账上现金12.3亿，与去年同期基本持平，整体报表质量良好。

太阳纸业（002078.SZ）

推荐 维持评级

分析师

马莉 轻工制造首席分析师

☎：(8610) 6656 8489

✉：mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511020012

特此鸣谢：

汤军

☎：(0755) 8283 9715

✉：tangjun_jg@chinastock.com.cn

郝帅

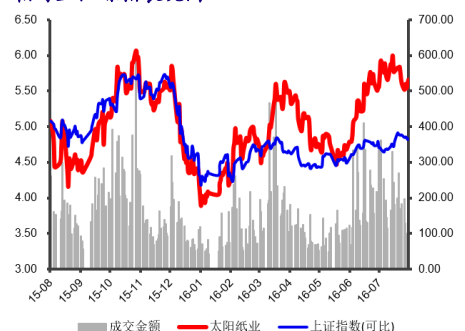
☎：(8610) 8357 1374

✉：haoshuai@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

市场数据	时间	2016.8.26
A股收盘价(元)		5.66
A股一年内最高价(元)		6.43
A股一年内最低价(元)		3.77
上证指数		3070
市净率		2.05
总股本(亿股)		25.37
实际流通A股(亿股)		25.14
流通A股市值(亿元)		142

相对上证综指表现图



资料来源：Wind 资讯，中国银河证券研究部

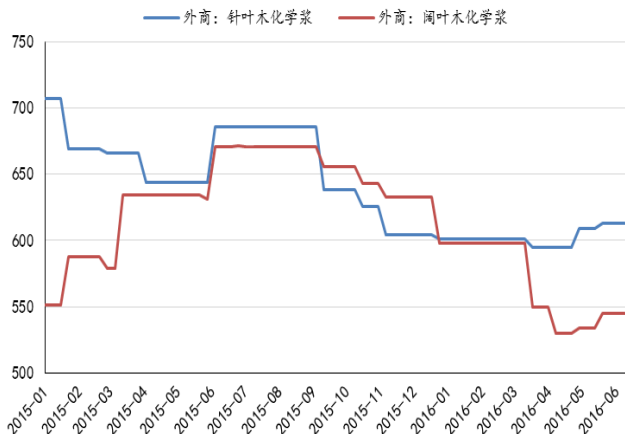
(三) 上半年行业景气向上, 下半年有望保持

国际市场受到新增纸浆产能(印尼 200 万吨投放; 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, 年初以来每吨最高下降 108 美元, 跌幅达 18%。公司每年进口 50 万吨阔叶浆, 上半年主要是高价原料库存消化影响毛利率, 随着高价库存在 5 月份消化完毕, 在低价屯原料、吨盈利水平将会在下半年释放。

另外, 受到棉花价格提升影响, 上半年粘胶短纤提价幅度较大, 目前价格保持在 16500 元/吨左右, 相较年初增加 4400 元/吨, 同比增 36.36%。上游原料溶解浆跟进提价, 较年初增长 16.94%, 目前保持在 7800 元/吨左右水平。公司 30 万吨溶解浆二季度满产, 加上原有 20 万吨溶解浆产能总计 50 万吨将为公司带来更多弹性。

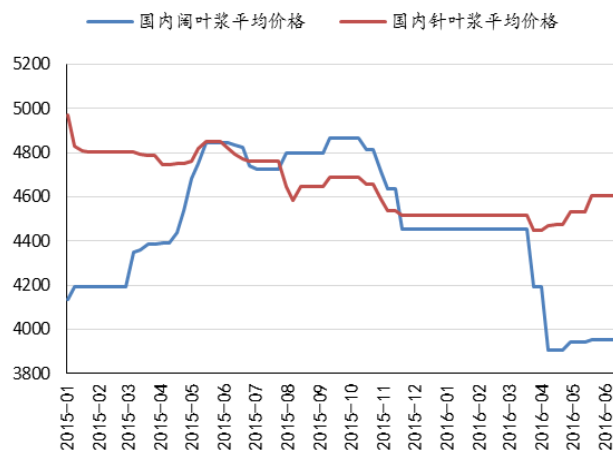
此外, 受国内环保政策趋严影响, 中小纸厂面临市场淘汰, 优质资源有望继续向行业龙头集中。部分纸种价格自年初底部以来分别提价, 玖龙, 理文箱板纸年初以来发布涨价函累计提价超过 250 元/吨, 太阳、晨鸣铜版纸涨价函累计提价超过 550 元/吨, 晨鸣白卡纸涨价函累计提价超过 400 元/吨, 涨价函落地情况还有待验证, 但已显示出在行业逐步出清的大趋势下, 优质龙头规模优势开始体现。目前各纸种价格依然位于底部, 提价进程有望持续进行下去。

图 1: 国际纸浆价格(美元/吨)



资料来源: WIND 中国银河证券研究部

图 2: 国内纸浆价格(元/吨)



资料来源: WIND 中国银河证券研究部

图 3: 溶解浆内盘价格指数(元/吨)



资料来源: WIND 中国银河证券研究部

图 4: 粘胶纤维市场价(元/吨)



资料来源: WIND 中国银河证券研究部

（四）公司未来看点颇多，新增产能+生活用纸为公司增长提供保障

公司接下来看点在于新增产能建设及投放、生活用纸盈利以及纸尿裤推广进度：**1) 50万吨牛皮卡纸投产：**公司50万吨牛皮卡纸于近期正式投产，初步测算每吨至少可净赚200元以上，为17年业绩提供支撑；**2) 老挝项目：**将于16年下半年启动建设，预计18年一期投产20万吨浆纸。老挝项目优势在于成本低、税收政策好、运用范围广，预计每年可为公司贡献3-4亿利润贡献。**3) 美国阿肯色州绒毛浆项目：**现已开始环评阶段，预计17年下半年开始建设，到19年正式开始投产，2020年达到满产70万吨，预计毛利率在40%-50%。**4) 生活用纸：**公司现有生活用纸产能12万吨，收入在15年达到6亿规模，16年上半年3.46亿元规模，但尚未盈利，16年上半年毛利率仅为12.78%，与行业内专注生活用纸企业相比，还有很大的提升空间。**5) 纸尿裤业务：**公司与日本最大的造纸企业Crecia公司合作的纸尿裤将于近期上线，通过原有生活用纸渠道和电商逐步扩展并于上海家化达成分销合作协议。纸尿裤行业渗透率极低，国内市场几乎被国际品牌垄断，公司有望借助日本高质量生产打开国内市场，是公司未来的一大看点。

3. 盈利预测及投资建议

预计公司2016/2017年净利润为10/12.5亿元，当前144亿市值对应14.4、11倍。公司未来三年成长点清晰可见（复合增速有望达到20%+以上），业绩稳中有升基本可以确立，又有生活用纸、纸尿裤前景良好的快消品业务，基于此，我们认为应当以成长股的思路看待太阳，维持对公司的推荐评级。

风险提示：造纸产量不及预期，产品提价落地不及预期，行业政策不达预期等

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 轻工制造行业首席分析师。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

上海浦东新区富城路99号震旦大厦15楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层
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
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

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
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn

