太阳纸业：处处有惊喜

■**生活用品业务再发力，携手复星有惊喜：**复星将协助太阳纸业进行生活用纸、纸尿裤等快速消费品领域的布局，一方面推进复星下属子公司及产业板块与公司在产品上达成合作；另一方面可能共同在全球范围内开展生活用纸、纸尿裤及其他纸品项目的并购整合。

■**溶解浆价格连续上涨，公司业绩可能持续超预期：**粘胶纤维、棉花是纺织服装的原料，二者存在替代关系，而溶解浆则是粘胶纤维的主要原料。受益于棉花价格的大涨，国内的溶解浆自五月份以来连续上升。

■**铜版纸进入三年景气上升期，贡献重要利润弹性：**我们 7 月初开始重点提示铜版纸涨价机会，7、8 月铜版纸各大厂商纷纷发布涨价函，我们跟踪提价累计落地 200 元/吨，公司 10 月 1 日再次提价 100 元，铜版纸涨价逻辑得到验证。铜版纸涨价背后是行业供求的好转。

■**投资建议：**我们预计 16-18 年公司净利润为 10.3 亿元、14.8 亿元、19.5 亿元，分别增长 53.8%、44.2%、31.7%，六个月目标价为 9.07 元，当前股价对应 17 年净利润仅 11xPE，给予买入-B 评级。

■**风险提示：**宏观经济疲软，造纸行业需求恢复缓慢。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	10,457.9	10,825.1	14,429.9	17,741.5	21,981.8
净利润	468.8	666.7	1,025.2	1,477.8	1,946.0
每股收益(元)	0.18	0.26	0.40	0.58	0.77
每股净资产(元)	2.14	2.75	3.01	3.45	4.04

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	35.1	24.7	16.1	11.1	8.5
市净率(倍)	3.0	2.4	2.2	1.9	1.6
净利润率	4.5%	6.2%	7.1%	8.3%	8.9%
净资产收益率	8.6%	9.5%	13.4%	16.9%	19.0%
股息收益率	0.8%	0.8%	1.8%	2.2%	2.9%
ROIC	8.8%	9.9%	11.4%	15.3%	15.9%

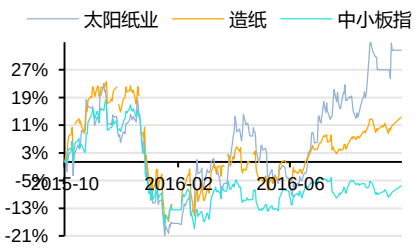
数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级	买入-B
	维持评级
6 个月目标价：	9.07 元
股价（2016-10-10）	6.49 元

交易数据

总市值（百万元）	16,462.76
流通市值(百万元)	16,394.90
总股本（百万股）	2,536.64
流通股本(百万股)	2,526.18
12 个月价格区间	3.89/6.60 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.68	26.56	46.11
绝对收益	0.31	25.45	42.98

周文波 分析师
SAC 执业证书编号：S1450515080001
zhouwb@essence.com.cn
021-35082778

雷慧华 分析师
SAC 执业证书编号：S1450516090002
leihh@essence.com.cn
021-35082719

相关报告

太阳纸业：我们眼中的太阳有什么不同？	2016-09-28
太阳纸业：上半年业绩靓丽，下半年预计会更好	2016-08-29
太阳纸业：受益纸价上涨及溶解浆提价	2016-07-06

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

1. 公司公告

16 年 10 月 10 日与复星集团签署战略合作协议；控股股东太阳控股拟向复星瑞哲富泰转让 1.9 亿股，价格 6 元/股，占比 7.49%，转让后太阳控股持股比例由原来的 55.9%降至 48.4%。

2. 生活用品业务再发力，携手复星有惊喜

根据《协议》，复星将协助太阳纸业进行生活用纸、纸尿裤等快速消费品领域的布局，一方面推进复星下属子公司及产业板块与公司在产品上达成合作；另一方面可能共同在全球范围内开展生活用纸、纸尿裤及其他纸品项目的并购整合。业务合作：复星集团是国内领先的投资集团，业务包涵金融及产业运营两大板块，产业运营板块涵盖健康、娱乐、地产、钢铁及资源五大行业，旗下企业过百家，资产规模高达 4.4 千亿元，是公司生活用纸、办公用纸、纸尿裤等产品的重要潜在用户，有望帮助公司产品快速开拓市场。例如，复星健康板块重点关注人口老龄化、新生儿等领域，旗下拥有医院 13 家及养老社区等，其用户是公司生活用纸、纸尿裤等产品的重要消费群体，二者有较大协同；资源整合：复星通过投资并购扩张成长为收入近 800 亿的大型综合投资集团，不管是项目资源还是投资经验都非常丰富，且业务涵盖英、美、日、印、俄及巴西等众多海外新兴市场，拥有全球化的资源整合平台，有望协助公司在全球范围内实现资源整合，成长为全球性的大型纸业集团。卫生用品业务是公司发展四三三战略的重要部分，将逐步成为公司未来重要增长点。

3. 舒芽奇纸尿裤源于日本，市场化推广起步

16 年 3 月，公司与日本制纸 Crecia 签署战略合作协议，联手开拓中国纸尿裤市场。日本制纸成立于 1963 年，是日本第二大造纸企业，双方合作推出 Suyappy（舒芽奇）品牌，首次提出”空气纸尿裤”的概念，采用 3D 仿生面层及定格锁水技术、抗菌防臭技术等国际领先技术。产品重点定位华东、华北区域一二线城市，开展区域经销、母婴连锁及电商三大渠道。根据智研咨询数据，2015 年我国婴儿纸尿裤销量约 270 亿片，市场规模约 332 亿元，智研预测，未来三年市场复合增长将保持 13%左右水平；智研咨询数据显示，成人纸尿裤销量 24.7 亿片，市场规模 43.3 亿元，渗透率提升迅速，2010-2014 年成人纸尿裤复合增速超过 20%。此外，公司公告拟在美国阿肯色州新建 70 万吨绒毛浆生产基地，计划利用美国南部丰富的南方松资源，建成全球最大、最先进、效率最高的单线生物精炼生产线，绒毛浆是是卫生巾、纸尿裤等个护卫生用品的主要生产原料之一。

4. 溶解浆价格连续上涨，公司业绩可能持续超预期

粘胶纤维、棉花是纺织服装的原料，二者存在替代关系，而溶解浆则是粘胶纤维的主要原料。受益于棉花价格的大涨，国内溶解浆自五月份以来连续上升。目前，国内溶解浆内盘价约 8650 元/吨，较五月份上涨近 2000 元/吨；近期棉花期货价格也止跌回升，截止 10 月 10 日郑棉期货价格 1.56 万元/吨，创阶段性高点。公司拥有 50 万吨溶解浆产能，上半年溶解浆收入 11.6 亿元，毛利率约 14%，按当前价格测算，我们预计下半年溶解浆均价将高于上半年约 1500 元/吨，下半年盈利将显著好于上半年。

5. 铜版纸进入三年景气上升期，贡献重要利润弹性

我们 7 月初开始重点提示铜版纸涨价机会，7、8 月铜版纸各大厂商纷纷发布涨价函，我们跟踪提价累计落地 200 元/吨，公司 10 月 1 日再次提价 100 元，铜版纸涨价逻辑得到验证。铜版纸涨价背后是行业供求的好转。需求：目前国内铜版纸消费约 610 万吨，年增速约 2%；年净出口量约 100 万吨。供给：随着大宇制纸、苏州紫兴等铜版纸纸企相继退出（合计产能 40 万吨），国内铜版纸供需已大幅改善，我们统计国内铜版纸总产能约 780 万吨，企业开工率已近 90%，且未来三年国内基本无新增产能，铜版纸行业已进入景气上升期。目前国内铜版纸竞争格局好，龙头 APP 市占率近 50%，前四家市占率近 85%，易于协同。基于供需与竞争格局，我们看好铜版纸后续提价，目前铜版纸均价约 5000-5200 元/吨，仍处历史价格

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

低谷，吨净利不到 100 元，部分工厂仍在亏损，所以我们判断仍有提价的内在动力，2016Q4-2017Q1 铜版纸大概率会继续提价。

6. 盈利预测及投资建议

我们预计 16-18 年公司净利润为 10.3 亿元、14.8 亿元、19.5 亿元，分别增长 53.8%、44.2%、31.7%，六个月目标价为 9.07 元，当前股价对应 17 年净利润仅 11xPE，给予买入-B 评级。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	10,457.9	10,825.1	14,429.9	17,741.5	21,981.8
减:营业成本	8,360.9	8,292.7	11,155.7	13,448.1	16,508.3
营业税费	46.7	40.3	59.1	72.7	87.9
销售费用	341.9	423.3	548.3	674.2	813.3
管理费用	446.0	448.6	577.2	709.7	857.3
财务费用	538.9	590.5	649.1	766.4	917.2
资产减值损失	-3.5	10.3	-	10.0	-
加:公允价值变动收益	-3.1	3.1	1.0	0.3	-0.6
投资和汇兑收益	-56.3	-136.2	-	-	-
营业利润	667.5	886.3	1,441.5	2,060.8	2,797.1
加:营业外净收支	15.8	154.1	39.0	39.0	39.0
利润总额	683.3	1,040.5	1,480.5	2,099.8	2,836.1
减:所得税	136.4	285.4	370.1	524.9	709.0
净利润	468.8	666.7	1,025.2	1,477.8	1,946.0

资产负债表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	1,429.5	1,527.6	2,164.5	2,661.2	3,297.3
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	733.1	1,080.2	978.0	1,700.9	1,678.0
应收票据	1,057.2	2,317.2	1,443.4	3,236.6	2,889.8
预付帐款	316.4	280.1	539.7	469.6	743.6
存货	1,124.3	1,400.1	1,908.9	2,107.8	2,843.1
其他流动资产	134.1	421.8	220.3	258.7	300.3
可供出售金融资产	-	130.2	43.4	57.8	77.1
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	739.5	100.9	100.9	100.9	100.9
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	7,748.5	8,625.3	10,718.7	9,831.8	8,944.9
在建工程	1,715.6	2,735.2	1,326.2	4,272.2	7,218.2
无形资产	496.8	529.7	516.2	502.7	489.1
其他非流动资产	798.3	569.6	704.6	681.9	643.5
资产总额	16,293.3	19,717.9	20,664.7	25,882.2	29,225.8
短期债务	4,779.5	5,253.8	6,335.4	8,630.1	9,957.6
应付帐款	1,399.5	1,527.6	1,997.6	2,458.1	3,046.3
应付票据	512.0	732.5	506.3	1,046.0	1,026.1
其他流动负债	1,007.4	1,625.8	1,444.2	1,410.4	1,667.6
长期借款	1,007.2	1,720.3	730.8	1,411.2	986.9
其他非流动负债	1,762.7	1,464.2	1,529.9	1,585.6	1,526.6
负债总额	10,468.4	12,324.2	12,544.2	16,541.4	18,211.0
少数股东权益	403.6	407.7	492.9	589.9	771.0
股本	2,298.5	2,536.6	2,536.6	2,536.6	2,536.6
留存收益	3,158.3	4,448.1	5,091.0	6,214.3	7,707.2
股东权益	5,824.9	7,393.7	8,120.5	9,340.8	11,014.8

财务指标

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长性					
营业收入增长率	-4.0%	3.5%	33.3%	23.0%	23.9%
营业利润增长率	39.2%	32.8%	62.6%	43.0%	35.7%
净利润增长率	64.7%	42.2%	53.8%	44.2%	31.7%
EBITDA 增长率	12.5%	13.4%	33.1%	26.2%	23.8%
EBIT 增长率	19.9%	22.4%	41.6%	35.2%	31.4%
NOPLAT 增长率	38.0%	11.0%	46.3%	35.2%	31.4%
投资资本增长率	-1.2%	26.9%	0.9%	26.3%	11.4%
净资产增长率	5.5%	26.9%	9.8%	15.0%	17.9%
利润率					
毛利率	20.1%	23.4%	22.7%	24.2%	24.9%
营业利润率	6.4%	8.2%	10.0%	11.6%	12.7%
净利润率	4.5%	6.2%	7.1%	8.3%	8.9%
EBITDA/营业收入	18.7%	20.5%	20.5%	21.0%	21.0%
EBIT/营业收入	11.5%	13.6%	14.5%	15.9%	16.9%
运营效率					
固定资产周转天数	268	272	241	208	154
流动营业资本周转天数	52	65	60	59	61
流动资产周转天数	177	197	178	179	182
应收帐款周转天数	26	30	26	27	28
存货周转天数	42	42	41	41	41
总资产周转天数	554	599	504	472	451
投资资本周转天数	376	410	345	319	304
投资回报率					
ROE	8.6%	9.5%	13.4%	16.9%	19.0%
ROA	3.4%	3.8%	5.4%	6.1%	7.3%
ROIC	8.8%	9.9%	11.4%	15.3%	15.9%
费用率					
销售费用率	3.3%	3.9%	3.8%	3.8%	3.7%
管理费用率	4.3%	4.1%	4.0%	4.0%	3.9%
财务费用率	5.2%	5.5%	4.5%	4.3%	4.2%
三费/营业收入	12.7%	13.5%	12.3%	12.1%	11.8%
偿债能力					
资产负债率	64.2%	62.5%	60.7%	63.9%	62.3%
负债权益比	179.7%	166.7%	154.5%	177.1%	165.3%
流动比率	0.62	0.77	0.71	0.77	0.75
速动比率	0.48	0.62	0.52	0.61	0.57
利息保障倍数	2.24	2.50	3.22	3.69	4.05
分红指标					
DPS(元)	0.05	0.05	0.12	0.15	0.19
分红比率	27.1%	19.0%	28.8%	25.0%	24.3%
股息收益率	0.8%	0.8%	1.8%	2.2%	2.9%

现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	546.9	755.1	1,025.2	1,477.8	1,946.0
加:折旧和摊销	754.2	747.3	862.2	900.4	900.4
资产减值准备	-3.5	10.3	-	-	-
公允价值变动损失	3.1	-3.1	1.0	0.3	-0.6
财务费用	465.6	482.3	649.1	766.4	917.2
投资损失	56.3	136.2	-	-	-
少数股东损益	78.1	88.4	85.2	97.0	181.1
营运资金的变动	1,104.2	-1,371.6	417.0	-1,593.7	88.8
经营活动产生现金流量	2,608.1	685.4	3,039.7	1,648.3	4,032.9
投资活动产生现金流量	-1,973.6	-2,199.5	-1,413.2	-2,966.0	-2,972.6
融资活动产生现金流量	-1,189.4	2,039.4	-989.5	1,814.4	-424.3

业绩和估值指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
EPS(元)	0.18	0.26	0.40	0.58	0.77
BVPS(元)	2.14	2.75	3.01	3.45	4.04
PE(X)	35.1	24.7	16.1	11.1	8.5
PB(X)	3.0	2.4	2.2	1.9	1.6
P/FCF	-307.7	-19.3	17.3	21.9	18.4
P/S	1.6	1.5	1.1	0.9	0.7
EV/EBITDA	7.5	9.5	7.7	6.8	5.6
CAGR(%)	42.3%	41.2%	51.7%	42.3%	41.2%
PEG	0.8	0.6	0.3	0.3	0.2
ROIC/WACC	1.0	1.1	1.3	1.7	1.8
REP	1.4	1.4	1.3	0.8	0.7

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

周文波、雷慧华声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编： 518026

上海市

地　址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮　编： 200080

北京市

地　址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。