

引入战投复星集团, 资源整合效果可期

投资要点

- **事件:** 公司发布公告, 公司拟与复星集团签署《战略合作协议》; 同时太阳控股将其持有太阳纸业 14.2 亿股中 1.9 亿股转让给复星瑞哲泰富, 太阳控股持股比例由 55.88% 降至 48.39%, 而复星瑞哲泰富转让后持股可达 7.49%, 实际控制权不会发生改变, 转让价格为 6 元/股, 较停牌前股价折价 7.6%。
- **借力复星打开医院等多渠道, 拓宽品牌营销路径。** 母婴、养老等都是复星集团重点关注的板块, 与太阳“四三三”的转型战略相当契合。截止到 2015 年, 复星已经投资了 13 医院、2 个专业护理单位和 7 家私家诊所, 以及“名医主刀”、“妈咪知道”等众多移动互联网健康品牌。未来太阳的生活用纸及纸尿裤等快消品可以借助复星的医院渠道进行销售, 也可以借用复星投资的 APP 扩大品牌影响力; 另一方面, 凭借复星大集团的产业和资源优势, 太阳未来的全球化的投资并购效率提高。复星集团实行“大金融+产业”双轨并行的思路, 一直持续在全球进行资源整合, 具有相当深厚的资源和产业优势, 未来太阳在多个项目可以共同投资, 提高资源整合效率。
- **新增产能投产, 产能进一步释放提振利润。** 公司 50 万吨低克重高档牛皮箱板纸均已进入试产阶段, 此外, 17 年的美国绒毛浆项目也在稳步推进。近期公司发布定增预案, 拟募集资金有 16 亿元用于投向老挝年产 30 万吨化学浆项目(可转换成 25 吨溶解浆), 建成后可提高原材料自给率同时提供新的利润增长点。
- **增资生活用纸公司, 快消品稳步推进。** 公司一直稳步推进“四三三”战略, 稳步拓宽生活用纸渠道, 加大营销力度。目前公司 Suyappy 纸尿裤已上市, 京东、淘宝等电商渠道已推开, 快消品领域的快速发展将带来公司估值上修。**多品种价格持续上涨。** 截止到 10 月 11 日, 溶解浆价格已经持续上涨至 8650 元/吨, 相较 1 月份的 6670 元/吨增幅可达 30%; 铜版纸新一轮涨价已经发布, 多个品种提价将直接增强业绩弹性; 此外原材料成本降低或将在下半年毛利率中体现。
- **盈利预测与投资建议。** 考虑到公司溶解浆和铜版纸持续提价, 我们上调盈利预测。预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.40 元、0.48 元、0.56 元, 对应 PE 分别为 18 倍、15 倍和 13 倍, 考虑到公司在消费品的布局持续推进, 较大概率超预期, 给予公司未来 6 个月 20 倍 PE, 对应目标价 9.6 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动的风险, 产能投放或不及预期的风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	10825.12	14687.05	17216.67	19216.77
增长率	3.51%	35.68%	17.22%	11.62%
归属母公司净利润(百万元)	666.66	1004.68	1206.41	1410.30
增长率	42.20%	50.70%	20.08%	16.90%
每股收益 EPS(元)	0.26	0.40	0.48	0.56
净资产收益率 ROE	10.21%	13.63%	14.47%	14.91%
PE	27	18	15	13
PB	2.45	2.17	1.92	1.69

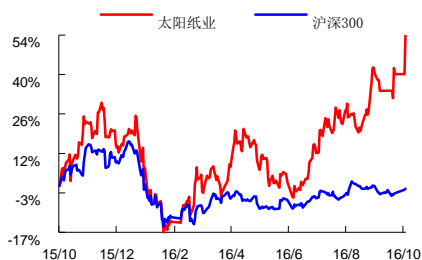
数据来源: Wind, 西南证券

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: 徐稚涵
电话: 021-68415526
邮箱: xyhan@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)	25.26
52 周内股价区间(元)	3.89-7.14
总市值(亿元)	181.12
总资产(亿元)	203.28
每股净资产(元)	2.90

相关研究

1. 太阳纸业(002078): 老挝项目稳步推进, 长期战略发展可期 (2016-09-29)
2. 太阳纸业(002078): 业绩基本符合预期, 长期静待产能释放 (2016-08-30)
3. 太阳纸业(002078): 多品种持续提价, 业绩弹性增强 (2016-08-02)
4. 太阳纸业(002078): 成本降产能增, 业绩成长可期 (2016-06-27)

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	14687.05	17216.67	19216.77	净利润	755.10	1137.97	1366.46	1597.41
营业成本	8292.75	11379.64	13483.83	15183.37	折旧与摊销	747.34	902.52	1002.05	1051.42
营业税金及附加	40.26	54.23	65.94	72.37	财务费用	590.48	561.68	574.32	551.43
销售费用	423.31	638.89	654.23	672.59	资产减值损失	10.32	0.00	0.00	0.00
管理费用	448.56	616.86	688.67	691.80	经营营运资本变动	-1635.32	-1202.09	-579.79	-525.45
财务费用	590.48	561.68	574.32	551.43	其他	217.50	-3.08	-3.08	-3.08
资产减值损失	10.32	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	685.43	1397.01	2359.97	2671.74
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	投资活动现金流净额	-2199.48	-1497.42	-1546.92	3.08
营业利润	886.34	1438.84	1752.76	2048.29	短期借款	474.30	1182.72	1086.04	-1597.00
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
利润总额	1040.47	1516.05	1840.79	2143.92	股权融资	988.04	0.00	0.00	0.00
所得税	285.37	378.07	474.33	546.51	支付股利	-126.83	-180.36	-271.80	-326.38
净利润	755.10	1137.97	1366.46	1597.41	其他	-9.15	-960.82	-1374.32	-551.43
少数股东损益	88.45	133.29	160.06	187.11	筹资活动现金流净额	2039.44	41.55	-560.08	-2474.81
归属母公司股东净利润	666.66	1004.68	1206.41	1410.30	现金流量净额	547.00	-58.86	252.96	200.01
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	1468.71	1721.67	1921.68	成长能力				
应收和预付款项	3677.52	4790.50	5657.59	6345.44	销售收入增长率	3.51%	35.68%	17.22%	11.62%
存货	1400.09	1921.26	2276.52	2563.45	营业利润增长率	32.78%	62.33%	21.82%	16.86%
其他流动资产	421.82	505.14	592.15	660.94	净利润增长率	38.06%	50.70%	20.08%	16.90%
长期股权投资	100.94	100.94	100.94	100.94	EBITDA 增长率	13.44%	30.52%	14.68%	9.67%
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	11360.47	12069.38	12678.76	11688.77	毛利率	23.39%	22.52%	21.68%	20.99%
无形资产和开发支出	529.74	469.69	409.64	349.59	三费率	13.51%	12.37%	11.14%	9.97%
其他非流动资产	699.70	698.32	696.93	695.55	净利率	6.98%	7.75%	7.94%	8.31%
资产总计	19717.85	22023.94	24134.20	24326.37	ROE	10.21%	13.63%	14.47%	14.91%
短期借款	5253.75	6436.47	7522.51	5925.51	ROA	3.83%	5.17%	5.66%	6.57%
应付和预收款项	2534.42	3042.13	3732.72	4219.38	ROIC	8.26%	9.44%	9.75%	10.62%
长期借款	1720.33	1720.33	1720.33	1720.33	EBITDA/销售收入	20.55%	19.77%	19.34%	19.00%
其他负债	2815.68	2474.93	1713.90	1745.38	营运能力				
负债合计	12324.18	13673.87	14689.46	13610.60	总资产周转率	0.60	0.70	0.75	0.79
股本	2536.64	2536.64	2536.64	2536.64	固定资产周转率	1.32	1.63	1.77	2.00
资本公积	1203.34	1203.34	1203.34	1203.34	应收账款周转率	13.26	14.24	13.97	13.42
留存收益	3244.76	4069.09	5003.69	6087.62	存货周转率	6.57	6.85	6.42	6.27
归属母公司股东权益	6985.96	7809.06	8743.67	9827.59	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	541.01	701.06	888.17	资本结构				
股东权益合计	7393.68	8350.07	9444.73	10715.77	资产负债率	62.50%	62.09%	60.87%	55.95%
负债和股东权益合计	19717.85	22023.94	24134.20	24326.37	带息债务/总负债	60.62%	63.28%	66.30%	59.82%
					流动比率	0.77	0.83	0.89	1.10
					速动比率	0.62	0.64	0.69	0.86
					股利支付率	19.03%	17.95%	22.53%	23.14%
					每股指标				
					每股收益	0.26	0.40	0.48	0.56
					每股净资产	2.91	3.29	3.72	4.22
					每股经营现金	0.27	0.55	0.93	1.05
					每股股利	0.05	0.07	0.11	0.13
业绩和估值指标									
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	2224.17	2903.04	3329.13	3651.14					
PE	27.17	18.03	15.01	12.84					
PB	2.45	2.17	1.92	1.69					
PS	1.67	1.23	1.05	0.94					
EV/EBITDA	11.05	8.75	7.64	6.48					
股息率	0.70%	1.00%	1.50%	1.80%					

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
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@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