

业绩大幅增长，未来会更好

■ **三季度业绩大幅增长，受益于新产能投产、产品提价：**2016年三季报：1-9月收入102亿元，同比增长28.6%，归母净利润6.6亿元，同比增长58.1%，扣非后增长49%；公司预计2016年归母净利润9.3~10.7亿元，同比增长40%~60%。单三季度收入36.4亿元，同比增长33.1%，较二季度增速有所下滑（Q2单季收入增速为37.2%），主要受二季度旺季销量高基数影响；净利润3.1亿元，同比增长85.9%，净利润增速较上半年显著提升（Q1、Q2分别增长24.5%、52.9%）。收入增长主要受益公司新产能释放及产品提价。

■ **溶解浆价格连续上涨，公司显著受益：**受益于棉花价格的大涨，国内溶解浆自五月份以来价格连续上升。目前，国内溶解浆内盘价约8700元/吨，较五月份上涨近2000元/吨；9月初，棉花期货价格止跌回升，截止10月27日，郑棉期货价格1.53万元/吨。

■ **生活用品业务再发力，携手复星有惊喜：**2016年10月11日，公司公告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%。生活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。

■ **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，我们跟踪执行情况较好，年初至9月份底，铜版纸价格累计上涨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，其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%，EPS分别为0.4元、0.58元、0.77元，六个月目标价为9.07元，调高“买入-A”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)	38.0	26.7	17.4	12.0	9.2
市净率(倍)	3.3	2.5	2.3	2.0	1.7
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	0.7%	0.7%	1.7%	2.1%	2.7%
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-A**

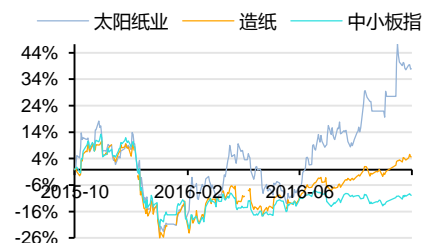
调高评级

6个月目标价：**9.07元**
 股价(2016-10-27) **7.02元**

交易数据

总市值(百万元)	17,807.18
流通市值(百万元)	17,733.77
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	3.89/7.49元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	9.12	23.46	51.28
绝对收益	13.04	26.26	39.24

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：太阳纸业：处 处有惊喜	2016-10-11
太阳纸业：我们眼中的太 阳有什么不同？	2016-09-28
太阳纸业：上半年业绩靚 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

1. 太阳纸业三季报:

1-9 月收入 102 亿元, 同比增长 28.6%, 归母净利润 6.6 亿元, 同比增长 58.1%, 扣非后增长 49%; 公司预计 2016 年归母净利润 9.3~10.7 亿元, 同比增长 40%~60%。

2. 三季度业绩大幅增长, 受益于新产能投产、产品提价:

公司前三季度收入、净利润增长分别为 28.6%、58.1%; 单三季度收入 36.4 亿元, 同比增长 33.1%, 较二季度增速有所下滑 (Q2 单季收入增速为 37.2%), 主要受二季度旺季销量高基数影响; 净利润 3.1 亿元, 同比增长 85.9%, 净利润增速较上半年显著提升 (Q1、Q2 分别增长 24.5%、52.9%)。收入增长主要受益公司新产能释放及产品提价: 1) 新产能释放方面: 公司 30 万吨轻型纸项目在 2015 年三季度末正式投产, 并在 2016 年进入达产阶段状态; 35 万吨溶解浆项目于 2016 年 1 月正式投入生产销售, 轻型纸与溶解浆新增产能三季度均处于满产状态; 年产 80 万吨低克重高档牛皮箱板纸项目于今年 8 月试产成功, 并正式投入生产销售, 贡献 1 个月左右收入; 2) 溶解浆/铜版纸涨价, 公司盈利能力大幅度改善。前三季度公司综合毛利率 21.3%, 同比下滑 1.7pct, 但单三季度毛利率较上半年明显提升 (Q1、Q2 单季毛利率均为 20%, Q3 单季毛利率提升至 24%); 净利率 7%, 同比提升 1.2pct。前三季度公司期间费用率 11.5%, 同比下滑 2.5pct, 其中管理费用率、财务费用率分别下滑 0.9pct、1.6pct。

3. 溶解浆价格连续上涨, 公司显著受益:

受益于棉花价格的大涨, 国内溶解浆自五月份以来价格连续上升。目前, 国内溶解浆内盘价约 8700 元/吨, 较五月份上涨近 2000 元/吨; 9 月初, 棉花期货价格止跌回升, 截止 10 月 27 日, 郑棉期货价格 1.53 万元/吨。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, 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。另外, 根据公司公告, 公司近期发布定增预案, 以不低于 5.48 元/股, 发行数量不超过 3.3 亿股, 募集资金总额不超过 18 亿元, 主要用于老挝 30 万吨化学浆项目建设。此项目亦可产溶解浆 (约 25 万吨), 计划年底开工, 预计 18 年初投产。项目拟在老挝建立 3 万公顷自营林并推进当地居民合作林约 7 万公顷, 利用老挝低价林木资源, 制浆成本较低 (预计比现有设备便宜千元左右), 盈利性预计大幅好于现有溶解浆项目。

4. 生活用品业务再发力, 携手复星有惊喜:

2016 年 10 月 11 日, 公司公告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%。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。

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，我们跟踪执行情况较好，年初至9月份底，铜版纸价格累计上涨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，其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、苏州紫兴等铜版纸企业相继退出（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5300元/吨，仍处历史价格谷底，吨纸盈利薄，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。

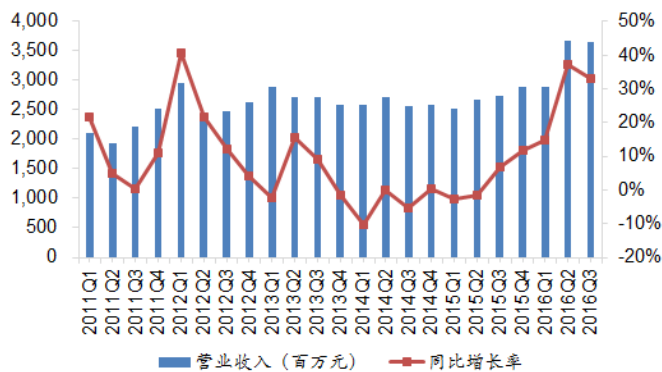
6. 盈利预测及投资建议：

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%，EPS分别为0.4元、0.58元、0.77元，六个月目标价为9.07元，调高“买入-A”评级。

7. 风险提示：

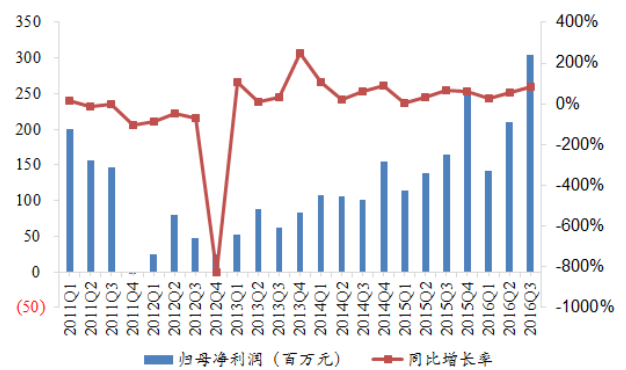
宏观经济疲软，造纸行业需求恢复缓慢。

图1：太阳纸业营业收入



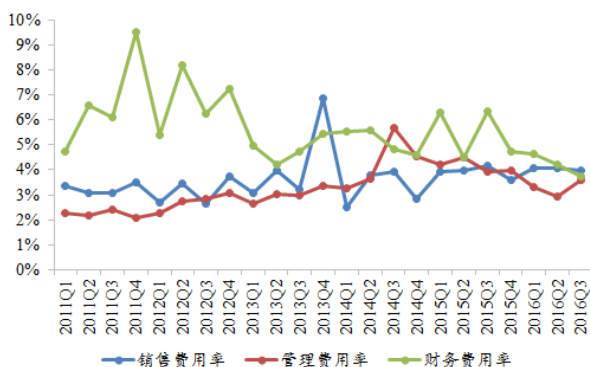
资料来源：wind 资讯，安信证券研究中心

图2：太阳纸业净利润



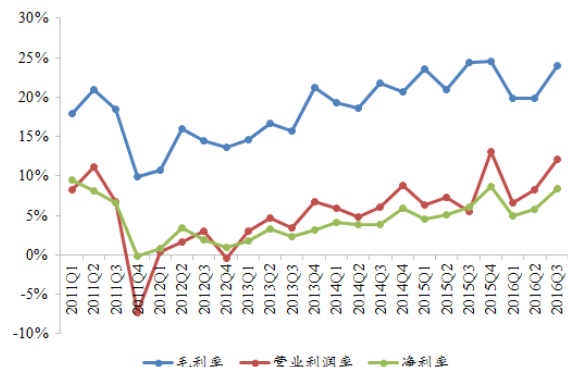
资料来源：wind 资讯，安信证券研究中心

图3：太阳纸业费用率



资料来源：wind 资讯，安信证券研究中心

图4：太阳纸业利润率



资料来源：wind 资讯，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(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	成长性					
减:营业成本	8,360.9	8,292.7	11,155.7	13,448.1	16,508.3	营业收入增长率	-4.0%	3.5%	33.3%	23.0%	23.9%
营业税费	46.7	40.3	59.1	72.7	87.9	营业利润增长率	39.2%	32.8%	62.6%	43.0%	35.7%
销售费用	341.9	423.3	548.3	674.2	813.3	净利润增长率	64.7%	42.2%	53.8%	44.2%	31.7%
管理费用	446.0	448.6	577.2	709.7	857.3	EBITDA 增长率	12.5%	13.4%	33.1%	26.2%	23.8%
财务费用	538.9	590.5	649.1	766.4	917.2	EBIT 增长率	19.9%	22.4%	41.6%	35.2%	31.4%
资产减值损失	-3.5	10.3	-	10.0	-	NOPLAT 增长率	38.0%	11.0%	46.3%	35.2%	31.4%
加:公允价值变动收益	-3.1	3.1	1.0	0.3	-0.6	投资资本增长率	-1.2%	26.9%	0.9%	26.3%	11.4%
投资和汇兑收益	-56.3	-136.2	-	-	-	净资产增长率	5.5%	26.9%	9.8%	15.0%	17.9%
营业利润	667.5	886.3	1,441.5	2,060.8	2,797.1	利润率					
加:营业外净收支	15.8	154.1	39.0	39.0	39.0	毛利率	20.1%	23.4%	22.7%	24.2%	24.9%
利润总额	683.3	1,040.5	1,480.5	2,099.8	2,836.1	营业利润率	6.4%	8.2%	10.0%	11.6%	12.7%
减:所得税	136.4	285.4	370.1	524.9	709.0	净利润率	4.5%	6.2%	7.1%	8.3%	8.9%
净利润	468.8	666.7	1,025.2	1,477.8	1,946.0	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%
资产负债表						运营效率					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	268	272	241	208	154
货币资金	1,429.5	1,527.6	2,164.5	2,661.2	3,297.3	流动营业资本周转天数	52	65	60	59	61
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	177	197	178	179	182
应收账款	733.1	1,080.2	978.0	1,700.9	1,678.0	应收帐款周转天数	26	30	26	27	28
应收票据	1,057.2	2,317.2	1,443.4	3,236.6	2,889.8	存货周转天数	42	42	41	41	41
预付帐款	316.4	280.1	539.7	469.6	743.6	总资产周转天数	554	599	504	472	451
存货	1,124.3	1,400.1	1,908.9	2,107.8	2,843.1	投资资本周转天数	376	410	345	319	304
其他流动资产	134.1	421.8	220.3	258.7	300.3	投资回报率					
可供出售金融资产	-	130.2	43.4	57.8	77.1	ROE	8.6%	9.5%	13.4%	16.9%	19.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.4%	3.8%	5.4%	6.1%	7.3%
长期股权投资	739.5	100.9	100.9	100.9	100.9	ROIC	8.8%	9.9%	11.4%	15.3%	15.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	7,748.5	8,625.3	10,718.7	9,831.8	8,944.9	销售费用率	3.3%	3.9%	3.8%	3.8%	3.7%
在建工程	1,715.6	2,735.2	1,326.2	4,272.2	7,218.2	管理费用率	4.3%	4.1%	4.0%	4.0%	3.9%
无形资产	496.8	529.7	516.2	502.7	489.1	财务费用率	5.2%	5.5%	4.5%	4.3%	4.2%
其他非流动资产	798.3	569.6	704.6	681.9	643.5	三费/营业收入	12.7%	13.5%	12.3%	12.1%	11.8%
资产总额	16,293.3	19,717.9	20,664.7	25,882.2	29,225.8	偿债能力					
短期债务	4,779.5	5,253.8	6,335.4	8,630.1	9,957.6	资产负债率	64.2%	62.5%	60.7%	63.9%	62.3%
应付帐款	1,399.5	1,527.6	1,997.6	2,458.1	3,046.3	负债权益比	179.7%	166.7%	154.5%	177.1%	165.3%
应付票据	512.0	732.5	506.3	1,046.0	1,026.1	流动比率	0.62	0.77	0.71	0.77	0.75
其他流动负债	1,007.4	1,625.8	1,444.2	1,410.4	1,667.6	速动比率	0.48	0.62	0.52	0.61	0.57
长期借款	1,007.2	1,720.3	730.8	1,411.2	986.9	利息保障倍数	2.24	2.50	3.22	3.69	4.05
其他非流动负债	1,762.7	1,464.2	1,529.9	1,585.6	1,526.6	分红指标					
负债总额	10,468.4	12,324.2	12,544.2	16,541.4	18,211.0	DPS(元)	0.05	0.05	0.12	0.15	0.19
少数股东权益	403.6	407.7	492.9	589.9	771.0	分红比率	27.1%	19.0%	28.8%	25.0%	24.3%
股本	2,298.5	2,536.6	2,536.6	2,536.6	2,536.6	股息收益率	0.7%	0.7%	1.7%	2.1%	2.7%
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						
						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	业绩和估值指标					
加:折旧和摊销	754.2	747.3	862.2	900.4	900.4	EPS(元)	0.18	0.26	0.40	0.58	0.77
资产减值准备	-3.5	10.3	-	-	-	BVPS(元)	2.14	2.75	3.01	3.45	4.04
公允价值变动损失	3.1	-3.1	1.0	0.3	-0.6	PE(X)	38.0	26.7	17.4	12.0	9.2
财务费用	465.6	482.3	649.1	766.4	917.2	PB(X)	3.3	2.5	2.3	2.0	1.7
投资损失	56.3	136.2	-	-	-	P/FCF	-332.8	-20.9	18.7	23.7	19.9
少数股东损益	78.1	88.4	85.2	97.0	181.1	P/S	1.7	1.6	1.2	1.0	0.8
营运资金的变动	1,104.2	-1,371.6	417.0	-1,593.7	88.8	EV/EBITDA	7.5	9.5	8.2	7.1	5.9
经营活动产生现金流量	2,608.1	685.4	3,039.7	1,648.3	4,032.9	CAGR(%)	42.3%	41.2%	51.7%	42.3%	41.2%
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	PEG	0.9	0.6	0.3	0.3	0.2
融资活动产生现金流量	-1,189.4	2,039.4	-989.5	1,814.4	-424.3	ROIC/WACC	1.0	1.1	1.3	1.7	1.7
						REP	1.4	1.4	1.4	0.9	0.8

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 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	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	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

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