

业绩持续高增长，中长期发展可期

投资要点

- 业绩总结:** 公司2016年前三季度实现营业收入102亿元(+28.6%)，实现归母净利润6.6亿元(+58.1%)，扣非后归母净利润约6.5亿元(+49%)；2016Q3单季度实现营收36.4亿元(+33.1%)，实现归母净利润3亿元(+85.9%)，业绩符合预期。同时，公司公告2016年度归母净利润变动区间为9.3亿元-10.7亿元，对应变动幅度为40%至60%。
- 量价齐升助推业绩高增长。1) 产能进一步扩容。** 公司30万吨轻型纸改扩建项目于2016年进入达产阶段状态(2015年Q3正式投产)；35万吨溶解浆项目于2016年1月步入稳定的销售期，产品也处于满负荷产销状态，且溶解浆市场前景较好；年产50万吨低克重高档牛皮箱板纸项目在8月试产成功并正式投入生产销售。公司前三季度收到纸制品及溶解浆产品预收货款定单大幅增加，预收账款同比增加85%，公司产品销售紧俏；**2) 多品种价格持续上涨。** 截至到8月31日，溶解浆价格已经持续上涨至7870元/吨，相较1月份的6670元/吨增幅可达18%；铜版纸涨价也已落实，涨价约在150-200元/吨，多个品种提价将直接增强业绩弹性；**3) 木浆价格持续下降，带来毛利率环比提升。** 8月外盘阔叶浆和针叶浆较16年1月分别下降18.9%/3.3%，带来公司原材料成本节约。公司2016年第三季度毛利率为24%，环比上升4.2个百分点。
- 新增产能投产，产能进一步释放提振利润。** 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。此外，17年的美国绒毛浆项目也在稳步推进。
- 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。
- 盈利预测与投资建议。** 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，我们给予公司未来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 | 2.41 | 2.13 | 1.89 | 1.66 |

数据来源: Wind, 西南证券

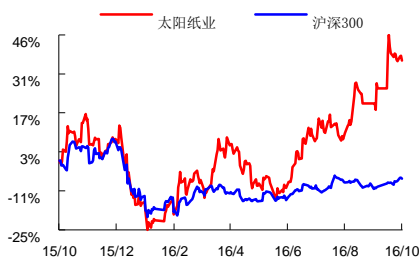
西南证券研究发展中心

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

联系人: 徐雅涵
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) | 3.89-7.49 |
| 总市值(亿元) | 177.82 |
| 总资产(亿元) | 203.28 |
| 每股净资产(元) | 2.90 |

相关研究

- 太阳纸业(002078): 引入战投复星集团, 资源整合效果可期 (2016-10-12)
- 太阳纸业(002078): 老挝项目稳步推进, 长期战略发展可期 (2016-09-29)
- 太阳纸业(002078): 业绩基本符合预期, 长期静待产能释放 (2016-08-30)
- 太阳纸业(002078): 多品种持续提涨, 业绩弹性增强 (2016-08-02)
- 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 | 26.71 | 17.72 | 14.76 | 12.63 | | | | | |
| PB | 2.41 | 2.13 | 1.89 | 1.66 | | | | | |
| PS | 1.64 | 1.21 | 1.03 | 0.93 | | | | | |
| EV/EBITDA | 10.91 | 8.65 | 7.55 | 6.39 | | | | | |
| 股息率 | 0.71% | 1.01% | 1.53% | 1.83% | | | | | |

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 |