

太阳纸业 (002078)

证券研究报告

2017年02月06日

投资养老产业，四三三战略稳步推进，维持买入评级

事件：

- 1、太阳纸业拟在本部实施 20 万吨高档特种纸项目。
- 2、太阳纸业拟在山东省邹城市太平工业园区造纸产业园建设年产 80 万吨高档板纸改建及其配套工程项目。
- 3、太阳纸业控股子公司山东太阳生活用纸有限公司将与北京同仁堂养老投资管理有限责任公司、上海卓衍资产管理中心（有限合伙）、长城嘉信资产管理有限公司、中海信托股份有限公司、丁亚雄、徐炳等机构和个人共同签署《北京同仁堂养老产业投资运营中心（有限合伙）合伙协议》。北京同仁堂养老产业投资运营中心（有限合伙）的设立目的是看好中国健康养老市场，特别是具有中医养生特色的养老市场未来的发展前景，通过设立本合伙企业进行股权投资，发展健康养老产业；本合伙企业认缴总出资额为 10 亿元人民币，山东太阳生活用纸有限公司拟出资 6000 万元人民币，占比为 6%。
- 4、太阳纸业拟以自有资金出资 480 万美元，在美国特拉华州设立全资子公司，用于运作公司在美国阿肯色州实施的 70 万吨生物精炼项目。

点评：

1、本次启动的 20 万吨高档特种纸项目，属于机外涂布的文化纸生产线，可根据需求生产双胶纸、铜版纸或其他特种纸，预计 18 年初投产。80 万吨的高档板纸技改项目，是基于公司 2016 年 7 月投产的 50 万吨牛皮箱板纸生产线上进行的扩建工程，预计 18 年三季度投产。

目前国内造纸行业的景气仍处于上行通道，各个细分纸种都处于供不应求的状态之中。未来中央和地方政府对环保严控的力度只会越来越强，大量环保不达标的中小造纸企业将加速被淘汰出局，双胶纸和箱板瓦楞纸在各个细分纸种之中市场集中度最低，因此最受益于环保严控，未来大量落后产能的淘汰将为造纸行业的龙头企业腾挪出巨大的成长空间，我们认为公司在目前这个时间点进行产能扩张乃明智之举。

2、公司与国内知名的北京同仁堂合伙投资设立养老产业基金，我们认为一方面有助于太阳纸业分享中国人口日趋老龄化所带来的养老产业成长红利，另一方面，通过参与设立养老产业基金，将有助于太阳纸业对接养老机构，为公司的生活用纸和纸尿裤产品切入新的销售渠道奠定基础。

出资 480 万美元，设立美国子公司，是公司加快步伐发展美国 70 万吨绒毛浆项目的信号，70 万吨绒毛浆项目的建设将为公司的消费类产品提供充足的上游原料，彻底打通产业链，强化公司消费业务的竞争实力。

我们判断 2017 年造纸行业整体的景气度受益于环保严控，将继续呈现上行的态势，目前公司的股价对应 2017 年 PE 为 14 倍(考虑增发摊薄)，维持买入评级。

风险提示：小造纸企业复产比率超预期。

投资评级

行业	轻工制造/造纸
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	7.38 元
目标价格	9.28 元
上次目标价	9.28 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,535.86
流通 A 股股本(百万股)	2,524.16
A 股总市值(百万元)	18,714.61
流通 A 股市值(百万元)	18,628.32
每股净资产(元)	2.97
资产负债率(%)	61.00
一年内最高/最低(元)	7.69/3.90

作者

姜浩 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110004
jiangh@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	10,457.88	10,825.12	13,646.65	17,239.09	20,685.43
增长率(%)	(4.01)	3.51	26.06	26.32	19.99
EBITDA(百万元)	1,957.16	2,218.82	2,494.89	3,128.05	3,768.83
净利润(百万元)	468.81	666.66	1,033.52	1,482.03	1,946.05
增长率(%)	64.71	42.20	55.03	43.40	31.31
EPS(元/股)	0.18	0.26	0.41	0.58	0.77
市盈率(P/E)	39.92	28.07	18.11	12.63	9.62
市净率(P/B)	3.45	2.68	2.42	2.12	1.82
市销率(P/S)	1.79	1.73	1.37	1.09	0.91
EV/EBITDA	7.55	9.50	9.45	7.37	5.61

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	1,429.51	1,527.57	1,091.73	1,379.13	1,654.83
应收账款	733.09	1,080.23	866.23	778.99	1,195.14
预付账款	316.37	280.13	492.47	499.97	659.62
存货	1,124.31	1,400.09	1,718.43	2,231.41	2,500.95
其他	1,191.25	2,738.98	1,459.60	3,566.95	2,757.19
流动资产合计	4,794.53	7,027.00	5,628.46	8,456.45	8,767.73
长期股权投资	739.47	100.94	100.94	100.94	100.94
固定资产	7,748.53	8,625.31	9,300.04	9,524.41	9,465.56
在建工程	1,715.60	2,735.17	1,677.10	1,054.26	662.56
无形资产	496.79	529.74	516.21	502.67	489.14
其他	798.33	699.70	834.71	812.05	773.64
非流动资产合计	11,498.72	12,690.86	12,429.00	11,994.34	11,491.83
资产总计	16,293.26	19,717.85	18,057.46	20,450.79	20,259.57
短期借款	4,779.46	5,253.75	4,659.93	4,347.22	2,565.81
应付账款	1,399.54	1,527.64	1,794.63	2,586.88	2,674.58
其他	1,519.42	2,358.28	1,854.94	2,511.07	2,508.92
流动负债合计	7,698.41	9,139.67	8,309.51	9,445.17	7,749.31
长期借款	1,007.25	1,720.33	0.00	0.00	0.00
应付债券	796.91	496.68	696.03	663.21	618.64
其他	965.80	967.50	833.89	922.40	907.93
非流动负债合计	2,769.95	3,184.51	1,529.93	1,585.60	1,526.57
负债合计	10,468.37	12,324.18	9,839.43	11,030.77	9,275.88
少数股东权益	403.59	407.71	497.71	587.71	677.71
股本	2,298.54	2,536.64	2,536.64	2,536.64	2,536.64
资本公积	453.39	1,203.34	1,203.34	1,203.34	1,203.34
留存收益	3,158.33	4,448.10	5,183.68	6,295.67	7,769.34
其他	(488.97)	(1,202.12)	(1,203.34)	(1,203.34)	(1,203.34)
股东权益合计	5,824.89	7,393.68	8,218.03	9,420.02	10,983.69
负债和股东权益总	16,293.26	19,717.85	18,057.46	20,450.79	20,259.57

现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	546.95	755.10	1,033.52	1,482.03	1,946.05
折旧摊销	754.15	747.34	456.86	492.01	514.09
财务费用	465.61	482.28	590.00	590.00	590.00
投资损失	56.33	136.17	(13.00)	(13.00)	(13.00)
营运资金变动	1,104.25	(1,371.64)	672.06	(968.95)	(5.60)
其它	(319.20)	(63.82)	90.00	90.00	90.00
经营活动现金流	2,608.09	685.43	2,829.45	1,672.09	3,121.55
资本支出	1,403.20	2,031.06	193.60	(8.50)	64.47
长期投资	(52.10)	(638.53)	0.00	0.00	0.00
其他	(3,324.67)	(3,592.02)	(206.58)	(63.66)	(109.37)
投资活动现金流	(1,973.58)	(2,199.48)	(12.97)	(72.16)	(44.90)
债权融资	7,263.99	8,668.68	6,305.54	5,953.05	4,214.49
股权融资	(562.80)	434.36	(591.22)	(590.00)	(590.00)
其他	(7,890.63)	(7,063.60)	(8,966.62)	(6,675.58)	(6,425.43)
筹资活动现金流	(1,189.44)	2,039.44	(3,252.31)	(1,312.54)	(2,800.94)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(554.93)	525.39	(435.84)	287.40	275.71

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	10,457.88	10,825.12	13,646.65	17,239.09	20,685.43
营业成本	8,360.89	8,292.75	10,513.54	13,224.16	15,779.54
营业税金及附加	46.71	40.26	54.59	68.96	82.74
营业费用	341.88	423.31	532.22	672.32	806.73
管理费用	446.04	448.56	491.28	620.61	744.68
财务费用	538.93	590.48	590.00	590.00	590.00
资产减值损失	(3.53)	10.32	30.00	30.00	30.00
公允价值变动收益	(3.08)	3.08	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(56.33)	(136.17)	13.00	13.00	13.00
其他	118.81	266.18	(26.00)	(26.00)	(26.00)
营业利润	667.54	886.34	1,448.02	2,046.04	2,664.74
营业外收入	38.29	155.64	55.00	55.00	55.00
营业外支出	22.48	1.51	5.00	5.00	5.00
利润总额	683.34	1,040.47	1,498.02	2,096.04	2,714.74
所得税	136.39	285.37	374.51	524.01	678.68
净利润	546.95	755.10	1,123.52	1,572.03	2,036.05
少数股东损益	78.13	88.45	90.00	90.00	90.00
归属于母公司净利润	468.81	666.66	1,033.52	1,482.03	1,946.05
每股收益（元）	0.18	0.26	0.41	0.58	0.77

主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	-4.01%	3.51%	26.06%	26.32%	19.99%
营业利润	39.16%	32.78%	63.37%	41.30%	30.24%
归属于母公司净利润	64.71%	42.20%	55.03%	43.40%	31.31%
获利能力					
毛利率	20.05%	23.39%	22.96%	23.29%	23.72%
净利率	4.48%	6.16%	7.57%	8.60%	9.41%
ROE	8.65%	9.54%	13.39%	16.78%	18.88%
ROIC	8.79%	9.87%	11.09%	15.71%	18.55%
偿债能力					
资产负债率	64.25%	62.50%	54.49%	53.94%	45.79%
净负债率	13.04%	24.01%	25.89%	25.93%	33.67%
流动比率	0.62	0.77	0.68	0.90	1.13
速动比率	0.48	0.62	0.47	0.66	0.81
营运能力					
应收账款周转率	14.00	11.94	14.02	20.96	20.96
存货周转率	8.48	8.58	8.75	8.73	8.74
总资产周转率	0.65	0.60	0.72	0.90	1.02
每股指标（元）					
每股收益	0.18	0.26	0.41	0.58	0.77
每股经营现金流	1.03	0.27	1.12	0.66	1.23
每股净资产	2.14	2.75	3.04	3.48	4.06
估值比率					
市盈率	39.92	28.07	18.11	12.63	9.62
市净率	3.45	2.68	2.42	2.12	1.82
EV/EBITDA	7.55	9.50	9.45	7.37	5.61
EV/EBIT	12.24	14.27	11.57	8.74	6.50

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com