

太阳纸业(002078)

持续快速成长的造纸龙头！
——太阳纸业第一季报预报点评报告

✉ : 潘海军 执业证书编号: S1230516100001
☎ : 021-80108125
✉ : panhaijun@stocke.com.cn

报告导读

公司于3月25日公告第一季度业绩预报: 预计第一季度实现净利润3.97--4.18亿元, 同比上涨180%--230%。业绩同比大幅上升, 我们认为是公司主要产品(铜版、双胶和溶解浆)的市场景气度稳中有升, 产品销售价格比去年同期有较大幅度提高, 加之公司本期新增产能(16年7月投产80万的牛皮卡纸)的释放。

□ 铜版纸、双胶纸景气度依旧

由于印刷厂正处于9月份开学季的准备期, 铜版纸和双胶纸处于旺季期。目前这两种纸的库存已达历史低点, 供给暂无新产能, 价格持续上涨动力较足。铜版纸公司当前零库存, 铜版纸价格今年年初已上涨400元/吨左右; 双胶纸供给仍然很紧张, 今年已累计提价近350元/吨。未来随着环保日益趋严, 双胶纸的行业集中度将会提升, 利于双胶纸价格持续走强。我们预计双胶纸和铜版纸的价格仍将处于稳步上升的通道中, 公司合计近190万吨的文化纸产能将大大地增添17年业绩弹性。

□ 排污许可证政策将执行, 造纸行业集中度将会进一步提升

根据环保部《控制污染物排放许可制实施方案》要求, 今年7月1日起造纸企业必须持有排污许可证方可生产, 公司已经于2月前就已领到许可证。排污许可证是根据产能制定的排污总量, 未来不管产能如何变化, 其排污总量只能下降。由于大厂商(包括公司)前期的环保投入较多, 其环保的排放标准较高, 排污许可证制度的执行将直接利于造纸的龙头企业, 利于行业集中度的提升。

□ 溶解浆价格持续大涨

当前溶解浆的市场价格已到了8400元/吨, 黏胶短纤的价格从16年底一路高歌, 现在每吨价格早已突破17000, 黏胶短纤需求旺盛带动了溶解浆的价格, 随着环保政策日趋严厉, 棉浆的供应明显减少, 加上国内溶解浆新增产能有限, 我们预计17年溶解浆的价格仍将维持高位是大概率的事件, 公司近50万吨的产能是溶解浆价格大涨的最大受益者。

□ 18年进入产能大爆发期

18年公司的几项新业务将进入业绩释放期。我们预计在上半年以下新增产能会逐步释放: 20万吨的特种纸将正式投产, 预计达产后每年新增利润1.4亿; 邹城项目的新增的80万吨的瓦楞纸、箱板纸将会释放产能, 预计达产后每年新增利润3亿。届时公司箱板纸、瓦楞纸的总产能将会达到160万吨左右; 深耕8年的老挝年产30万吨化学浆(可转产25万吨溶解浆)的木浆基地也将会正式投产。老挝基地预计每吨溶解浆将贡献较大利润。

□ 盈利预测及估值

预计: 2016-2018年公司分别实现归属于母公司股东的净利润10.6亿元、15.08亿元、20.12亿元。对应EPS分别为0.37元、0.52元和0.69元。维持买入评级。

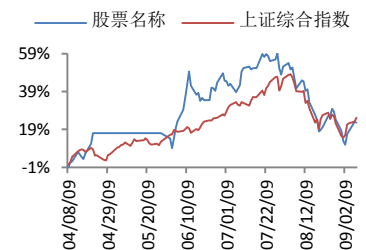
风险提示: 产品价格和销售不达预期

评级 维持

上次评级 买入
当前价格 ¥7.19

单季度业绩 元/股

3Q/2016	0.13
2Q/2016	0.09
1Q/2016	0.06
4Q/2015	0.16



公司简介

公司是一家全球先进的跨国造纸集团和林浆纸一体化企业, 是中国最大的民营造纸企业。主导产品有高级美术铜版纸、高端牛皮卡纸、高级文化办公用纸、特种纤维溶解浆、太阳生活用纸和纸尿裤等六大主营系列。

相关报告

- 《太阳纸业(002078)深度报告——“四三三”战略彰显霸业!》2017.01.03
- 《铜版纸涨价超预期, 快消品业务换帅促加速!》2017.01.12
- 《排污证制度将执行, 溶解浆价格大涨!》2017.03.06

数据支持人: 潘海军

财务摘要证
券
研
究
报
告

(亿元)	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	108.25	144.30	186	207
(+/-)	3.5%	33.3%	28.9%	11.3%
净利润	7.55	10.6	15.08	20.12
(+/-)	38.03%	41.2%	42.2%	33.3%
每股收益(元)	0.27	0.37	0.52	0.69
P/E	20.7	18.5	12.7	9.6

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2015	2016E	2017E	2018E	单位: 百万元	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	7027.00	7776.93	10339.00	13355.28	营业收入	10825.12	14435.21	18603.63	20713.56
现金	1527.57	2855.10	4084.47	6215.81	营业成本	8292.75	10923.35	14473.78	15681.19
应收账款	943.25	1014.42	1397.70	1619.40	营业税金及附加	40.26	52.20	69.19	77.04
其它应收款	136.98	96.50	212.98	131.60	营业费用	423.31	548.84	727.48	809.99
预付账款	280.13	315.57	304.02	299.91	管理费用	448.56	581.58	770.88	858.31
存货	1400.09	1288.91	1271.11	1320.04	财务费用	590.48	529.76	542.61	548.19
其他	2738.98	2206.42	3068.73	3768.52	资产减值损失	10.32	17.97	11.76	19.79
非流动资产	12690.86	12438.26	12277.70	11889.94	公允价值变动收益	3.08	0.00	0.00	0.00
长期投资	100.94	100.94	100.94	100.94	投资净收益	-136.17	-62.24	-84.91	-94.44
固定资产	8625.31	8798.50	8997.28	8898.59	营业利润	886.34	1457.03	1923.01	2624.61
无形资产	529.74	561.62	600.50	630.70	营业外收入	155.64	76.44	90.12	107.40
其他	3434.87	2977.20	2578.98	2259.70	营业外支出	1.51	27.35	17.11	15.33
资产总计	19717.85	20215.20	22616.71	25245.21	利润总额	1040.47	1464.76	1996.02	2716.68
流动负债	9139.67	8593.42	9502.03	10017.57	所得税	285.37	354.95	487.87	704.60
短期借款	5253.75	4847.03	4960.08	5020.29	净利润	755.10	1066.01	1508.15	2012.07
应付账款	1441.19	1705.28	2340.04	2626.60	少数股东损益	88.45	123.23	183.39	255.93
其他	2444.73	2041.12	2201.91	2370.69	归属母公司净利润	666.66	890.18	1324.76	1756.15
非流动负债	3184.51	3341.51	3453.10	3680.82	EBITDA	2164.42	2590.41	3303.80	4118.54
长期借款	1720.33	1811.59	1867.50	2154.25	EPS (元)	0.26	0.37	0.52	0.69
其他	1464.18	1529.93	1585.60	1526.57					
负债合计	12324.18	11934.94	12955.13	13698.40	主要财务比率				
少数股东权益	407.71	530.95	714.34	970.26		2015	2016E	2017E	2018E
归属母公司股东权益	6985.56	7748.91	8946.83	10576.15	成长能力				
负债和股东权益	19717.45	20214.79	22616.30	25244.81	营业收入	3.51%	29.65%	32.55%	11.34%
					营业利润	32.78%	48.84%	45.76%	36.48%
					归属母公司净利润	42.20%	33.53%	48.82%	32.56%
					获利能力				
					毛利率	23.39%	22.17%	22.20%	24.30%
					净利率	6.98%	7.22%	8.11%	9.71%
					ROE	10.09%	11.36%	14.77%	16.56%
					ROIC	6.39%	8.18%	10.24%	11.67%
					偿债能力				
					资产负债率	62.50%	59.04%	57.28%	54.26%
					净负债比率	66.31%	63.75%	59.98%	59.89%
					流动比率	0.77	0.90	1.09	1.33
					速动比率	0.62	0.75	0.95	1.20
					营运能力				
					总资产周转率	0.60	0.70	0.87	0.87
					应收帐款周转率	13.26	14.34	15.43	13.73
					应付帐款周转率	6.09	6.94	7.16	6.31
					每股指标(元)				
					每股收益	0.26	0.35	0.52	0.69
					每股经营现金	0.27	1.10	1.04	1.26
					每股净资产	2.75	3.05	3.53	4.17
					估值比率				
					P/E	25.49	18.52	12.83	9.68
					P/B	2.43	2.19	1.90	1.61
					EV/EBITDA	6.54	8.91	6.75	5.06

现金流量表				
单位: 百万元	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	685.43	2798.86	2634.83	3185.96
净利润	755.10	1013.41	1508.15	2012.07
折旧摊销	747.34	806.67	916.78	1022.48
财务费用	590.48	529.76	542.61	548.19
投资损失	136.17	62.24	84.91	94.44
营运资金变动	-1443.86	397.30	-463.28	-498.88
其它	-99.81	-10.52	45.65	7.66
投资活动现金流	-2199.48	-445.30	-863.18	-772.41
资本支出	-2627.00	-453.99	-702.88	-605.93
长期投资	-447.05	86.77	-14.46	-19.28
其他	874.57	-78.08	-145.84	-147.19
筹资活动现金流	2039.44	-1026.02	-542.28	-282.21
短期借款	474.30	-406.72	113.05	60.21
长期借款	713.08	91.26	55.91	286.75
其他	852.06	-710.55	-711.24	-629.17
现金净增加额	525.39	1327.54	1229.36	2131.34

资料来源：贝格数据、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层

邮政编码：200120

电话：(8621) 80108125

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>