安信证券 ESSENCE SECURITIES

2017 年 04 月 26 日

太阳纸业（002078.SZ）

公司快报

证券研究报告

造纸

优秀源于专注

■**太阳纸业年报：**16 年营业收入 144.6 亿元，同比增长 33.5%；归属上市公司股东净利润 10.6 亿元，同比增长 58.5%，EPS 0.42 元。分红：每 10 股派 0.5 元（含税）。

■**受益新产能释放及纸业复苏，公司全年业绩大幅增长：**公司 16 年收入、净利润分别增长 33.5%、58.5%，其中第四季度收入 42.5 亿元，增长 47%，归母净利润 4 亿元，增长 59.2%。公司业绩高增长来自新产能释放及产品提价两方面：1）2016 年公司各类纸品销量 230 万吨，同比增长 29.9%；浆销量 77 万吨，同比增长 87.8%，销量增长主要受益新增产能释放：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；年产 50 万吨高档牛皮箱板纸项目于 16 年 8 月试产成功；35 万吨溶解浆项目于 2016 年 1 月正式投入生产销售。16 年公司非涂布文化纸收入 52.6 亿元，同比增长 44%；溶解浆收入 26.1 亿元，增长 191.6%；牛皮箱板纸收入 5.1 亿元；2）溶解浆、铜版纸、文化纸等产品连续涨价，其中铜版纸自 16 年 7 月起提价，至年底累计提价约 800 元，16 年铜版纸毛利率 21.5%，同比提升 1.3pct；非涂布文化纸 16 年均价与 15 年基本持平，毛利 23.2%，同比提升 0.73pct；溶解浆 16 年下半年价格快速上涨，价格一度突破 8600 元/吨，全年均价同比上涨约 900 元/吨，毛利 18.3%，同比提升 7.9pct。我们粗略估算溶解浆吨净利 700-800 元/吨左右。16 年全年公司综合毛利率 22%，同比下滑 1.4pct，净利率 7.4%，同比提升 1.2pct。公司 17 年 2 月 6 日公告拟建年产 80 万吨高档板纸项目（投产后预计年收入 29 亿元，利润 3 亿元）及 20 万吨高档特种纸项目（投产后预计年收入 13 亿元，利润 1.4 亿元），建设周期均为 18 个月，预计将于 2018 年投产，本次扩产计划将进一步提高公司包装纸及文化纸产能。此外，公司

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	10,825.1	14,455.5	18,134.4	22,994.4	29,616.8
净利润	666.7	1,056.8	1,562.7	2,013.3	2,478.3
每股收益(元)	0.26	0.42	0.62	0.79	0.98
每股净资产(元)	2.75	3.14	3.60	4.24	5.09

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	26.7	16.8	11.4	8.8	7.2
市净率(倍)	2.5	2.2	1.9	1.7	1.4
净利润率	6.2%	7.3%	8.6%	8.8%	8.4%
净资产收益率	9.5%	13.3%	17.1%	18.7%	19.2%
股息收益率	0.7%	0.0%	1.8%	2.3%	1.9%
ROIC	9.9%	11.5%	14.4%	18.0%	16.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**

维持评级

6 个月目标价： 9.07 元

股价（2017-04-25） 7.01 元

交易数据

总市值（百万元）	17,776.35
流通市值(百万元)	17,694.38
总股本（百万股）	2,535.86
流通股本(百万股)	2,524.16
12 个月价格区间	4.47/7.78 元

股价表现

资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.39	-9.68	30.18
绝对收益	-2.5	-5.01	30.16

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

袁雯婷 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517030002
yuanwt@essence.com.cn

相关报告

太阳纸业：行业景气回升，业绩持续高增长	2017-02-28
太阳纸业：业绩大幅增长，未来会更好	2016-10-28
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：上半年业绩靓丽，下半年预计会更好	2016-08-29

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

16Q4 启动老挝化学浆项目，预计 18Q2 投产；美国 70 万吨生物精炼项目也将于 18 年上半年进入施工阶段。

■**成本费用控制及营运能力良好：**公司多年以来一直以“补短板、提效率、降成本”作为工作主线，致力于降本增效，提升成本优势及竞争力。16 年公司期间费用率 10.9%，同比下降 2.6pct，主要受益公司调整财务结构，降低财务费用 4500 余万元，财务费用率下降 1.64pct；管理费用率下降 1.04pct，销售费用率上升 0.05pct。报告期内公司计提资产减值损失 6419 万元，同比增加 5387 万元；营业外收入降低 1.3 亿元，其中政府补贴减少 6514 万元。报告期内，公司存货周转天数 40.5 天，同比下降 14.3 天，且呈逐季下降趋势，产品销售较旺。

■**纸业复苏可持续，景气有望维持高位：**纸业从 16 年中开始复苏，16 年底受成本端上涨+季节性旺季+库存低位等多因素影响，各木浆级纸种（铜版纸/胶版纸）涨价加速。目前铜版纸价格约 6600 元/吨，12 月以来累计涨价 1450 元/吨，胶版纸价格约 6800 元/吨，累计涨价 1000 元/吨，而同期木浆价格上涨 90-100 美元/吨，盈利能力大幅提升。考虑淡季即将到来，木浆级纸涨价基本接近尾声，但行业基本无新产能释放，预计价格有望维持高位。我们认为纸涨价背后的原因是行业去产能及需求增长稳定，尤其是供给端的退出，市场/政策等因素加速了小企业的淘汰，而成本的反弹、企业之间的协同加速了复苏的节奏，行业新一轮产能扩张预计将于 19-20 年陆续落地，我们预计纸业复苏可延续至 18 年，环保的趋严、产能扩张的放缓、需求的回暖都会延长行业高景气的时间及空间。

■**溶解浆价格维持高位，公司显著受益：**粘胶纤维、棉花是纺织服装的原料，二者存在替代关系，而溶解浆则是粘胶纤维的主要原料。受益于棉花价格的大涨，国内溶解浆自 16 年 5 月以来价格连续上升，至 16 年 11 月达到阶段性高点 8700 元/吨，较 5 月份上涨近 2000 元/吨。目前郑棉期货价格 15935.6 元/吨，整体维持高位，溶解浆价格虽然有所回落，价格约 7600 元/吨，整体高于 16 年平均水平，盈利能力有所提升。公司拥有 50 万吨溶解浆产能，16 年 9 月发布定增预案，17 年 2 月中旬获证监会受理，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）。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。

■**参与设立北京同仁堂养老产业基金，助力公司切入养老产业：**17 年 2 月初，公司公告控股子公司山东太阳生活用纸拟出资 6000 万元参与设立北京同仁堂养老产业投资运营中心（有限合伙）（以下简称“同仁堂养老产业基金”），占总出资额比例为 6%，公司此次参与设立养老产业基金，一方面是出于投资需求，另一方面，有利于公司快速切入健康养老产业从而推动卫生用品业务发展。具体而言，卫生用品业务是公司发展四三三战略的重要部分，而其中成人纸尿裤等涉及养老

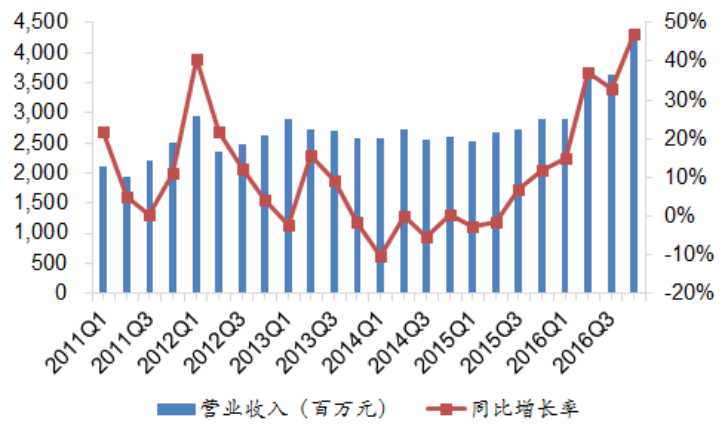
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

产业产品的拓展是公司在快消品领域的重要发力点，通过养老产业的布局，能够加快公司在卫生用品业务的发展，是公司培养未来利润增长点的重要一环。公司自 16 年起加快布局卫生用品业务，16 年 3 月，公司与日本制纸 Crecia 签署战略合作协议，联手开拓中国纸尿裤市场，双方合作推出 Suyappy（舒芽奇）品牌，产品重点定位华东、华北区域一二线城市，开展区域经销、母婴连锁及电商三大渠道。此外，公司公告拟在美国阿肯色州新建 70 万吨绒毛浆生产基地，计划利用美国南部丰富的南方松资源，建成全球最大、最先进、效率最高的单线生物精炼生产线，绒毛浆是是卫生巾、纸尿裤等个护卫生用品的主要生产原料之一。2016 年 10 月，公司公告与复星集团签署战略合作协议，复星将协助太阳纸业进行生活用纸、纸尿裤等快消品领域的布局，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。因此，参与设立北京同仁堂养老产业基金符合公司整体发展战略，将推动公司卫生用品业务发展，培育重要的利润增长点。

■**盈利预测及投资建议：**我们预计 17-19 年公司净利润为 15.6 亿元、20.1 亿元、24.8 亿元，分别增长 47.9%、28.8%、23.1%，EPS 分别为 0.62 元、0.79 元、0.98 元，6 个月目标价 9.07 元/股，维持“买入-A”评级。

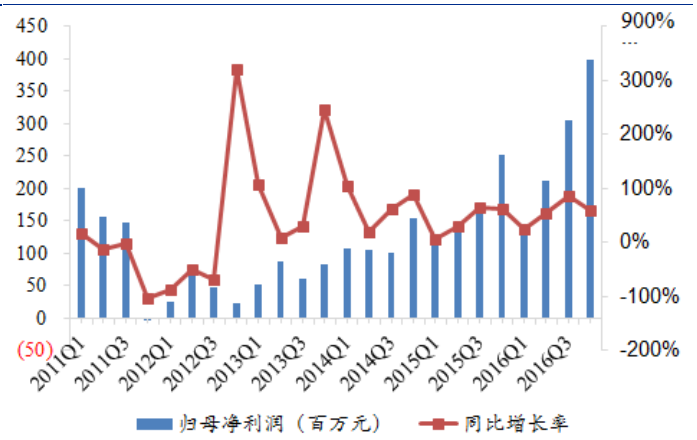
■**风险提示：**宏观经济疲软，造纸行业需求恢复缓慢。

图 1：太阳纸业营业收入



资料来源：Wind,安信证券研究中心

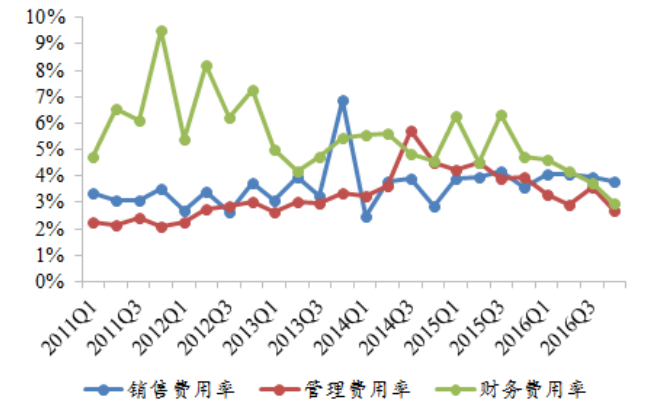
图 2：太阳纸业净利率



资料来源：Wind,安信证券研究中心

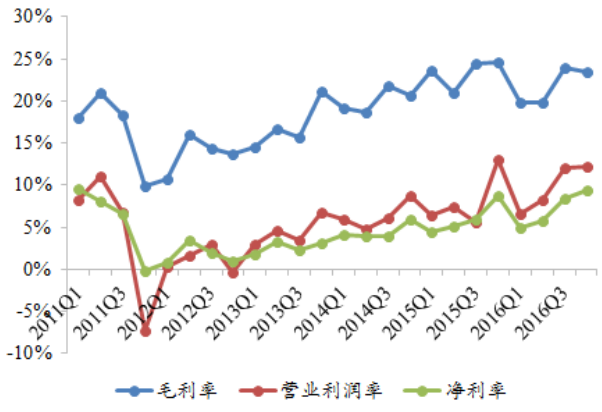
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 3：太阳纸业费用率



资料来源：Wind,安信证券研究中心

图 4：太阳纸业利润率



资料来源：Wind,安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	10,825.1	14,455.5	18,134.4	22,994.4	29,616.8
减:营业成本	8,292.7	11,287.4	13,755.0	17,234.3	22,375.5
营业税费	40.3	101.1	108.8	149.5	148.1
销售费用	423.3	572.3	725.4	919.8	1,155.1
管理费用	448.6	448.6	716.3	942.8	1,155.1
财务费用	590.5	550.0	635.1	928.3	1,255.2
资产减值损失	10.3	64.2	-	-	-
加:公允价值变动收益	3.1	-	1.0	-0.7	0.1
投资和汇兑收益	-136.2	21.1	-	-	-
营业利润	886.3	1,453.0	2,194.9	2,819.1	3,528.0
加:营业外净收支	154.1	15.2	18.0	8.0	8.0
利润总额	1,040.5	1,468.2	2,212.9	2,827.1	3,536.0
减:所得税	285.4	310.0	553.2	706.8	884.0
净利润	666.7	1,056.8	1,562.7	2,013.3	2,478.3

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,527.6	1,043.1	2,720.2	3,449.2	4,442.5
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	1,080.2	1,485.7	1,536.7	2,423.4	2,674.5
应收票据	2,317.2	2,691.8	3,151.5	4,363.4	5,464.9
预付帐款	280.1	492.3	516.8	711.0	877.9
存货	1,400.1	1,138.8	1,917.8	2,103.5	2,971.9
其他流动资产	421.8	479.5	345.1	415.5	413.4
可供出售金融资产	130.2	130.7	87.0	115.9	111.2
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	100.9	130.3	130.3	130.3	130.3
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	8,625.3	11,284.9	13,378.3	15,628.9	14,555.9
在建工程	2,735.2	302.0	-1,107.0	1,823.6	5,677.9
无形资产	529.7	556.5	542.3	528.1	513.9
其他非流动资产	569.6	458.5	600.1	534.4	527.3
资产总额	19,717.9	20,194.2	23,819.1	32,227.3	38,361.7
短期债务	5,253.8	4,168.2	6,014.2	9,738.6	12,010.9
应付帐款	1,527.6	1,590.3	2,784.8	2,657.2	4,130.5
应付票据	732.5	787.0	908.7	1,435.0	1,502.9
其他流动负债	1,625.8	1,966.8	1,231.9	2,253.9	1,708.7
长期借款	1,720.3	1,422.6	1,566.0	3,098.2	3,568.9
其他非流动负债	1,464.2	1,919.4	1,715.4	1,699.7	1,778.1
负债总额	12,324.2	11,854.3	14,221.0	20,882.5	24,700.1
少数股东权益	407.7	376.6	473.6	580.6	754.3
股本	2,536.6	2,535.9	2,535.9	2,535.9	2,535.9
留存收益	4,448.1	5,382.3	6,588.7	8,228.4	10,371.5
股东权益	7,393.7	8,339.9	9,598.2	11,344.8	13,661.6

财务指标

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长性					
营业收入增长率	3.5%	33.5%	25.5%	26.8%	28.8%
营业利润增长率	32.8%	63.9%	51.1%	28.4%	25.1%
净利润增长率	42.2%	58.5%	47.9%	28.8%	23.1%
EBITDA 增长率	13.4%	30.3%	27.7%	30.9%	21.4%
EBIT 增长率	22.4%	35.6%	41.3%	32.4%	27.6%
NOPLAT 增长率	11.0%	47.4%	34.3%	32.4%	27.6%
投资资本增长率	26.9%	6.6%	6.2%	41.2%	19.0%
净资产增长率	26.9%	12.8%	15.1%	18.2%	20.4%
利润率					
毛利率	23.4%	21.9%	24.2%	25.1%	24.5%
营业利润率	8.2%	10.1%	12.1%	12.3%	11.9%
净利润率	6.2%	7.3%	8.6%	8.8%	8.4%
EBITDA/营业收入	20.5%	20.0%	20.4%	21.0%	19.8%
EBIT/营业收入	13.6%	13.9%	15.6%	16.3%	16.2%
运营效率					
固定资产周转天数	272	248	245	227	183
流动营业资本周转天数	65	70	62	63	65
流动资产周转天数	197	179	174	185	184
应收帐款周转天数	30	32	30	31	31
存货周转天数	42	32	30	31	31
总资产周转天数	599	497	437	439	429
投资资本周转天数	410	355	301	295	293
投资回报率					
ROE	9.5%	13.3%	17.1%	18.7%	19.2%
ROA	3.8%	5.7%	7.0%	6.6%	6.9%
ROIC	9.9%	11.5%	14.4%	18.0%	16.3%
费用率					
销售费用率	3.9%	4.0%	4.0%	4.0%	3.9%
管理费用率	4.1%	3.1%	4.0%	4.1%	3.9%
财务费用率	5.5%	3.8%	3.5%	4.0%	4.2%
三费/营业收入	13.5%	10.9%	11.5%	12.1%	12.0%
偿债能力					
资产负债率	62.5%	58.7%	59.7%	64.8%	64.4%
负债权益比	166.7%	142.1%	148.2%	184.1%	180.8%
流动比率	0.77	0.86	0.93	0.84	0.87
速动比率	0.62	0.73	0.76	0.71	0.72
利息保障倍数	2.50	3.64	4.46	4.04	3.81
分红指标					
DPS(元)	0.05	-	0.12	0.16	0.13
分红比率	19.0%	0.0%	20.0%	20.0%	13.3%
股息收益率	0.7%	0.0%	1.8%	2.3%	1.9%

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	755.1	1,158.2	1,562.7	2,013.3	2,478.3
加:折旧和摊销	747.3	894.9	862.8	1,087.2	1,087.2
资产减值准备	10.3	64.2	-	-	-
公允价值变动损失	-3.1	-	1.0	-0.7	0.1
财务费用	482.3	424.4	635.1	928.3	1,255.2
投资损失	136.2	-21.1	-	-	-
少数股东损益	88.4	101.4	97.0	107.0	173.7
营运资金的变动	-1,371.6	-191.5	-389.9	-1,198.1	-1,409.0
经营活动产生现金流量	685.4	2,815.8	2,768.7	2,937.0	3,585.5
投资活动产生现金流量	-2,199.5	-1,551.9	-1,474.1	-6,294.0	-3,847.4
融资活动产生现金流量	2,039.4	-1,720.5	382.4	4,086.0	1,255.2

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.26	0.42	0.62	0.79	0.98
BVPS(元)	2.75	3.14	3.60	4.24	5.09
PE(X)	26.7	16.8	11.4	8.8	7.2
PB(X)	2.5	2.2	1.9	1.7	1.4
P/FCF	-20.8	-36.5	8.6	18.3	15.6
P/S	1.6	1.2	1.0	0.8	0.6
EV/EBITDA	9.5	8.2	6.6	6.0	5.3
CAGR(%)	41.1%	31.8%	44.8%	41.1%	31.8%
PEG	0.6	0.5	0.3	0.2	0.2
ROIC/WACC	1.1	1.3	1.6	2.0	1.8
REP	1.4	1.3	1.0	0.7	0.7

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 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、袁雯婷声明，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

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。