

# 太阳纸业 (002078)

证券研究报告

2017年07月20日

## 牵手宝宝树，生活用纸精准用户渠道再下一城

### 事件：

今日太阳纸业公告公司与北京众鸣世纪科技有限公司签订战略合作协议，众鸣世纪将以旗下的母婴互联网平台宝宝树作为与太阳纸业的合作对象。

### 点评：

宝宝树是中国规模最大最受关注的育儿网站，其目标用户群体是备孕、孕期及0-6岁婴幼儿父母，他们为自己宝宝选用产品时最关注的要素在于安全，太阳纸业消费类产品可分为两块，食品级无添加生活用纸及“舒芽奇”纸尿裤，主打高品质安全性，其产品属性与宝宝树的目标用户需求高度契合。这次的牵手，对于太阳纸业而言，一方面是为其消费类产品开拓了一个精准用户高度集中的销售渠道；另一方面，提升了其产品品牌在精准用户中的曝光度，积累了品牌影响力。

太阳纸业在公司“四三三”战略指引下，工业用纸板块发展稳健，利润水平及产销情况逐年提升；生物质新材料方面，溶解浆生产技术行业领先，产能有序扩张；生活用纸板块亦多点开花，继在养老产业布局之后，又从婴幼儿渠道开拓机会，相信以公司成熟的生产技术作为后盾，高品质的产品配合后期进一步对市场加大力度的投入，收入及利润规模有望逐年提升。

我们预计公司2017-2018年实现净利润15.7亿、20.9亿，当前股价对应PE为13.4倍、10倍，太阳纸业是造纸行业中成长路径最为清晰的公司，中短期依靠工业用纸及生物质新材料的产能扩张提供增量，中长期来看，公司消费类产品逐步的拓展将贡献2年后的收入利润增量，未来存在由周期向消费的估值切换的可能，具备较其他造纸上市公司的估值溢价空间，故维持“买入”评级。

**风险提示：**下半年木浆价格快速下滑导致纸张盈利水平下滑，业绩不达预期。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	10,825.12	14,455.49	17,962.47	21,641.10	23,962.63
增长率(%)	3.51	33.54	24.26	20.48	10.73
EBITDA(百万元)	2,218.82	2,891.54	3,214.49	3,909.44	4,337.31
净利润(百万元)	666.66	1,056.76	1,568.84	2,085.59	2,403.07
增长率(%)	42.20	58.52	48.46	32.94	15.22
EPS(元/股)	0.26	0.42	0.62	0.82	0.95
市盈率(P/E)	31.53	19.89	13.40	10.08	8.75
市净率(P/B)	3.01	2.64	2.29	1.93	1.63
市销率(P/S)	1.94	1.45	1.17	0.97	0.88
EV/EBITDA	9.50	8.19	8.22	6.16	5.25

资料来源：wind，天风证券研究所

### 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	8.29元
目标价格	10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)	21,022.24
流通A股市值(百万元)	20,925.31
每股净资产(元)	3.31
资产负债率(%)	58.96
一年内最高/最低(元)	8.29/5.38

### 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

- 《太阳纸业-季报点评:一季度业绩高速增长，维持买入评级》2017-04-27
- 《太阳纸业-季报点评:第一季度业绩超预期，维持买入评级》2017-03-26
- 《太阳纸业-公司点评:业绩符合预期，维持“买入”评级》2017-02-27

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,527.57	1,043.13	1,437.00	1,731.29	1,917.01
应收账款	1,080.23	1,485.67	1,435.29	1,024.32	1,699.14
预付账款	280.13	492.32	512.89	655.46	630.49
存货	1,400.09	1,138.81	2,626.28	1,769.57	2,864.81
其他	2,738.98	3,171.35	2,905.96	4,712.36	3,751.14
<b>流动资产合计</b>	<b>7,027.00</b>	<b>7,331.28</b>	<b>8,917.42</b>	<b>9,893.00</b>	<b>10,862.59</b>
长期股权投资	100.94	130.28	130.28	130.28	130.28
固定资产	8,625.31	11,284.89	10,991.19	10,665.62	10,307.94
在建工程	2,735.17	302.01	217.20	178.32	136.99
无形资产	529.74	556.52	542.32	528.12	513.92
其他	699.70	589.21	730.83	665.15	658.05
<b>非流动资产合计</b>	<b>12,690.86</b>	<b>12,862.91</b>	<b>12,611.82</b>	<b>12,167.49</b>	<b>11,747.18</b>
<b>资产总计</b>	<b>19,717.85</b>	<b>20,194.19</b>	<b>21,529.24</b>	<b>22,060.49</b>	<b>22,609.78</b>
短期借款	5,253.75	4,168.22	5,268.73	2,943.17	1,620.50
应付账款	1,527.64	1,590.29	2,767.84	2,410.56	3,082.76
其他	2,358.28	2,753.79	2,127.36	3,531.88	2,545.76
<b>流动负债合计</b>	<b>9,139.67</b>	<b>8,512.30</b>	<b>10,163.92</b>	<b>8,885.60</b>	<b>7,249.03</b>
长期借款	1,720.33	1,422.59	0.00	0.00	0.00
应付债券	496.68	1,494.44	929.34	973.49	1,132.42
其他	967.50	424.93	786.07	726.17	645.72
<b>非流动负债合计</b>	<b>3,184.51</b>	<b>3,341.96</b>	<b>1,715.42</b>	<b>1,699.66</b>	<b>1,778.15</b>
<b>负债合计</b>	<b>12,324.18</b>	<b>11,854.26</b>	<b>11,879.34</b>	<b>10,585.26</b>	<b>9,027.17</b>
少数股东权益	407.71	376.58	466.58	556.58	646.58
股本	2,536.64	2,535.86	2,535.86	2,535.86	2,535.86
资本公积	1,203.34	1,207.66	1,207.66	1,207.66	1,207.66
留存收益	4,448.10	5,382.35	6,647.47	8,382.81	10,400.17
其他	(1,202.12)	(1,162.50)	(1,207.66)	(1,207.66)	(1,207.66)
<b>股东权益合计</b>	<b>7,393.68</b>	<b>8,339.93</b>	<b>9,649.90</b>	<b>11,475.24</b>	<b>13,582.61</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>19,717.85</b>	<b>20,194.19</b>	<b>21,529.24</b>	<b>22,060.49</b>	<b>22,609.78</b>

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	755.10	1,158.20	1,568.84	2,085.59	2,403.07
折旧摊销	747.34	894.91	452.70	458.65	463.22
财务费用	482.28	424.40	590.00	590.00	590.00
投资损失	136.17	(21.09)	(13.00)	(13.00)	(13.00)
营运资金变动	(1,371.64)	(191.47)	(432.48)	296.03	(1,117.05)
其它	(63.82)	550.85	90.00	90.00	90.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>685.43</b>	<b>2,815.80</b>	<b>2,256.06</b>	<b>3,507.28</b>	<b>2,416.23</b>
资本支出	2,031.06	1,713.63	(301.15)	139.91	130.44
长期投资	(638.53)	29.34	0.00	0.00	0.00
其他	(3,592.02)	(3,294.89)	270.31	(218.36)	(165.19)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,199.48)</b>	<b>(1,551.92)</b>	<b>(30.84)</b>	<b>(78.46)</b>	<b>(34.75)</b>
债权融资	8,668.68	8,032.34	7,139.86	4,945.59	3,725.53
股权融资	434.36	(502.58)	(635.15)	(590.00)	(590.00)
其他	(7,063.60)	(9,250.26)	(8,336.06)	(7,490.12)	(5,331.29)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,039.44</b>	<b>(1,720.50)</b>	<b>(1,831.34)</b>	<b>(3,134.53)</b>	<b>(2,195.76)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	1.00	2.00
<b>现金净增加额</b>	<b>525.39</b>	<b>(456.62)</b>	<b>393.87</b>	<b>295.29</b>	<b>187.72</b>

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>10,825.12</b>	<b>14,455.49</b>	<b>17,962.47</b>	<b>21,641.10</b>	<b>23,962.63</b>
营业成本	8,292.75	11,287.39	13,701.78	16,399.74	18,108.60
营业税金及附加	40.26	101.11	71.85	86.56	95.85
营业费用	423.31	572.25	700.54	844.00	934.54
管理费用	448.56	448.60	709.52	844.00	934.54
财务费用	590.48	550.04	590.00	590.00	590.00
资产减值损失	10.32	64.20	30.00	30.00	30.00
公允价值变动收益	3.08	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(136.17)	21.09	13.00	14.00	15.00
其他	266.18	(42.17)	(26.00)	(28.00)	(30.00)
<b>营业利润</b>	<b>886.34</b>	<b>1,452.98</b>	<b>2,171.78</b>	<b>2,860.79</b>	<b>3,284.09</b>
营业外收入	155.64	22.78	45.00	45.00	45.00
营业外支出	1.51	7.54	5.00	5.00	5.00
<b>利润总额</b>	<b>1,040.47</b>	<b>1,468.22</b>	<b>2,211.78</b>	<b>2,900.79</b>	<b>3,324.09</b>
所得税	285.37	310.02	552.95	725.20	831.02
<b>净利润</b>	<b>755.10</b>	<b>1,158.20</b>	<b>1,658.84</b>	<b>2,175.59</b>	<b>2,493.07</b>
少数股东损益	88.45	101.44	90.00	90.00	90.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>666.66</b>	<b>1,056.76</b>	<b>1,568.84</b>	<b>2,085.59</b>	<b>2,403.07</b>
每股收益(元)	0.26	0.42	0.62	0.82	0.95

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	3.51%	33.54%	24.26%	20.48%	10.73%
营业利润	32.78%	63.93%	49.47%	31.73%	14.80%
归属于母公司净利润	42.20%	58.52%	48.46%	32.94%	15.22%
<b>获利能力</b>					
毛利率	23.39%	21.92%	23.72%	24.22%	24.43%
净利率	6.16%	7.31%	8.73%	9.64%	10.03%
ROE	9.54%	13.27%	17.08%	19.10%	18.58%
ROIC	9.87%	11.46%	14.10%	17.74%	20.78%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	62.50%	58.70%	55.18%	47.98%	39.93%
净负债率	24.01%	25.51%	28.80%	28.78%	28.77%
流动比率	0.77	0.86	0.88	1.11	1.50
速动比率	0.62	0.73	0.62	0.91	1.10
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	11.94	11.27	12.30	17.60	17.60
存货周转率	8.58	11.39	9.54	9.85	10.34
总资产周转率	0.60	0.72	0.86	0.99	1.07
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.26	0.42	0.62	0.82	0.95
每股经营现金流	0.27	1.11	0.89	1.38	0.95
每股净资产	2.75	3.14	3.62	4.31	5.10
<b>估值比率</b>					
市盈率	31.53	19.89	13.40	10.08	8.75
市净率	3.01	2.64	2.29	1.93	1.63
EV/EBITDA	9.50	8.19	8.22	6.16	5.25
EV/EBIT	14.27	11.82	9.57	6.98	5.88

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com