

渐入纸价旺季, 盈利能力显著提升

投资要点

- **事件:** 公司发布半年报, 2017上半年实现营业收入87亿元(+32.6%); 归母净利润8.7亿元(+148.2%), 其中Q2实现营业收入42.9亿元(+16.9%), 归母净利润4.3亿元(+106.4%), 业绩略超预期。公司同时公告1-9月归母净利润区间为12.5亿元到13.8亿元, 同比增加90%至110%。
- **纸价持续高位, 盈利能力显著提升。** 2017年上半年公司多个产品价格走高, 根据卓创数据, 太阳铜版纸价格从5300元/吨提涨至6月底6700元/吨, 价格最高达7200元/吨, 铜版纸毛利率上升至27.6%(+8.6pp), 贡献营收19.5亿元; 白卡纸均价由6060元/吨提升至6736元/吨, 大幅高于行业均价。公司2016年8月试产的50万吨牛皮箱板纸项目2017H1表现亮眼, 实现营收10.6亿元, 占比由2016年的3.5%提升至12.2%, 预计在三、四季度旺季行情支撑下牛皮箱板纸毛利率还有较大提升空间。原材料木浆价格自去年底至2017上半年涨幅达10%, 价格上涨影响逐渐在Q2开始有所体现, 公司通过提价成功将成本压力转至下游, Q2毛利率较Q1环比提升3个百分点, 上半年整体毛利率上升至25%(+5.2pp)。通过有效的费用把控, 公司三费率同比下降1.5个百分点, 2017H1净利率11.1%, 同比增加了5.3个百分点, 盈利能力显著提升。
- **项目建设有序推进, 快消品类成长可期。** 公司20万吨高档特种纸项目、老挝30万吨化学浆项目以及80万吨高档板纸改建及其配套工程项目将分别于2018年前三季度陆续投产, 进一步壮大公司实力、优化产品结构, 提升盈利空间; 此外快消品类拓展有较大进展: 2017年5月、7月已分别推出“悦木·原”系列生活用纸产品和升级款Suyappy舒芽奇空气纸尿裤, 7月与北京众鸣世纪签订战略合作协议, 公司将携手其母婴互联网平台宝宝树, 通过资源互补共同开发食品级母婴系列高档生活用纸等其他符合市场需求的高档母婴系列产品, 同时公司通过与复兴集团、同仁堂合作, 涉足成人纸尿裤等养老系列产品, 快消品类有望助力公司突破传统造纸领域, 创造业绩新增长点。
- **盈利预测与估值:** 公司上半年盈利能力超预期, 旺季到来利润还有进一步提升空间, 上调盈利预测。预计2017-2019年EPS分别为0.7元、0.84元和0.95元, 对应PE分别为12倍、10倍和9倍, 考虑到可比公司平均15倍PE, 给予公司15倍估值, 对应目标价10.5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。

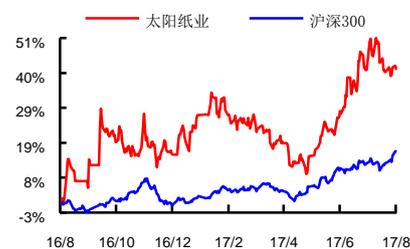
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	14455.49	17346.28	20923.50	24350.63
增长率	33.54%	20.00%	20.62%	16.38%
归属母公司净利润(百万元)	1056.76	1778.91	2130.28	2407.73
增长率	58.52%	68.34%	19.75%	13.02%
每股收益EPS(元)	0.42	0.70	0.84	0.95
净资产收益率ROE	13.89%	19.41%	19.39%	18.49%
PE	20	12	10	9
PB	2.47	2.05	1.71	1.44

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣
执业证号: S1250517080002
电话: 023-67511807
邮箱: cxin@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)	25.36
流通A股(亿股)	25.24
52周内股价区间(元)	5.8-8.69
总市值(亿元)	206.17
总资产(亿元)	232.82
每股净资产(元)	3.43

相关研究

1. 太阳纸业(002078): 联手母婴服务领军者, 开拓生活用纸新空间 (2017-07-21)
2. 太阳纸业(002078): 量价齐升, 盈利能力创新高 (2017-04-27)
3. 太阳纸业(002078): 业绩靓丽, 持续高速增长 (2017-04-25)
4. 太阳纸业(002078): 溶解浆+文化纸提价, 盈利能力大幅提升 (2017-03-01)
5. 太阳纸业(002078): “四三三”战略稳步推进, 太阳冉冉升起 (2017-02-07)
6. 太阳纸业(002078): 业绩持续高增长, 中长期发展可期 (2016-10-31)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	14455.49	17346.28	20923.50	24350.63	净利润	1158.20	1949.67	2334.77	2638.86
营业成本	11287.39	12957.24	15855.38	18657.02	折旧与摊销	894.91	1095.78	1157.25	1228.80
营业税金及附加	101.11	95.08	119.10	142.18	财务费用	550.04	474.91	508.20	530.79
销售费用	572.25	659.16	721.86	803.57	资产减值损失	64.20	0.00	0.00	0.00
管理费用	448.60	676.51	763.71	852.27	经营营运资本变动	-76.65	-177.24	-683.73	-634.63
财务费用	550.04	474.91	508.20	530.79	其他	225.10	0.49	-0.39	0.11
资产减值损失	64.20	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2815.80	3343.60	3316.10	3763.93
投资收益	21.09	0.00	0.00	0.00	资本支出	-272.50	-1550.00	-1550.00	-1550.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1279.43	47.45	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1551.92	-1502.55	-1550.00	-1550.00
营业利润	1452.98	2483.39	2955.26	3364.79	短期借款	-1085.53	-281.35	238.26	-935.14
其他非经营损益	15.24	55.88	58.04	51.27	长期借款	-297.74	0.00	0.00	0.00
利润总额	1468.22	2539.27	3013.29	3416.06	股权融资	3.53	0.00	0.00	0.00
所得税	310.02	589.59	678.53	777.21	支付股利	-126.83	-201.05	-338.44	-405.29
净利润	1158.20	1949.67	2334.77	2638.86	其他	-213.93	-667.15	-1308.20	-530.79
少数股东损益	101.44	170.76	204.49	231.12	筹资活动现金流净额	-1720.50	-1149.55	-1408.38	-1871.22
归属母公司股东净利润	1056.76	1778.91	2130.28	2407.73	现金流量净额	-444.36	691.50	357.72	342.71
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1043.13	1734.63	2092.35	2435.06	成长能力				
应收和预付款项	4669.80	5423.82	6625.76	7705.68	销售收入增长率	33.54%	20.00%	20.62%	16.38%
存货	1138.81	1306.93	1599.94	1882.71	营业利润增长率	63.93%	70.92%	19.00%	13.86%
其他流动资产	479.55	518.51	625.44	727.88	净利润增长率	53.38%	68.34%	19.75%	13.02%
长期股权投资	130.28	130.28	130.28	130.28	EBITDA 增长率	30.29%	39.90%	13.98%	10.90%
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	11586.90	12106.02	12563.66	12949.76	毛利率	21.92%	25.30%	24.22%	23.38%
无形资产和开发支出	556.52	492.41	428.29	364.18	三费率	10.87%	10.44%	9.53%	8.98%
其他非流动资产	589.21	588.43	587.64	586.86	净利率	8.01%	11.24%	11.16%	10.84%
资产总计	20194.19	22301.01	24653.37	26782.41	ROE	13.89%	19.41%	19.39%	18.49%
短期借款	4168.22	3886.87	4125.13	3189.99	ROA	5.74%	8.74%	9.47%	9.85%
应付和预收款项	3202.55	4005.58	4873.43	5655.78	ROIC	10.26%	13.79%	15.20%	15.82%
长期借款	1422.59	1422.59	1422.59	1422.59	EBITDA/销售收入	20.05%	23.37%	22.08%	21.04%
其他负债	3060.89	2942.57	2192.49	2240.75	营运能力				
负债合计	11854.26	12257.61	12613.64	12509.11	总资产周转率	0.72	0.82	0.89	0.95
股本	2535.86	2535.86	2535.86	2535.86	固定资产周转率	1.45	1.55	1.87	2.17
资本公积	1207.66	1207.66	1207.66	1207.66	应收账款周转率	12.54	12.07	12.36	12.02
留存收益	4174.69	5752.55	7544.39	9546.83	存货周转率	8.89	10.59	10.90	10.71
归属母公司股东权益	7963.35	9496.06	11287.90	13290.34	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	116.74%	—	—	—
少数股东权益	376.58	547.34	751.83	982.95	资本结构				
股东权益合计	8339.93	10043.40	12039.73	14273.30	资产负债率	58.70%	54.96%	51.16%	46.71%
负债和股东权益合计	20194.19	22301.01	24653.37	26782.41	带息债务/总负债	59.77%	55.51%	55.83%	48.82%
					流动比率	0.86	1.01	1.18	1.39
					速动比率	0.73	0.86	1.01	1.19
					股利支付率	12.00%	11.30%	15.89%	16.83%
					每股指标				
					每股收益	0.42	0.70	0.84	0.95
					每股净资产	3.29	3.96	4.75	5.63
					每股经营现金	1.11	1.32	1.31	1.48
					每股股利	0.05	0.08	0.13	0.16
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	2897.94	4054.07	4620.70	5124.38					
PE	19.51	11.59	9.68	8.56					
PB	2.47	2.05	1.71	1.44					
PS	1.43	1.19	0.99	0.85					
EV/EBITDA	9.33	6.39	5.41	4.63					
股息率	0.62%	0.98%	1.64%	1.97%					

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 20 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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn