

2017年08月30日

太阳纸业 (002078.SZ)

太阳纸业：业绩略超预期，增长具持续性

■半年报：上半年公司营业收入 87 亿元，同比增长 32.6%；归属上市公司股东净利润 8.7 亿元，同比增长 148%，扣非后增长 150.5%。

■三季报业绩预告：预计 1-9 月实现归母净利润 12.5-13.8 亿元，同比增长 90%-110%。

■量价齐升，业绩略超预期：上半年公司收入、利润分别增长 32.6%、148%，业绩高增长主要受益于新产能释放及产品提价：1) 公司 80 万吨牛皮纸产能 16 年 8 月逐步投产，上半年箱板纸实现收入 10.6 亿元，占上半年总收入约 12%；2) 今年以来公司主要产品铜版纸、文化纸持续提价，虽然 6 月份有小幅回调，但整体处于高位。1-5 月文化纸累计提价 850 元/吨，6 月下滑 100-200 元/吨，均价同比提升约 900 元/吨；铜版纸累计提价 1300 元/吨，6 月下滑约 100 元/吨，均价同比提升约 1700 元/吨。上半年公司非涂布文化纸收入 26.7 亿元，同比增长 2% (增幅小于提价幅度，因为 16 年部分铜版纸机转产文化纸，17 年转回生产铜版纸)；上半年铜版纸收入 19.5 亿元，同比增长 42%；3) 溶解浆一季度价格一度突破 8300 元/吨，Q2 价格有所回调，上半年溶解浆均价约 7750 元/吨，同比上涨 1000 元/吨，涨幅约 15%。上半年公司溶解浆收入 13.6 亿元，同比增长 17%。公司第二季度实现收入 42.9 亿元，同比增长 16.9%，环比下滑 2.8%，主要由于 5 月后文化纸进入淡季，公司部分产品限产保价，产量有所下滑；公司单二季度实现净利润 4.35 亿元，同比增长 106.4%，环比基本持平。我们估算上半年公司吨纸净利约 440 元，其中二季度吨纸利润接近 500 元/吨，较一季度提升近 110 元/吨。报告期内公司收到政府补贴 1780.6 万元，同比增加 1019 万元。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	10,825.1	14,455.5	18,734.3	23,755.1	29,575.1
净利润	666.7	1,056.8	1,730.9	2,275.4	2,789.9
每股收益(元)	0.26	0.42	0.68	0.90	1.10
每股净资产(元)	2.75	3.14	3.65	4.38	5.29

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	30.9	19.5	11.9	9.1	7.4
市净率(倍)	3.0	2.6	2.2	1.9	1.5
净利润率	6.2%	7.3%	9.2%	9.6%	9.4%
净资产收益率	9.5%	13.3%	18.7%	20.5%	20.8%
股息收益率	0.6%	0.6%	1.7%	2.2%	2.3%
ROIC	9.9%	11.5%	16.4%	15.9%	16.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司动态分析

证券研究报告

造纸

投资评级 买入-A

维持评级

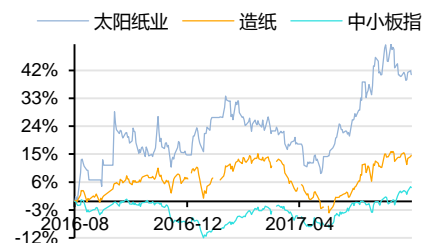
6 个月目标价： 10.20 元

股价 (2017-08-29) 8.13 元

交易数据

总市值(百万元)	20,616.50
流通市值(百万元)	20,532.20
总股本(百万股)	2,535.86
流通股本(百万股)	2,525.49
12 个月价格区间	5.81/8.69 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	-3.99	10.17	42.93
绝对收益	0.0	23.1	47.43

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：看得见的高增长/周文波	2017-04-27
太阳纸业：优秀源于专注/周文波	2017-04-26
太阳纸业：行业景气回升，业绩持续高增长/周文波	2017-02-28
太阳纸业：业绩大幅增长，未来会更好/周文波	2016-10-28
太阳纸业：太阳纸业：处处有惊喜/周文波	2016-10-11

盈利能力提升，营运能力良好：上半年公司综合毛利率 25%，同比提升 5.2pct，其中文化纸、铜版纸、溶解浆毛利率分别提升 6.2pct、8.6pct、8.6pct，毛利率的提升主要受益于产品价格的上涨。报告期内公司期间费用率 10%，同比下降 1.5pct，销售、管理、财务费用率分别下滑 0.3、0.07、1.1pct。其中管理费用同比提升 34.4%，主要受环保投入加大影响；销售费用同比增长 21.8%，其中运输费用同比提升 31%，主要受牛皮箱板纸产量增加及运输新政策影响。报告期内，公司实现经营性现金流 6.7 亿元，同比下滑 56%。6 月底公司存货较 16 年底增加 5.6 亿元，其中原材料库存增加 1.9 亿元，成品库存增加 4.3 亿元；公司存货周转天数 39 天，同比减少 6 天，二季度较一季度有所提升。6 月底公司应收账款较一季度末提升 6.9 亿元，可能与淡季销售放宽账期有关，应收账款周转天数 33 天，同比增加 3.5 天。

纸业复苏可持续，加上新产能投放，公司业绩增长具持续性：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，目前随着木浆级纸张旺季的到来和原材料价格的反弹，新一轮提价已开始启动，我们预计涨价趋势可能持续到明年初，幅度预计 600-700 元/吨或以上（约 10%），价格可能突破 7000 元/吨。造纸是典型的市场化去产能行业，我们预计行业新一轮产能扩张将于 18H2-20 年陆续落地，且木浆级纸张新产能相对较少，因此我们预计景气可延续至 18 年。除了价格逻辑外，公司新产能投放也将带来增量，所以业绩增长具有较强持续性。公司在建项目包括 20 万吨特种纸项目、30 万吨老挝化学浆项目及 80 万吨牛皮箱板纸项目将于 2018 年一、二、三季度陆续投产；美国 70 万吨生物精炼项目项目也将在 2018 年进入实施阶段，新项目投产将进一步优化产品结构，并拉动公司收入端持续稳定增长。

溶解浆价格持续回升，公司将显著受益：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 10 月达到阶段性高点 8700 元/吨，较 5 月份上涨近 2000 元/吨；17 年 4 月溶解浆价格持续回落，二季度累计回落约 1300 元/吨，7 月份价格出现回升，目前溶解浆价格约 7500 元/吨，较 6 月份阶段性低点回升约 500 元/吨，盈利能力有望逐步回升；而目前郑棉期货价格 15340 元/吨，整体维持高位。公司拥有 50 万吨溶解浆产能，公司前期发布定增预案，募集资金 18 亿元用于老挝 30 万吨化学浆项目建设，此项目亦可产溶解浆（约 25 万吨），17 年 5 月公告终止定增项目，同时发布公开发行 A 股可转换公司债券预案，拟募集资金总额不超过人民币 12 亿元，用于老挝 30 万吨化学浆项目，本次融资方式的更改，将有利于加快融资速度。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。

积极布局快消品领域，践行“四三三”战略：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。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。17年2月，控股子公司山东太阳生活用纸参与设立北京同仁堂养老产业基金，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。17年5月，公司推出“悦木·原”系列生活用纸产品，为进一步提升产品的高档化和差异化，公司计划在2017年下半年推出乳霜系列、超超柔系列产品。17年7月，公司与众鸣世纪签订战略合作协议，众鸣世纪将以旗下的母婴互联网平台宝宝树作为与公司的合作对象，宝宝树是众鸣世纪创立的巨型母婴互联网平台，此次战略合作将有助于公司相关产品的推广，同时将助力公司进入母婴市场，开发出符合市场需求的母婴系列产品。

盈利预测及投资建议：我们预计17-19年公司净利润为17.3亿元、22.75亿元、27.9亿元，分别增长63.8%、31.5%、22.6%，EPS分别为0.68元、0.9元、1.1元，维持“买入-A”评级。

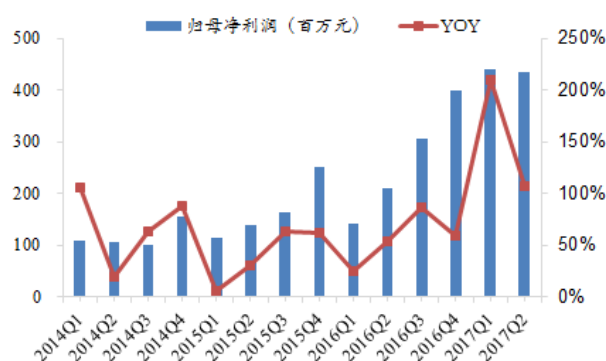
风险提示：宏观经济疲软，造纸行业需求恢复缓慢

图 1：太阳纸业营业收入



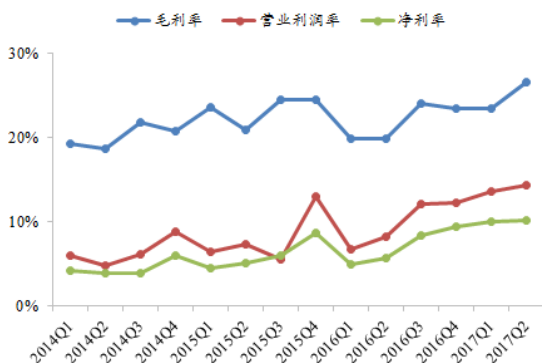
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 2：太阳纸业净利润



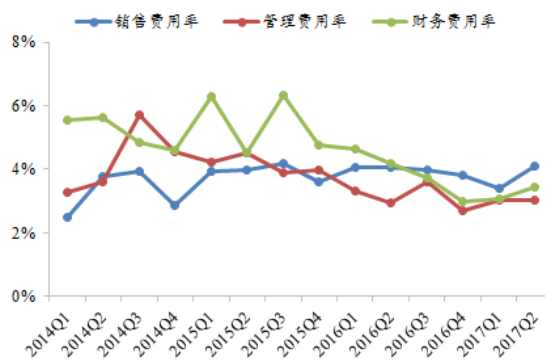
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 3：太阳纸业利润率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 4：太阳纸业费用率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	10,825.1	14,455.5	18,734.3	23,755.1	29,575.1	成长性					
减:营业成本	8,292.7	11,287.4	14,097.6	17,768.8	22,270.1	营业收入增长率	3.5%	33.5%	29.6%	26.8%	24.5%
营业税费	40.3	101.1	112.4	142.5	177.5	营业利润增长率	32.8%	63.9%	67.0%	30.4%	24.9%
销售费用	423.3	572.3	711.9	831.4	1,079.5	净利润增长率	42.2%	58.5%	63.8%	31.5%	22.6%
管理费用	448.6	448.6	562.0	665.1	872.5	EBITDA 增长率	13.4%	30.3%	42.5%	32.6%	15.1%
财务费用	590.5	550.0	783.3	1,156.0	1,190.6	EBIT 增长率	22.4%	35.6%	60.3%	34.6%	19.1%
资产减值损失	10.3	64.2	41.0	25.0	30.0	NOPLAT 增长率	11.0%	47.4%	52.4%	34.6%	19.1%
加:公允价值变动收益	3.1	-	1.0	-0.7	0.1	投资资本增长率	26.9%	6.6%	39.0%	18.4%	1.2%
投资和汇兑收益	-136.2	21.1	-	-	-	净资产增长率	26.9%	12.8%	16.7%	20.1%	21.3%
营业利润	886.3	1,453.0	2,427.2	3,165.5	3,955.2	利润率					
加:营业外净收支	154.1	15.2	10.0	11.0	10.0	毛利率	23.4%	21.9%	24.8%	25.2%	24.7%
利润总额	1,040.5	1,468.2	2,437.2	3,176.5	3,965.2	营业利润率	8.2%	10.1%	13.0%	13.3%	13.4%
减:所得税	285.4	310.0	609.3	794.1	991.3	净利润率	6.2%	7.3%	9.2%	9.6%	9.4%
净利润	666.7	1,056.8	1,730.9	2,275.4	2,789.9	EBITDA/营业收入	20.5%	20.0%	22.0%	23.0%	21.3%
						EBIT/营业收入	13.6%	13.9%	17.1%	18.2%	17.4%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	272	248	247	234	194
货币资金	1,527.6	1,043.1	2,810.1	3,563.3	4,436.3	流动营业资本周转天数	65	70	62	62	64
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	197	179	172	183	184
应收账款	1,080.2	1,485.7	1,636.7	2,454.4	2,636.3	应收账款周转天数	30	32	30	31	31
应收票据	2,317.2	2,691.8	3,344.8	4,418.7	5,395.8	存货周转天数	42	32	29	30	30
预付账款	280.1	492.3	541.9	724.0	857.5	总资产周转天数	599	497	472	481	432
存货	1,400.1	1,138.8	1,915.7	2,033.0	2,894.8	投资资本周转天数	410	355	337	338	296
其他流动资产	421.8	479.5	345.1	415.5	413.4	投资回报率					
可供出售金融资产	130.2	130.7	87.0	115.9	111.2	ROE	9.5%	13.3%	18.7%	20.5%	20.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.8%	5.7%	6.3%	6.9%	8.2%
长期股权投资	100.9	130.3	130.3	130.3	130.3	ROIC	9.9%	11.5%	16.4%	15.9%	16.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	8,625.3	11,284.9	14,417.7	16,482.5	15,356.1	销售费用率	3.9%	4.0%	3.8%	3.5%	3.7%
在建工程	2,735.2	302.0	2,528.1	3,191.2	3,191.2	管理费用率	4.1%	3.1%	3.0%	2.8%	3.0%
无形资产	529.7	556.5	542.3	528.1	513.9	财务费用率	5.5%	3.8%	4.2%	4.9%	4.0%
其他非流动资产	569.6	458.5	600.1	534.4	527.3	三费/营业收入	13.5%	10.9%	11.0%	11.2%	10.6%
资产总额	19,717.9	20,194.2	28,899.9	34,591.3	36,464.1	偿债能力					
短期债务	5,253.8	4,168.2	9,064.6	11,112.5	12,688.8	资产负债率	62.5%	58.7%	66.3%	66.2%	61.1%
应付账款	1,527.6	1,590.3	2,893.7	2,717.0	4,038.7	负债权益比	166.7%	142.1%	196.9%	195.9%	157.3%
应付票据	732.5	787.0	951.0	1,465.4	1,458.6	流动比率	0.77	0.86	0.75	0.78	0.84
其他流动负债	1,625.8	1,966.8	1,255.2	2,262.4	1,698.3	速动比率	0.62	0.73	0.61	0.66	0.69
长期借款	1,720.3	1,422.6	3,287.2	3,645.4	627.0	利息保障倍数	2.50	3.64	4.10	3.74	4.32
其他非流动负债	1,464.2	1,919.4	1,715.4	1,699.7	1,778.1	分红指标					
负债总额	12,324.2	11,854.3	19,167.2	22,902.3	22,289.5	DPS(元)	0.05	0.05	0.14	0.18	0.19
少数股东权益	407.7	376.6	473.6	580.6	764.5	分红比率	19.0%	12.0%	20.0%	20.0%	17.3%
股本	2,536.6	2,535.9	2,535.9	2,535.9	2,535.9	股息收益率	0.6%	0.6%	1.7%	2.2%	2.3%
留存收益	4,448.1	5,382.3	6,723.3	8,572.6	10,874.2						
股东权益	7,393.7	8,339.9	9,732.7	11,689.0	14,174.6						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.26	0.42	0.68	0.90	1.10
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	BVPS(元)	2.75	3.14	3.65	4.38	5.29
净利润	755.1	1,158.2	1,730.9	2,275.4	2,789.9	PE(X)	30.9	19.5	11.9	9.1	7.4
加:折旧和摊销	747.3	894.9	909.5	1,140.6	1,140.6	PB(X)	3.0	2.6	2.2	1.9	1.5
资产减值准备	10.3	64.2	-	-	-	P/FCF	-24.2	-42.4	9.4	19.7	17.7
公允价值变动损失	-3.1	-	1.0	-0.7	0.1	P/S	1.9	1.4	1.1	0.9	0.7
财务费用	482.3	424.4	783.3	1,156.0	1,190.6	EV/EBITDA	9.5	8.2	7.7	6.2	5.0
投资损失	136.2	-21.1	-	-	-	CAGR(%)	46.7%	36.9%	49.5%	46.7%	36.9%
少数股东损益	88.4	101.4	97.0	107.0	183.9	PEG	0.7	0.5	0.2	0.2	0.2
营运资金的变动	-1,371.6	-191.5	-531.6	-986.5	-1,420.6	ROIC/WACC	1.1	1.3	1.9	1.8	1.8
经营活动产生现金流量	685.4	2,815.8	2,990.1	3,691.8	3,884.5	REP	1.4	1.2	0.8	0.8	0.7
投资活动产生现金流量	-2,199.5	-1,551.9	-6,195.3	-3,894.0	6.9						
融资活动产生现金流量	2,039.4	-1,720.5	4,972.2	955.3	-3,018.4						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 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	
	章政	021-35082861	zhangzheng@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	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

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