

2017年09月11日

太阳纸业 (002078.SZ)

纸张提价浪潮再起，股权激励彰显信心

■太阳纸业公告：

- 1) 筹划股权激励，拟向董监高及核心技术人员 674 人授予限制性股票 5677 万股，授予价格 4.65 元/吨；
- 2) 9 月 9 日发布涨价函：铜版/白卡涨价 200 元/吨；扑克牌纸涨价 300 元/吨。

点评：

■股权激励绑定高管，解锁条件彰显信心：合理的激励是企业激发员工动力的重要手段，公司 14 年推出限制性股票激励，向董监高/核心技术人员等 184 人授予限制性股票 1646 万股，上下齐心也使得公司在 14、15 年纸业景气度持续下滑、其它纸企纷纷亏损的市场环境下，公司 14/15 年公司净利润分别增长 65%、42%。此次股权激励是公司做强战略的延续，涵盖人员范围更广，授予数量更多，授予价格也显示出公司利益分享的诚意，有望进一步激发管理层动力。此次激励解锁条件：17-19 年利润增长分别不低于 60%、80%、100%，也显示出公司对未来业绩增长的信心。

■纸业涨价有望加速，盈利能力持续增长：纸业 9 月起进入旺季，木浆级纸张重拾升势，9 月以来铜版/白卡纸提价 300 元/吨，胶版纸提价 100-200 元/吨。近期木浆内盘价格加速上涨，其中针叶浆上涨约 1200 元/吨，幅度 20%；阔叶浆约 600 元/吨，幅度 10%；9 月外盘针叶/阔叶浆价也提价 30+美元/吨。浆纸有着较强的联动性，历史上看纸张价格的上涨大多由原料驱动，因造纸行业集中度相对较高，造纸企业转嫁成本能力相对较强。考虑浆价反弹及旺季的到来，我们认为木浆级纸张新一轮涨价刚起步，预计将持续至明年 3-5 月份，时间跨度接近半年。幅度方面，预计 9-12 月份提价 600-700 元/吨或以上，幅度 10%+，价格有望达到 7000 元/吨以上。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，随着旺季到来，纸价涨价加速，公司吨纸盈利有望进一步提升。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	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)	35.7	22.5	13.7	10.5	8.5
市净率(倍)	3.4	3.0	2.6	2.1	1.8
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	0.5%	0.5%	1.5%	1.9%	2.0%
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

公司快报

证券研究报告

造纸

投资评级 **买入-A**

维持评级

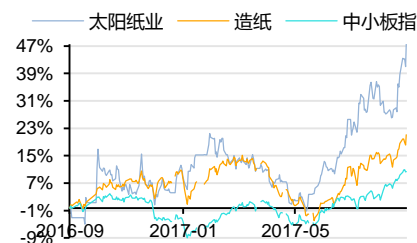
6 个月目标价：**11.60 元**

股价 (2017-09-08) **9.38 元**

交易数据

总市值(百万元)	23,786.32
流通市值(百万元)	23,689.06
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	6.09/9.38 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	2.2	23.67	29.65
绝对收益	8.69	34.92	37.05

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：太阳纸业：业绩略超预期，增长具持续性/周文波 2017-08-30
- 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

■**纸业复苏可持续，加上新产能投放，公司业绩增长具持续性：**去产能（市场/政策等）+需求稳定增长+企业协同，造纸行业于16年中期开始复苏。造纸属典型的市场化出清行业，也是纯正供需驱动的周期行业；纸业需求具类消费属性，较为稳健，其周期性主要来自供给端。根据我们统计，目前纸业产能新增虽较16年有所增多，但幅度不大，且在结构上，主要是箱板/瓦楞纸（部分项目投产可能会延后），铜版/胶版/白卡纸基本无新产能。新一轮产能扩张预计从18-20年陆续落地，我们判断木浆级纸张（白卡/铜版/胶版纸）景气可延续至18年；箱板/瓦楞纸新产能17-18年略有增多，景气18年可能存波动，但整体也将维持高位。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、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：**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7600元/吨，较6月份阶段性低点回升约600元/吨，盈利能力逐步回升；目前郑棉期货价格15490元/吨，整体维持高位；黏胶短纤价格16150元/吨，较6月低点上涨1500元/吨。公司老挝溶解浆项目将于18年投产，项目在老挝建立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，原材料成本较低，加上当地较低的人工成本及税收优惠，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，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、22.8亿元、27.9亿元，分别增长63.8%、31.8%、22.4%，EPS分别为0.68元、0.9元、1.1元，六个月目标价11.60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。

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	0.5%	0.5%	1.5%	1.9%	2.0%
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						

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2015	2016	2017E	2018E	2019E	
净利润	755.1	1,158.2	1,730.9	2,275.4	2,789.9	EPS(元)	0.26	0.42	0.68	0.90	1.10
加:折旧和摊销	747.3	894.9	909.5	1,140.6	1,140.6	BVPS(元)	2.75	3.14	3.65	4.38	5.29
资产减值准备	10.3	64.2	-	-	-	PE(X)	35.7	22.5	13.7	10.5	8.5
公允价值变动损失	-3.1	-	1.0	-0.7	0.1	PB(X)	3.4	3.0	2.6	2.1	1.8
财务费用	482.3	424.4	783.3	1,156.0	1,190.6	P/FCF	-27.9	-48.9	10.9	22.7	20.4
投资损失	136.2	-21.1	-	-	-	P/S	2.2	1.6	1.3	1.0	0.8
少数股东损益	88.4	101.4	97.0	107.0	183.9	EV/EBITDA	9.5	8.2	8.5	6.8	5.5
营运资金的变动	-1,371.6	-191.5	-531.6	-986.5	-1,420.6	CAGR(%)	46.7%	36.9%	49.5%	46.7%	36.9%
经营活动产生现金流量	685.4	2,815.8	2,990.1	3,691.8	3,884.5	PEG	0.8	0.6	0.3	0.2	0.2
投资活动产生现金流量	-2,199.5	-1,551.9	-6,195.3	-3,894.0	6.9	ROIC/WACC	1.1	1.3	1.8	1.8	1.8
融资活动产生现金流量	2,039.4	-1,720.5	4,972.2	955.3	-3,018.4	REP	1.4	1.3	0.9	0.9	0.8

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