

太阳纸业(002078.SZ)/造纸
环保事业专业化, 龙头扩张更专注
评级: 买入(维持)

市场价格: 9.58元

目标价格: 11.7元

分析师: 笃慧

执业证书编号: S0740510120023

电话: 021-20315133

Email: duhui@r.qlzq.com.cn

联系人: 徐稚涵

Email: xuzh01@r.qlzq.com.cn

感谢研究员蒋正山对本报告的支持

感谢实习生徐德对本报告的支持

基本状况

总股本(百万股)	2535.86
流通股本(百万股)	2535.82
市价(元)	9.58
市值(百万元)	24293.5
流通市值(百万元)	24293.1

股价与行业-市场走势对比

相关报告

太阳纸业--《手心的“太阳”，特别明亮》

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	10,825	14,455	18,642	21,141	23,840
增长率 yoy%	3.5%	33.5%	29.0%	13.4%	12.8%
净利润	667	1,057	1,828	2,281	2,831
增长率 yoy%	42.2%	58.5%	73.0%	24.7%	24.1%
每股收益(元)	0.26	0.42	0.72	0.90	1.12
每股现金流量	0.27	1.11	1.01	1.34	1.54
净资产收益率	9.5%	13.3%	17.1%	16.2%	15.9%
P/E	21.4	16.0	13.3	10.7	8.6
PEG	0.5	0.3	0.2	0.4	0.4
P/B	2.0	2.1	3.1	3.0	2.8

备注: 净资产收益率所用净利润为扣除少数股东损益前数据

投资要点

- 事件:** 太阳纸业新发布公告拟设立济宁市永悦环保能源有限公司, 公司注册资本为 3000 万元, 主要从事固废、城市生活垃圾等循环利用的技术研发、科研, 以及利用城市生活垃圾发电。新公司的设立有望通过对垃圾焚烧的余热进行利用, 达到循环经济的目的。此外, 成立永悦环保能源有限公司有望助力太阳纸业在环保领域专业化, 进一步充分利用公司积累的丰富经验和人才、资金等方面的优势, 拓展环保产业, 提升企业形象。在环保趋严, 造纸行业中小产能加速出清的大背景下, 该项投资有望巩固企业的造纸业龙头地位。
- 战略布局清晰明确, 业绩增长兼具高速性和持续性:** 太阳纸业 2013 年提出“四三三”战略规划, 暨在巩固造纸主业的同时, 以造纸产业的技术、资金、人才等为基础, 发展生物质新材料, 进军快速消费品行业, 通过对资源的有效整合, 使三大产业齐头并进, 相互支撑, 逐步构造造纸产品占 40%、生物质新材料占 30%、快速消费品占 30% 的“四三三”利润格局。此后公司着力于产品结构调整和优化淘汰落后产能, 发展适合市场的产品, 业绩成长迅速。2012 年到 2016 年间, 公司主营业务收入从 104 亿元提升至 145 亿元, CARG 为 8.6%。归母净利润由 1.8 亿元提升至 10.6 亿元, CARG 为 56.5%。2017H1 公司业绩再度闪耀, 实现主营业务收入 87 亿元, 同比增长 32.6%; 归母净利润为 8.7 亿元, 同比增长 148.2%。
- 产能全线扩张, 每年都有新看点:** 太阳纸业未来三年产能扩张主线明确, 每年都有新产能投放带来的稳定增长点。未来三年核心业绩增长点包括: (1) 2017 年箱板纸产能集中释放; (2) 2018 年一季度 20 万吨高档特种纸项目投产; (3) 2018 年二季度老挝 30 万吨化学浆项目投产; (4) 2018 年三季度 80 万吨箱板纸产能投产; (5) 2019-2020 年美国阿肯色州 70 万吨生物精炼项目有望陆续投产。
- 造纸行业景气度提升, 产能出清龙头受益:** 造纸行业目前处于景气周期, 各类纸品价格持续上涨, 预计旺季需求端提振将助力纸价继续上行。行业格局上, 铜版纸集中度高且未来两年无新增产能投放, 利好龙头企业。溶解浆方面, 目前供需缺口较为明显, 替代品棉花也因供需缺口价格易涨难跌, 叠加需求端旺季已从 8 月开始, 浆价继续上行有望。环保方面, 第四批中央环保督查已全面启动, 同时混废进口受限带来的成本压力可能导致造纸行业中小产能加速退出, 龙头企业份额预计将会得以提升。
- 盈利能力出众, 估值大有空间:** 太阳纸业作为行业内龙头企业, 以明确的战略布局、先进的生产技术和出色的成本管理能力和核心竞争力。公司自 2012 年以来净利润 CARG 达到 56.5%, 盈利成长能力出众。2016 年公司 ROE 为 14.14%, 在行业内名列前茅。当前 PE(TTM) 为 15 倍, 不论从历史估值、行业对比还是国际对标角度分析, 估值都有较大提升空间。
- 盈利预测与投资建议:** 公司未来三年产能的逐渐投放和核心竞争力更上一层楼有望助力业绩腾飞。我们预计公司 2017-19 年销售收入 186、211、238 亿元, 同比增长 29.0%、13.4%、12.8%; 实现归属于母公司净利润 18.3、22.8、28.3 亿元, 同比增长 73.0%、24.7%、24.1%; 对应 EPS 为 0.72、0.90、1.12 元。给予 2018 年 13 倍 PE, 对应目标价格 11.7 元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 原材料价格大幅上涨风险、宏观经济波动风险、海外投资政策风险

图表 1：太阳纸业三大财务报表

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	10,458	10,825	14,455	18,642	21,141	23,840
增长率	-4.01%	3.5%	33.5%	29.0%	13.4%	12.8%
营业成本	-8,361	-8,293	-11,287	-14,185	-15,661	-17,334
%销售收入	79.9%	76.6%	78.1%	76.1%	74.1%	72.7%
毛利	2,097	2,532	3,168	4,458	5,480	6,506
%销售收入	20.1%	23.4%	21.9%	23.9%	25.9%	27.3%
营业税金及附加	-47	-40	-101	-93	-106	-119
%销售收入	0.4%	0.4%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-342	-423	-572	-746	-888	-1,001
%销售收入	3.3%	3.9%	4.0%	4.0%	4.2%	4.2%
管理费用	-446	-449	-449	-559	-698	-787
%销售收入	4.3%	4.1%	3.1%	3.0%	3.3%	3.3%
息税前利润 (EBIT)	1,262	1,620	2,046	3,059	3,788	4,599
%销售收入	12.1%	15.0%	14.2%	16.4%	17.9%	19.3%
财务费用	-539	-590	-550	-708	-846	-954
%销售收入	5.2%	5.5%	3.8%	3.8%	4.0%	4.0%
资产减值损失	4	-10	-64	-37	-42	-48
公允价值变动收益	-3	3	0	0	0	0
投资收益	-56	-136	21	23	26	26
%税前利润	—	—	1.4%	1.0%	0.9%	0.7%
营业利润	668	886	1,453	2,337	2,926	3,623
营业利润率	6.4%	8.2%	10.1%	12.5%	13.8%	15.2%
营业外收支	16	154	15	15	15	15
税前利润	683	1,040	1,468	2,352	2,941	3,638
利润率	6.5%	9.6%	10.2%	12.6%	13.9%	15.3%
所得税	-136	-285	-310	-365	-449	-540
所得税率	20.0%	27.4%	21.1%	15.5%	15.3%	14.9%
净利润	547	755	1,158	1,987	2,493	3,098
少数股东损益	78	88	101	159	212	266
归属于母公司的净利润	469	667	1,057	1,828	2,281	2,831
净利润率	4.5%	6.2%	7.3%	9.8%	10.8%	11.9%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	547	755	1,158	1,987	2,493	3,098
少数股东损益	0	88	101	159	212	266
非现金支出	751	758	959	1,065	1,202	1,342
非经营收益	551	617	470	419	414	405
营运资金变动	759	-1,444	228	-901	-703	-949
经营活动现金净流	2,608	774	2,917	2,729	3,618	4,162
资本开支	1,924	2,611	1,668	2,884	3,177	3,527
投资	0	447	55	-38	-23	-24
其他	-50	-36	61	23	26	26
投资活动现金净流	-1,974	-2,199	-1,552	-2,899	-3,174	-3,526
股权募资	6	1,005	0	100	100	100
债权募资	-555	1,320	-736	981	1,031	1,081
其他	-635	-264	-972	-719	-819	-919
筹资活动现金净流	-1,184	2,061	-1,708	362	312	262
现金净流量	549	635	343	193	757	898

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,430	1,528	1,043	1,077	1,622	2,254
应收款项	1,790	3,397	4,177	4,984	5,782	6,569
存货	1,124	1,400	1,139	1,634	1,890	2,187
其他流动资产	450	702	972	1,038	1,104	1,188
流动资产	4,796	7,027	7,331	8,733	10,397	12,197
%总资产	29.4%	35.6%	36.3%	37.0%	38.0%	38.7%
长期投资	739	231	261	299	321	346
固定资产	9,464	11,360	11,587	13,520	15,587	17,875
%总资产	58.1%	57.6%	57.4%	57.3%	57.0%	56.8%
无形资产	511	544	564	590	607	625
非流动资产	11,499	12,691	12,863	14,860	16,966	19,296
%总资产	70.6%	64.4%	63.7%	63.0%	62.0%	61.3%
资产总计	16,293	19,718	20,194	23,593	27,364	31,493
短期借款	5,460	6,452	5,115	5,015	4,915	4,815
应付款项	2,053	2,425	3,057	3,468	3,814	3,986
其他流动负债	186	263	340	523	466	514
流动负债	7,698	9,140	8,512	9,006	9,196	9,315
长期贷款	1,007	1,720	1,423	1,423	1,423	1,423
其他长期负债	1,763	1,464	1,919	1,919	1,919	1,919
负债	10,468	12,324	11,854	12,348	12,538	12,657
普通股股东权益	5,421	6,986	7,963	10,709	14,079	17,822
少数股东权益	404	408	377	536	747	1,014
负债股东权益合计	16,293	19,718	20,194	23,593	27,364	31,493

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.20	0.26	0.42	0.72	0.90	1.12
每股净资产 (元)	2.36	2.75	3.14	3.08	3.15	3.37
每股经营现金净流 (元)	1.13	0.27	1.11	1.01	1.34	1.54
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.05	0.05	0.00	0.00
回报率						
净资产收益率	8.6%	9.5%	13.3%	17.1%	16.2%	15.9%
总资产收益率	2.9%	3.4%	5.2%	7.7%	8.3%	9.0%
投入资本收益率	9.2%	8.2%	10.7%	14.5%	15.5%	16.3%
增长率						
营业总收入增长率	-4.0%	3.5%	33.5%	29.0%	13.4%	12.8%
EBIT增长率	21.9%	28.4%	26.3%	49.5%	23.8%	21.4%
净利润增长率	64.7%	42.2%	58.5%	73.0%	24.7%	24.1%
总资产增长率	2.5%	21.0%	2.4%	16.8%	16.0%	15.1%
资产管理能力						
应收账款周转天数	24.2	27.5	29.1	27.8	28.2	28.2
存货周转天数	53.8	55.6	41.1	42.1	44.1	46.1
应付账款周转天数	53.9	60.0	47.1	52.5	51.9	51.3
固定资产周转天数	271.5	276.0	251.4	239.0	244.1	249.0
偿债能力						
净负债/股东权益	100.2%	96.6%	83.8%	61.0%	41.9%	29.1%
EBIT利息保障倍数	2.3	2.7	3.7	4.3	4.5	4.8
资产负债率	64.2%	62.5%	58.7%	52.3%	45.8%	40.2%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。