

价涨量增，业绩略超预期

■太阳纸业三季报：前三季度公司营业收入 137.06 亿元，同比增长 34.4%；归属上市公司股东净利润 13.74 亿元，同比增长 109.1%。

■17 年业绩预告：预计 17 年归母净利润 19-21.1 亿元，同比增长 80%-100%。

■纸张价格上涨及新产能释放，公司业绩持续高增长：前三季度公司收入、净利润分别增长 34.4%、109.1%；单 Q3 收入 50.1 亿元，同比增长 37.6%，归母净利润 5 亿元，同比增长 63.9%。公司业绩高增长主要受益于新产能释放及产品提价：1) 新产能方面：公司 80 万吨牛皮箱板纸产能于 16 年 8 月投产，贡献一定增量；2) 公司主要产品铜版纸、文化纸、箱板纸持续提价：铜版纸 17Q3 价格同比上涨约 1800 元/吨，幅度 37%；胶版纸同比上涨约 1200 元/吨，幅度 21%；箱板纸 17Q3 价格同比上涨 1850 元/吨，幅度 57%；其中铜版纸/胶版纸 Q3 环比基本维持高位，而箱板纸则上涨 900 多元。同期虽然成本木浆/废纸等价格也上涨，但因库存周期，公司盈利持续改善。我们测算单 Q3 公司吨纸净利约 540 元/吨，较 Q2 环比提升约 40 元/吨；3) Q3 溶解浆价格有所反弹：前三季度溶解浆均价约为 7650 元/吨，同比上涨 600+元/吨，幅度约 9%；Q3 溶解浆价格重拾升势，单 Q3 均价约 7400 元/吨，较 6 月份阶段性低点上涨 370 元/吨。木浆级纸张于 9 月开启新一轮提价，9-10 月合计提价 1000-1500 元/吨，目前价格约 7300-7500 元/吨，预计 17Q4 公司盈利将继续向好。

■盈利能力持续提升：前三季度公司综合毛利率 24.9%，同比提升 3.6pct，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 9.7pct，同比下降 1.7pct，其中销售、管理、财务费用率分别下降 0.5pct、0.3pct、0.95pct。报告期内，公司实现经营性现金流 17.5 亿元，较去年同期减少 4.7 亿元。另外，报告期内公司收到政府补助 2416 万元，较去年同期增加 1532 万元。营运方面，报告期内公司存货周转天数 33.3 天，同比减少 9 天；应收账款周转天数 33.3 天，同比增加 4.4 天。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	10,825.1	14,455.5	19,399.3	24,802.0	29,980.6
净利润	666.7	1,056.8	2,080.4	2,809.1	3,309.8
每股收益(元)	0.26	0.42	0.82	1.11	1.31
每股净资产(元)	2.75	3.14	3.76	4.66	5.74

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	34.4	21.7	11.0	8.2	6.9
市净率(倍)	3.3	2.9	2.4	1.9	1.6
净利润率	6.2%	7.3%	10.7%	11.3%	11.0%
净资产收益率	9.5%	13.3%	21.8%	23.8%	22.8%
股息收益率	0.6%	0.6%	1.8%	2.5%	2.5%
ROIC	9.9%	11.5%	18.2%	18.5%	18.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

投资评级 买入-A

维持评级

6 个月目标价： 11.60 元
股价 (2017-10-30) 9.04 元

交易数据

总市值(百万元)	22,924.13
流通市值(百万元)	22,884.56
总股本(百万股)	2,535.86
流通股本(百万股)	2,531.48
12 个月价格区间	6.33/10.00 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-12.04	0.46	19.84
绝对收益	-9.6	11.19	31.91

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

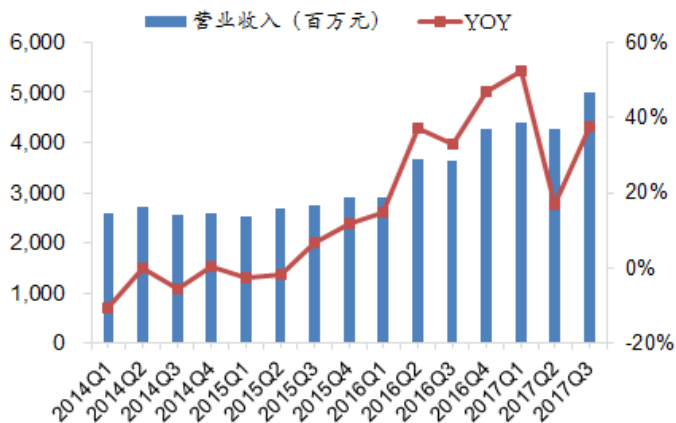
- 太阳纸业：纸张提价浪潮再起，股权激励彰显信心/周文波 2017-09-11
- 太阳纸业：太阳纸业：业绩略超预期，增长具持续性/周文波 2017-08-30
- 太阳纸业：看得见的高增长/周文波 2017-04-27
- 太阳纸业：优秀源于专注/周文波 2017-04-26
- 太阳纸业：行业景气回升，业绩持续高增长/周文波 2017-02-28

■ **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；我们预计涨价趋势可能持续到今年底或明年初，尤其是木浆级纸张。造纸是典型的市场化去产能行业，行业新一轮产能扩张将于18年开始陆续落地，且主要集中于箱板/瓦楞纸，我们预计纸业景气可延续至18年，尤其是木浆级纸张，明年价格中枢及吨纸盈利预计将高于今年。除了价格逻辑外，公司新产能投放也将带来增量。根据公司公告，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。

■ **盈利预测及投资建议：**我们预计17-19年公司净利润为20.8亿元、28.1亿元、33.1亿元，分别增长96.9%、35.0%、17.8%，EPS分别为0.82元、1.11元、1.31元，六个月目标价11.60元，维持“买入-A”评级。

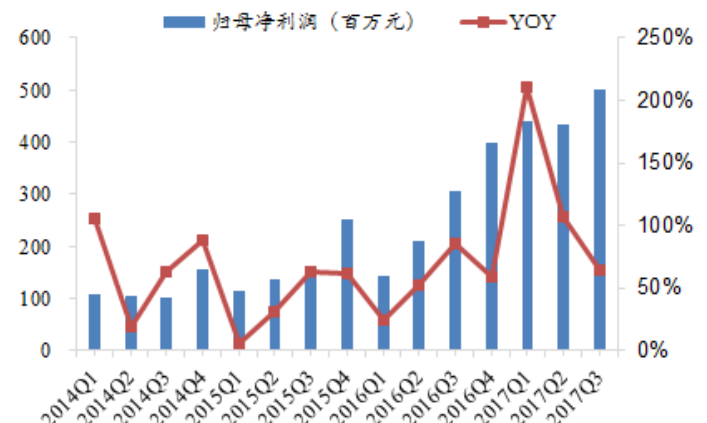
■ **风险提示：**宏观经济疲软，造纸行业需求恢复缓慢。

图 1：太阳纸业营业收入



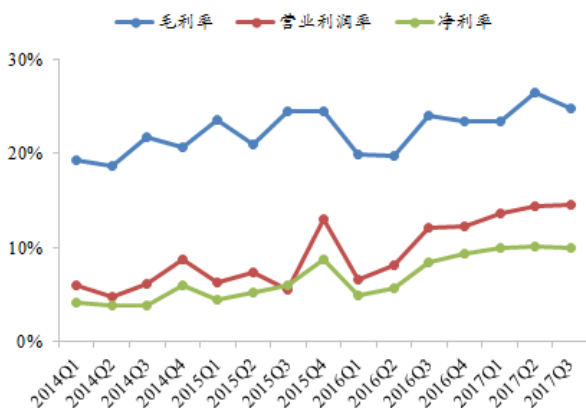
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 2：太阳纸业净利润



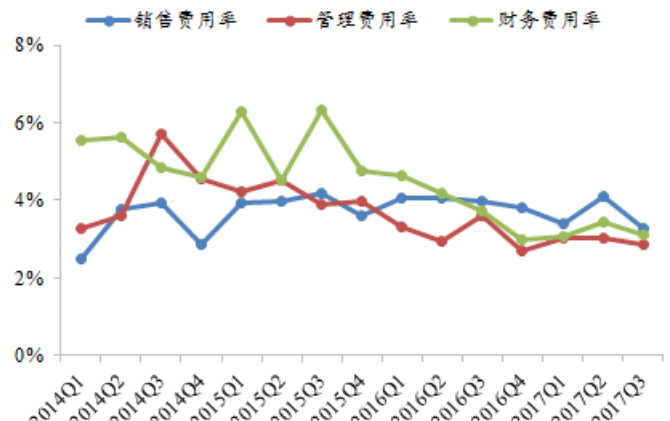
资料来源：wind，安信证券研究中心

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	19,399.3	24,802.0	29,980.6	成长性					
减:营业成本	8,292.7	11,287.4	14,559.2	18,363.4	22,395.5	营业收入增长率	3.5%	33.5%	34.2%	27.9%	20.9%
营业税费	40.3	101.1	116.4	148.8	179.9	营业利润增长率	32.8%	63.9%	83.0%	39.5%	18.9%
销售费用	423.3	572.3	688.7	798.6	1,019.3	净利润增长率	42.2%	58.5%	96.9%	35.0%	17.8%
管理费用	448.6	448.6	572.3	649.8	839.5	EBITDA 增长率	13.4%	30.3%	50.2%	37.3%	11.8%
财务费用	590.5	550.0	775.1	1,111.1	1,116.7	EBIT 增长率	22.4%	35.6%	71.4%	40.4%	14.6%
资产减值损失	10.3	64.2	40.0	30.0	30.0	NOPLAT 增长率	11.0%	47.4%	69.5%	40.4%	14.6%
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%	38.4%	16.9%	3.2%
投资和汇兑收益	-136.2	21.1	10.0	10.0	10.0	净资产增长率	26.9%	12.8%	19.0%	23.9%	23.4%
营业利润	886.3	1,453.0	2,658.7	3,709.6	4,409.8	利润率					
加:营业外净收支	154.1	15.2	20.0	20.0	20.0	毛利率	23.4%	21.9%	25.0%	26.0%	25.3%
利润总额	1,040.5	1,468.2	2,678.7	3,729.6	4,429.8	营业利润率	8.2%	10.1%	13.7%	15.0%	14.7%
减:所得税	285.4	310.0	589.3	820.5	974.6	净利润率	6.2%	7.3%	10.7%	11.3%	11.0%
净利润	666.7	1,056.8	2,080.4	2,809.1	3,309.8	EBITDA/营业收入	20.5%	20.0%	22.4%	24.0%	22.2%
						EBIT/营业收入	13.6%	13.9%	17.7%	19.4%	18.4%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	272	248	238	224	191
货币资金	1,527.6	1,043.1	2,909.9	3,720.3	4,497.1	流动营业资本周转天数	65	70	59	56	61
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	197	179	168	176	181
应收账款	1,080.2	1,485.7	1,855.3	2,278.3	2,882.2	应收帐款周转天数	30	32	31	30	31
应收票据	2,317.2	2,691.8	3,692.7	4,469.9	5,570.9	存货周转天数	42	32	24	24	26
预付帐款	280.1	492.3	575.8	732.5	857.9	总资产周转天数	599	497	458	461	426
存货	1,400.1	1,138.8	1,449.5	1,815.1	2,518.3	投资资本周转天数	410	355	325	320	290
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%	21.8%	23.8%	22.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.8%	5.7%	7.2%	8.5%	9.4%
长期股权投资	100.9	130.3	130.3	130.3	130.3	ROIC	9.9%	11.5%	18.2%	18.5%	18.1%
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%	3.6%	3.2%	3.4%
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%	2.6%	2.8%
无形资产	529.7	556.5	542.3	528.1	513.9	财务费用率	5.5%	3.8%	4.0%	4.5%	3.7%
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%	10.5%	10.3%	9.9%
资产总额	19,717.9	20,194.2	29,133.8	34,414.0	36,569.9	偿债能力					
短期债务	5,253.8	4,168.2	8,970.7	10,614.1	12,206.6	资产负债率	62.5%	58.7%	65.9%	64.3%	58.5%
应付帐款	1,527.6	1,590.3	3,040.5	2,757.9	4,035.9	负债权益比	166.7%	142.1%	193.6%	179.8%	141.0%
应付票据	732.5	787.0	1,007.9	1,489.4	1,451.1	流动比率	0.77	0.86	0.76	0.78	0.86
其他流动负债	1,625.8	1,966.8	1,281.2	2,280.3	1,699.1	速动比率	0.62	0.73	0.66	0.68	0.73
长期借款	1,720.3	1,422.6	3,193.8	3,272.2	221.7	利息保障倍数	2.50	3.64	4.43	4.34	4.95
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	19,209.5	22,113.5	21,392.5	DPS(元)	0.05	0.05	0.16	0.22	0.23
少数股东权益	407.7	376.6	385.6	485.6	631.0	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%	1.8%	2.5%	2.5%
留存收益	4,448.1	5,382.3	7,002.9	9,279.1	12,010.5						
股东权益	7,393.7	8,339.9	9,924.3	12,300.5	15,177.4						

现金流量表						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	2,080.4	2,809.1	3,309.8	EPS(元)	0.26	0.42	0.82	1.11	1.31
加:折旧和摊销	747.3	894.9	909.5	1,140.6	1,140.6	BVPS(元)	2.75	3.14	3.76	4.66	5.74
资产减值准备	10.3	64.2	-	-	-	PE(X)	34.4	21.7	11.0	8.2	6.9
公允价值变动损失	-3.1	-	1.0	-0.7	0.1	PB(X)	3.3	2.9	2.4	1.9	1.6
财务费用	482.3	424.4	775.1	1,111.1	1,116.7	P/FCF	-26.9	-47.1	9.4	18.8	19.2
投资损失	136.2	-21.1	-10.0	-10.0	-10.0	P/S	2.1	1.6	1.2	0.9	0.8
少数股东损益	88.4	101.4	9.0	100.0	145.4	EV/EBITDA	9.5	8.2	7.8	5.9	4.9
营运资金的变动	-1,371.6	-191.5	-436.1	-664.8	-1,892.2	CAGR(%)	56.8%	44.0%	56.3%	56.8%	44.0%
经营活动产生现金流量	685.4	2,815.8	3,328.9	4,485.3	3,810.5	PEG	0.6	0.5	0.2	0.1	0.2
投资活动产生现金流量	-2,199.5	-1,551.9	-6,185.3	-3,884.0	16.9	ROIC/WACC	1.1	1.3	2.0	2.1	2.0
融资活动产生现金流量	2,039.4	-1,720.5	4,723.2	209.1	-3,050.5	REP	1.4	1.3	0.8	0.7	0.7

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