

太阳纸业 (002078)

证券研究报告

2017年10月29日

全年业绩指引超预期，维持“买入”评级

营收同比增长 34.4%至 137.1 亿，归母净利润同比增长 109.1%至 13.7 亿

公司公布三季报，前三季度公司实现营业收入 137.1 亿，同比增长 34.4%，归母净利润为 13.7 亿，同比增长 109.1%。其中第三季度实现收 50.1 亿，同比增长 37.6%，环比增长 16.9%，三季度营收环比增长 16.9%的原因在于，三季度公司溶解浆销售出现量价齐升态势；第三季度实现净利润 5 亿，同比增长 63.9%，环比增长 14.9%，第三季度利润环比增长幅度小于收入增长的原因在于，三季度木浆系纸张价格略有回调。前三季度 EPS 为 0.54 元。

毛利率同比增长 3.7 个百分点至 25%，期间费用率同比减少 1.4 个百分点至 10%

公司前三季度毛利率为 25%，同比增长 3.7%，期间费用率为 10%，同比减少 1.4 个百分点，其中销售费用率同比减少 0.3 个百分点至 3.7%，管理费用率同比减少 0.3 个百分点至 3%，财务费用率同比减少 0.9 个百分点至 3.3%，期间费用率降低的主要原因在于销售收入提升，规模效应带动企业运行效率提升。其中第三季度毛利率 24.9%，同比提升 0.9 个百分点，环比下滑-1.7 个百分点；期间费用率位 9.2%，同比减少 2.1 个百分点，其中销售费用率同比减少 0.7 个百分点至 3.3%，管理费用率同比减少 0.8 个百分点至 2.9%，财务费用率同比减少 0.6 个百分点至 3.1%。

全年业绩指引超市场预期，2018 年木浆系造纸大厂盈利有望继续提升

公司三季报披露全年盈利变动区间在 19-21.1 亿之间，超市场预期，主要原因在于有二，其一是公司在三季度大幅提升了纸张产品售价，将于四季度落实；其二是溶解浆价格自 7 月以来，低调稳步上行至当前 8000 元/吨，超市场预期。我们对木浆系纸张明年盈利将继续提升的判断，来自三个方面，其一是对明年行业供需变动的掌握，明年木浆系纸张行业新增产能只有年底投放的博汇 75 万吨白卡纸和晨鸣 51 万吨文化纸，而政府对环境保护的态度将持续限制造纸企业的行业中小企业的开工率，行业供需维持平稳；其二是对木浆价格的判断上，虽然今年底自明年年初，海外有部分新增木浆产能投放，但木浆系纸张的整体需求也在稳步上升，全球木浆供需并未失衡，明年木浆价格维持高位震荡的概率较大，截至目前，国内木浆现货平均价格自年初提升了 37%，我们判断明年全年木浆平均价格将高于今年，拥有自供木浆生产线的造纸大厂将获得超额利润空间；其三，木浆系造纸大厂明年均有新增产能投放，太阳纸业最多，明年 4 月的 25 万吨文化纸转产生线，7 月的 80 万吨瓦楞纸生产线以及 8 月的老挝 20 万吨溶解浆生产线将陆续投放，公司产品产销量将得到提升，行业集中度正在逐步向造纸大厂集中。

我们预计公司 2017-18 年实现净利润 19.8 亿，25.9 亿，当前股价对应 PE 为 11.6 倍，8.9 倍，公司全年业绩指引大超市场预期，明年利润增长有望延续，估值维持低位，维持“买入”评级。

风险提示：溶解浆价格提升幅度不达预期，在建工程投产进度不达预期。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	10,825.12	14,455.49	19,683.02	26,129.63	27,582.30
增长率(%)	3.51	33.54	36.16	32.75	5.56
EBITDA(百万元)	2,218.82	2,891.54	3,760.97	4,585.48	4,827.21
净利润(百万元)	666.66	1,056.76	1,978.70	2,592.62	2,770.49
增长率(%)	42.20	58.52	87.24	31.03	6.86
EPS(元/股)	0.26	0.42	0.78	1.02	1.09
市盈率(P/E)	34.54	21.79	11.64	8.88	8.31
市净率(P/B)	3.30	2.89	2.42	1.97	1.65
市销率(P/S)	2.13	1.59	1.17	0.88	0.83
EV/EBITDA	9.50	8.19	7.64	5.69	4.99

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	轻工制造/造纸
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	9.08 元
目标价格	11 元
上次目标价	10.2 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,535.86
流通 A 股股本(百万股)	2,531.48
A 股总市值(百万元)	23,025.57
流通 A 股市值(百万元)	22,985.82
每股净资产(元)	3.61
资产负债率(%)	59.10
一年内最高/最低(元)	10.19/6.24

作者

姜浩 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516110004
jiangh@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《太阳纸业-半年报点评:半年报业绩稳健可喜，维持‘买入’评级》 2017-08-30
- 《太阳纸业-公司点评:牵手宝宝树，生活用纸精准用户渠道再下一城》 2017-07-20
- 《太阳纸业-季报点评:一季度业绩高速增长，维持买入评级》 2017-04-27

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,527.57	1,043.13	1,574.64	2,090.37	2,206.58
应收账款	1,080.23	1,485.67	1,715.08	1,254.67	1,880.18
预付账款	280.13	492.32	588.61	825.13	662.00
存货	1,400.09	1,138.81	2,909.90	2,409.22	2,950.19
其他	2,738.98	3,171.35	3,409.09	5,631.57	3,985.18
流动资产合计	7,027.00	7,331.28	10,197.32	12,210.96	11,684.13
长期股权投资	100.94	130.28	130.28	130.28	130.28
固定资产	8,625.31	11,284.89	10,991.19	10,665.62	10,307.94
在建工程	2,735.17	302.01	217.20	178.32	136.99
无形资产	529.74	556.52	542.32	528.12	513.92
其他	699.70	589.21	730.83	665.15	658.05
非流动资产合计	12,690.86	12,862.91	12,611.82	12,167.49	11,747.18
资产总计	19,717.85	20,194.19	22,809.14	24,378.45	23,431.31
短期借款	5,253.75	4,168.22	5,695.53	3,287.21	1,203.30
应付账款	1,527.64	1,590.29	3,096.13	3,169.89	3,182.82
其他	2,358.28	2,753.79	2,321.65	3,994.07	2,623.59
流动负债合计	9,139.67	8,512.30	11,113.30	10,451.17	7,009.72
长期借款	1,720.33	1,422.59	0.00	0.00	0.00
应付债券	496.68	1,494.44	929.34	973.49	1,132.42
其他	967.50	424.93	786.07	726.17	645.72
非流动负债合计	3,184.51	3,341.96	1,715.42	1,699.66	1,778.15
负债合计	12,324.18	11,854.26	12,828.72	12,150.82	8,787.86
少数股东权益	407.71	376.58	466.58	556.58	646.58
股本	2,536.64	2,535.86	2,535.86	2,535.86	2,535.86
资本公积	1,203.34	1,207.66	1,207.66	1,207.66	1,207.66
留存收益	4,448.10	5,382.35	6,977.99	9,135.20	11,461.02
其他	(1,202.12)	(1,162.50)	(1,207.66)	(1,207.66)	(1,207.66)
股东权益合计	7,393.68	8,339.93	9,980.42	12,227.63	14,643.45
负债和股东权益总	19,717.85	20,194.19	22,809.14	24,378.45	23,431.31

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	755.10	1,158.20	1,978.70	2,592.62	2,770.49
折旧摊销	747.34	894.91	452.70	458.65	463.22
财务费用	482.28	424.40	590.00	590.00	590.00
投资损失	136.17	(21.09)	(13.00)	(13.00)	(13.00)
营运资金变动	(1,371.64)	(191.47)	(1,052.16)	178.36	(733.77)
其它	(63.82)	550.85	90.00	90.00	90.00
经营活动现金流	685.43	2,815.80	2,046.24	3,896.63	3,166.94
资本支出	2,031.06	1,713.63	(301.15)	139.91	130.44
长期投资	(638.53)	29.34	0.00	0.00	0.00
其他	(3,592.02)	(3,294.89)	270.31	(218.36)	(165.19)
投资活动现金流	(2,199.48)	(1,551.92)	(30.84)	(78.46)	(34.75)
债权融资	8,668.68	8,032.34	7,566.67	5,289.63	3,308.33
股权融资	434.36	(502.58)	(635.15)	(590.00)	(590.00)
其他	(7,063.60)	(9,250.26)	(8,415.40)	(8,002.08)	(5,734.31)
筹资活动现金流	2,039.44	(1,720.50)	(1,483.88)	(3,302.44)	(3,015.98)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	1.00	2.00
现金净增加额	525.39	(456.62)	531.52	516.73	118.21

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	10,825.12	14,455.49	19,683.02	26,129.63	27,582.30
营业成本	8,292.75	11,287.39	14,733.90	19,844.18	20,941.56
营业税金及附加	40.26	101.11	78.73	104.52	110.33
营业费用	423.31	572.25	767.64	1,019.06	1,075.71
管理费用	448.56	448.60	777.48	1,019.06	1,075.71
财务费用	590.48	550.04	590.00	590.00	590.00
资产减值损失	10.32	64.20	30.00	30.00	30.00
公允价值变动收益	3.08	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(136.17)	21.09	13.00	14.00	15.00
其他	266.18	(42.17)	(26.00)	(28.00)	(30.00)
营业利润	886.34	1,452.98	2,718.26	3,536.83	3,773.99
营业外收入	155.64	22.78	45.00	45.00	45.00
营业外支出	1.51	7.54	5.00	5.00	5.00
利润总额	1,040.47	1,468.22	2,758.26	3,576.83	3,813.99
所得税	285.37	310.02	689.57	894.21	953.50
净利润	755.10	1,158.20	2,068.70	2,682.62	2,860.49
少数股东损益	88.45	101.44	90.00	90.00	90.00
归属于母公司净利润	666.66	1,056.76	1,978.70	2,592.62	2,770.49
每股收益(元)	0.26	0.42	0.78	1.02	1.09

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	3.51%	33.54%	36.16%	32.75%	5.56%
营业利润	32.78%	63.93%	87.08%	30.11%	6.71%
归属于母公司净利润	42.20%	58.52%	87.24%	31.03%	6.86%
获利能力					
毛利率	23.39%	21.92%	25.14%	24.05%	24.08%
净利率	6.16%	7.31%	10.05%	9.92%	10.04%
ROE	9.54%	13.27%	20.80%	22.21%	19.79%
ROIC	9.87%	11.46%	16.89%	20.35%	22.24%
偿债能力					
资产负债率	62.50%	58.70%	56.24%	49.84%	37.50%
净负债率	24.01%	25.51%	27.84%	30.16%	32.58%
流动比率	0.77	0.86	0.92	1.17	1.67
速动比率	0.62	0.73	0.66	0.94	1.25
营运能力					
应收账款周转率	11.94	11.27	12.30	17.60	17.60
存货周转率	8.58	11.39	9.72	9.82	10.29
总资产周转率	0.60	0.72	0.92	1.11	1.15
每股指标(元)					
每股收益	0.26	0.42	0.78	1.02	1.09
每股经营现金流	0.27	1.11	0.81	1.54	1.25
每股净资产	2.75	3.14	3.75	4.60	5.52
估值比率					
市盈率	34.54	21.79	11.64	8.88	8.31
市净率	3.30	2.89	2.42	1.97	1.65
EV/EBITDA	9.50	8.19	7.64	5.69	4.99
EV/EBIT	14.27	11.82	8.68	6.32	5.52

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com