

2018年02月28日

太阳纸业 (002078.SZ)

17Q4 吨净利继续提升

■太阳纸业 17 年业绩快报：17 年公司实现营业收入 188.9 亿元，同比增长 30.7%；归母净利润 20 亿元，同比增长 89.1%，业绩符合我们预期。

■17Q4 吨净利显著提升：17 年全年公司收入、净利润分别增长 30.7%、89.1%，其中单 Q4 收入 51.9 亿元，同比增长 21.9%；归母净利润 6.2 亿元，同比增长 56.1%。业绩高增长主要受益于产品提价：1) 公司主要产品铜版纸、胶版纸、箱板纸价格 17 年大幅上涨：其中铜版纸、胶版纸 17 年均价 6700+元/吨，较 16 年同期分别上涨 35%+、20%+；17Q4 均价达到 7500+元/吨，较 16 年同期分别上涨 40%+、30%+。箱板纸 17 年均价约 4700 元/吨，较 16 年同比上涨 40%+，其中 17 年 10 月一度涨至 6000+元/吨。产品价格上涨是公司业绩增长的核心，虽然同期成本木浆/废纸等原材料价格也有所上涨，但因公司部分木浆自供+库存周期，盈利持续改善。我们测算 17 年公司吨净利约 610+元/吨，较 16 年同比提升约 200+元/吨，其中单 Q4 公司吨净利约 680+元/吨，较 16 年同期提升约 230 元/吨，较 17Q3 环比提升约 100 元/吨，Q4 吨净利水平达到历史高点；2) 溶解浆价格维持高位：17 年溶解浆均价约为 7670 元/吨，较去年同期上涨约 340 元/吨，幅度约 5%；3) 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。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	10,825.1	14,455.5	18,893.3	24,155.1	29,198.7
净利润	666.7	1,056.8	1,997.9	2,710.1	3,220.3
每股收益(元)	0.26	0.41	0.77	1.05	1.24
每股净资产(元)	2.69	3.07	3.68	4.52	5.55
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	47.7	30.1	15.9	11.7	9.9
市净率(倍)	4.6	4.0	3.3	2.7	2.2
净利润率	6.2%	7.3%	10.6%	11.2%	11.0%
净资产收益率	9.5%	13.3%	21.0%	23.1%	22.4%
股息收益率	0.4%	0.4%	1.3%	1.7%	1.8%
ROIC	9.9%	11.5%	17.6%	18.1%	17.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

■废纸新政为纸价上涨提供新动力：纸业从 16 年中期开始复苏，经历供给侧及成本驱动两波涨价后，目前纸价基本处于高位。3 月 1 日，我国将执行新的废纸政策（废纸含杂量从 1.5%降为 0.5%），我们认为该政策将导致国废供需缺口扩大，18 年废纸价格可能继续大涨，由此将带动纸张价格上涨，18 年纸价可能创新高。根据中纸联，目前纸企龙头已宣布 2、3 月份提价计划，累计幅度 200-300 元/吨，随着旺季的

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：**14.73 元**

股价 (2018-02-27) **12.27 元**

交易数据

总市值(百万元)	31,811.02
流通市值(百万元)	31,044.26
总股本(百万股)	2,592.59
流通股本(百万股)	2,530.09
12 个月价格区间	6.33/12.75 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%	8.5	49.56	52.61
相对收益	7.44	46.77	65.39
绝对收益			

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：价涨量增，业绩略超预期/周文波	2017-10-31
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

逐步到来，纸价可能迎来新的提价期。

■**新产能逐步投放，公司业绩增长具有持续性：**根据公司公告，目前公司在建项目包括 20 万吨特种纸项目、40 万吨老挝化学浆项目、50 万吨半化学浆及 80 万吨牛皮箱板纸项目，分别将于 2018 年一、二、三季度陆续投产。此外，公司美国项目也做了一定更改，除原先规划的 70 万吨绒毛浆/溶解浆项目，计划新增箱板/瓦楞纸产能，美国项目预计 2020 年投产。新产能释放，加上产品价格的上涨，我们预计未来 2-3 年公司业绩将保持较快增长。

■**盈利预测及投资建议：**我们预计 17-19 年公司净利润为 20 亿元、27.1 亿元、32.2 亿元，分别增长 89.1%、35.6%、18.8%，EPS 分别为 0.77 元、1.05 元、1.24 元，维持“买入-A”评级。

■**风险提示：**废纸政策执行力度，造纸行业产能扩张

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	18,893.3	24,155.1	29,198.7	成长性					
减:营业成本	8,292.7	11,287.4	14,179.4	17,884.4	21,811.4	营业收入增长率	3.5%	33.5%	30.7%	27.9%	20.9%
营业税费	40.3	101.1	132.3	169.1	204.4	营业利润增长率	32.8%	63.9%	76.0%	40.3%	19.8%
销售费用	423.3	572.3	671.5	764.8	969.4	净利润增长率	42.2%	58.5%	89.1%	35.6%	18.8%
管理费用	448.6	448.6	557.4	628.0	788.4	EBITDA 增长率	13.4%	30.3%	46.4%	37.7%	12.3%
财务费用	590.5	550.0	765.9	1,100.4	1,108.2	EBIT 增长率	22.4%	35.6%	65.9%	41.0%	15.3%
资产减值损失	10.3	64.2	40.0	30.0	30.0	NOPLAT 增长率	11.0%	47.4%	64.1%	41.0%	15.3%
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%	37.3%	17.7%	2.4%
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%	18.9%	23.2%	22.9%
营业利润	886.3	1,453.0	2,557.9	3,587.7	4,297.0	利润率					
加:营业外净收支	154.1	15.2	15.0	15.0	15.0	毛利率	23.4%	21.9%	25.0%	26.0%	25.3%
利润总额	1,040.5	1,468.2	2,572.9	3,602.7	4,312.0	营业利润率	8.2%	10.1%	13.5%	14.9%	14.7%
减:所得税	285.4	310.0	566.0	792.6	948.7	净利润率	6.2%	7.3%	10.6%	11.2%	11.0%
净利润	666.7	1,056.8	1,997.9	2,710.1	3,220.3	EBITDA/营业收入	20.5%	20.0%	22.4%	24.1%	22.4%
						EBIT/营业收入	13.6%	13.9%	17.6%	19.4%	18.5%
						运营效率					
						固定资产周转天数	272	248	245	230	196
						流动资产周转天数	65	70	59	56	61
						流动营业资本周转天数	197	179	169	176	181
						应收账款周转天数	30	32	31	30	31
						存货周转天数	42	32	24	24	26
						总资产周转天数	599	497	466	469	433
						投资资本周转天数	410	355	332	327	296
						投资回报率					
						ROE	9.5%	13.3%	21.0%	23.1%	22.4%
						ROA	3.8%	5.7%	7.0%	8.2%	9.3%
						ROIC	9.9%	11.5%	17.6%	18.1%	17.8%
						费用率					
						销售费用率	3.9%	4.0%	3.6%	3.2%	3.3%
						管理费用率	4.1%	3.1%	3.0%	2.6%	2.7%
						财务费用率	5.5%	3.8%	4.1%	4.6%	3.8%
						三费/营业收入	13.5%	10.9%	10.6%	10.3%	9.8%
						偿债能力					
						资产负债率	62.5%	58.7%	65.5%	64.3%	58.3%
						负债权益比	166.7%	142.1%	189.5%	180.3%	139.7%
						流动比率	0.77	0.86	0.75	0.78	0.85
						速动比率	0.62	0.73	0.65	0.67	0.72
						利息保障倍数	2.50	3.64	4.34	4.26	4.88
						分红指标					
						DPS(元)	0.05	0.05	0.15	0.21	0.22
						分红比率	19.0%	12.0%	20.0%	20.0%	17.3%
						股息收益率	0.4%	0.4%	1.3%	1.7%	1.8%

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	1,997.9	2,710.1	3,220.3	EPS(元)	0.26	0.41	0.77	1.05	1.24
加:折旧和摊销	747.3	894.9	909.5	1,140.6	1,140.6	BVPS(元)	2.69	3.07	3.68	4.52	5.55
资产减值准备	10.3	64.2	-	-	-	PE(X)	47.7	30.1	15.9	11.7	9.9
公允价值变动损失	-3.1	-	1.0	-0.7	0.1	PB(X)	4.6	4.0	3.3	2.7	2.2
财务费用	482.3	424.4	765.9	1,100.4	1,108.2	P/FCF	-37.3	-65.4	13.9	27.0	27.4
投资损失	136.2	-21.1	-10.0	-10.0	-10.0	P/S	2.9	2.2	1.7	1.3	1.1
少数股东损益	88.4	101.4	9.0	100.0	143.1	EV/EBITDA	9.5	8.2	10.0	7.5	6.4
营运资金的变动	-1,371.6	-191.5	-274.4	-791.7	-1,701.0	CAGR(%)	55.0%	42.7%	54.2%	55.0%	42.7%
经营活动产生现金流量	685.4	2,815.8	3,398.9	4,248.7	3,901.3	PEG	0.9	0.7	0.3	0.2	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	1.2	1.9	2.0	1.9
融资活动产生现金流量	2,039.4	-1,720.5	4,577.3	424.6	-3,161.6	REP	1.4	1.3	1.1	0.9	0.9

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	021-35082963	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	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn	
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn	

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