

2018年08月28日

多纸种平衡穿越周期，前瞻布局助力长期成长

买入 (维持)

证券分析师 史凡可

执业证号: S0600517070002
021-60199793

shifk@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号: S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	18,894	23,994	28,412	30,063
同比 (%)	30.7%	27.0%	18.4%	5.8%
归母净利润 (百万元)	2,024	2,613	3,174	3,487
同比 (%)	91.6%	29.1%	21.5%	9.8%
每股收益 (元/股)	0.78	1.01	1.22	1.34
P/E (倍)	11.30	8.75	7.20	6.56

投资要点

- **太阳纸业发布 18 年半年报:** 期内实现营业收入 104.74 亿 (+20.43%)，归母净利润 12.28 亿 (+40.38%)，扣非净利润 12.11 亿 (+39.23%)；其中 Q2 单季实现营业收入 54.32 亿 (+26.76%)，归母净利润 6.11 亿 (+40.63%)，扣非净利润 6.07 亿 (+31.46%)；符合预期。根据测算，我们预计 18 年上半年公司纸、浆销量分别为 149、41 万吨，对应单吨净利达 647 元，较 17 年上半年单吨净利 486 元大幅提升。
- **多品类平衡细分纸种周期，高价纸浆提供价格支撑。** 太阳纸业依赖于铜版、双胶、箱板、生活用纸等多纸种的平衡布局，具有长期抵御周期的能力。18H1 受益于纸价同比上涨及新增特种纸产能，纸品业务收入 78.38 亿，各纸种收入表现稳健。纸浆在价格上涨及新增化学浆产能投放的叠加影响下，实现营收 21.93 亿，毛利率同比提升显著。
- **海外布局领先同行，保障原料自给率持续提升。** 伴随供给侧改革大势，工业产业的原料价格多处高位，推动产业链利润向上游进行转移。当前纸企单吨利润分化严重，拥有稳定供应、低价高质原料的龙头纸企预期在下一阶段的竞争中持续领跑。太阳纸业拥有较高的纸浆自给率，随着后续老挝项目 18 年 30 万吨化学浆（实际产能 40 万吨）、19 年 40 万吨再生浆等产能陆续投放，成本红利必将进一步凸显。同时公司前瞻性布局老挝项目，依靠海外布局保障原料供给，可持续的成本红利推动盈利能力持续提升。
- **前瞻布局穿越周期，长期成长可期。** 今年以来外废进口持续趋严，官宣预期到 202X 年实现固体废物进口清零，大幅影响废纸系纸种（箱板瓦楞等）的原料供给。公司受益于多纸种布局，具有较强的抵御周期能力。同时公司拥有较高的纸浆自给率，并积极布局老挝项目，18-20 年纸、浆产能陆续投放，成本红利优势显著。综合来看，公司受益于成本端持续优化，具有长期稳定的盈利能力，前瞻性布局助力穿越周期的成长。
- **盈利预测与投资评级:** 预计 18-20 年公司营收 239.9/284.1/300.6 亿 (+27.0%/18.4%/5.8%)，归母净利 26.1/31.7/34.9 亿 (+29.1%/21.5%/9.8%)，当前股价对应 PE 8.8X/7.2X/6.6X，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格大幅波动，政策严管超预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	8.82
一年最低/最高价	7.92/12.75
市净率(倍)	2.01
流通 A 股市值(百万元)	22328.52

基础数据

每股净资产(元)	4.40
资产负债率(%)	59.34
总股本(百万股)	2592.59
流通 A 股(百万股)	2531.58

相关研究

- 1、《太阳纸业 (002078): 增资老挝新项目，海外布局优势凸显》2018-07-18
- 2、《【东吴轻工】太阳纸业：业绩持续靓丽，利润略超预期》2018-04-26
- 3、《太阳纸业：增资老挝年产 30 万吨化学浆配套项目，新产能推进稳健》2018-01-09

内容目录

1. 持续看好具有周期抵御能力的优质龙头	4
2. 多品类平衡细分纸种周期，高价纸浆提供价格支撑	4
3. 海外布局领先同行，保障原料自给率持续提升	6
4. 毛利率提升，现金流向好	8
5. 盈利预测与投资评级	8
6. 风险提示	8

图表目录

图 1: 细分纸种行业后续产能投放一览 (万吨)	5
图 2: 木浆行业后续产能投放一览 (万吨)	5
图 3: 铜版纸市场价格走势	5
图 4: 双胶纸市场价格走势	5
图 5: 箱板纸市场价格走势	6
图 6: 国废市场价格走势	6
图 7: 铜版纸成本盈利拆分预测	7
图 8: 箱板纸成本盈利拆分预测	7
表 1: 太阳纸业季度数据一览	4
表 2: 太阳纸业吨净利估算	4
表 3: 太阳纸业产能投放情况一览 (万吨)	7

1. 持续看好具有周期抵御能力的优质龙头

近日太阳纸业发布 18 年半年报：期内实现营业收入 104.74 亿 (+20.43%)，归母净利润 12.28 亿 (+40.38%)，扣非净利润 12.11 亿 (+39.23%)；其中 Q2 单季实现营业收入 54.32 亿 (+26.76%)，归母净利润 6.11 亿 (+40.63%)，扣非净利润 6.07 亿 (+31.46%)；符合预期。

表 1：太阳纸业季度数据一览

单位：百万元	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业总收入	2,892.92	3,666.67	3,641.13	4,254.77	4,410.95	4,285.63	5,009.34	5,188.37	5,041.29	5,432.36
YOY	14.78%	37.15%	33.07%	46.97%	52.47%	16.88%	37.58%	21.94%	14.29%	26.76%
归母净利润	141.86	210.71	304.66	399.54	440.07	434.82	499.37	649.97	616.72	611.48
YOY	24.49%	52.89%	85.86%	59.20%	210.22%	106.36%	63.91%	62.68%	40.14%	40.63%
毛利率	19.83%	19.79%	23.97%	23.41%	23.47%	26.51%	24.85%	28.95%	27.53%	26.37%
期间费用率	11.99%	11.18%	11.31%	9.46%	9.49%	10.55%	9.22%	9.28%	8.75%	10.00%
其中：销售费用率	4.07%	4.05%	3.97%	3.79%	3.38%	4.09%	3.27%	3.36%	2.93%	3.15%
管理费用率	3.29%	2.93%	3.60%	2.70%	3.03%	3.02%	2.85%	3.36%	3.01%	3.02%
财务费用率	4.63%	4.19%	3.74%	2.97%	3.08%	3.44%	3.11%	2.55%	2.82%	3.84%
归母净利率	4.90%	5.75%	8.37%	9.39%	9.98%	10.15%	9.97%	12.53%	12.23%	11.26%
ROE	2.01%	2.91%	4.09%	5.15%	5.38%	5.09%	5.60%	6.67%	5.81%	5.49%
YOY (±)	0.10%	0.82%	1.64%	1.49%	3.37%	2.18%	1.50%	1.52%	0.44%	0.40%
资产负债率	63.71%	61.91%	61.00%	58.70%	58.96%	60.93%	59.10%	58.46%	56.79%	59.34%
YOY (±)	1.26%	-0.34%	-2.18%	-3.80%	-4.75%	-0.98%	-1.90%	-0.24%	-2.17%	-1.59%
存货周转天数	60.28	45.36	42.38	40.49	34.32	39.13	33.33	34.31	39.19	39.45
较上年同期增减	2.28	-8.05	-12.31	-14.31	-25.96	-6.23	-9.05	-6.18	4.87	0.32
应收账款天数	32.77	29.34	28.85	28.71	25.39	32.86	33.27	28.65	31.04	29.53
较上年同期增减	2.85	-0.60	-1.56	1.55	-7.38	3.52	4.41	-0.06	5.66	-3.34
经营性现金流净额	428.42	1112.51	674.32	600.55	239.06	435.30	1071.23	2021.18	631.79	1448.08
较上年同期增减	48.25	316.29	1087.27	678.57	-189.36	-677.22	396.91	1420.63	392.73	1012.78
筹资性现金流净额	233.78	-911.11	-891.93	-151.25	513.16	714.89	-485.64	506.07	-815.36	107.68
较上年同期增减	-811.02	-947.84	-1160.39	-840.69	279.38	1626.00	406.29	657.31	-1328.52	-607.22
资本开支	520.97	348.70	210.63	593.08	561.61	915.80	901.40	1,600.78	992.10	943.16
较上年同期增减	118.11	-514.30	104.50	-661.92	40.64	567.10	690.77	1007.70	430.49	27.36

数据来源：Wind，东吴证券研究所

根据债券评级及新产能投放，我们预计 18 年上半年公司纸、浆销量分别为 149、41 万吨，对应单吨净利达 647 元，较 17 年上半年单吨净利 486 元大幅提升。由于 7-8 月文化纸价淡季承压利润略有拖累，公司预计 1-9 月归母净利润为 16.49-19.24 亿 (+20%-40%)。

表 2：太阳纸业吨净利估算

		2017H1	2017	2018Q1	2018Q2	2018H1	2018E	2019E	2020E
纸	收入(百万)	6384	14159	3936	3902	7838	18418	21795	23266
	YOY	-	39.92%	24.79%	20.80%	22.78%	30.08%	18.33%	6.75%
浆	销量(万吨)	139	279	71	78	149	367	432	452
	收入(百万)	1934	3883	883	1310	2193	4659	5650	5785
浆	YOY	-	8.92%	-14.35%	45.00%	13.37%	20.00%	21.26%	2.39%
	销量(万吨)	41	81	19	22	41	94	110	110
归母净利润(百万)		875	2024	617	611	1228	2613	3174	3487
	YOY	-	91.55%	40.14%	40.63%	40.38%	29.10%	21.47%	9.85%
吨净利(元/吨)		486	562	686	612	647	567	586	620

数据来源：债券评级报告，公司公告，东吴证券研究所

2. 多品类平衡细分纸种周期，高价纸浆提供价格支撑

依赖于多纸种的平衡布局，太阳纸业具有更强的周期防御能力。详拆太阳纸业四个细分纸种的供需及成本：(1)就原纸环节的新增产能投放预期来看，文化纸后续新增产能有限、包装纸和生活纸的需求增长持续拉动产业扩容，我们认为四个纸种的供需格局都未有大幅恶化的基础（龙头纸企的扩张进度可控，相对理性；中小纸企由于环保高压难以盈利，扩产动力不足）；(2)就成本环节来看，根据全球木浆的新增产能投放预期，我们认为19年浆价或持续处于较高水平，从而也对原纸价格形成支撑。

图1：细分纸种行业后续产能投放一览（万吨）

铜版纸	2017	2018E	2019E	2020E
生产量	765	太阳纸业10万吨		
消费量	634	(技改扩产)		
合计		10		
新增产能占比		1.31%		
双胶纸	2017	2018E	2019E	2020E
生产量	1790	太阳纸业20万吨 晨鸣纸业51万吨		
消费量	1744	晨鸣纸业51万吨(转产)		
合计		122		
新增产能占比		6.82%		
生活用纸	2017	2018E	2019E	2020E
生产量	960	金红叶18万吨 恒安国际14.4万吨 维达国际18万吨 中顺洁柔19.5万吨 宜宾纸业10万吨 其他92.25万吨		
消费量	890		中顺洁柔15万吨 其他6万吨	金光集团72万吨
合计		183.15	21	72
新增产能占比		19.08%	1.84%	6.18%
箱板瓦楞	2017	2018E	2019E	2020E
生产量	4720	玖龙纸业200万吨 理文造纸50万吨 太阳纸业80万吨 其他210万吨		
消费量	4906		玖龙纸业120万吨 山鹰纸业127万吨 博汇纸业100万吨	太阳纸业80万吨 博汇纸业50万吨
合计		540	347	130
新增产能占比		11.44%	6.60%	2.32%

数据来源：公司公告，中国报告网，东吴证券研究所整理

图2：木浆行业后续产能投放一览（万吨）

(万吨)	2017	2018	2019	2020
针叶浆				
加拿大	-	-	-	-
挪威	42	89.5	32	-
欧盟	-	-	-	-
美国	44	-	-30	-
拉丁美洲	14	-10	-20	-10
其他	37	23	10	-
Iberia	3.5	3	2	-
巴西金鱼	5	23	-	-
Klabin	44	2	-	-
CMPC guaiba	5.5	-	-	-
巴西纸浆厂	17.5	165	13	-
Eldorado	-	-	60	145
阔叶浆				
巴西其他	-0.5	-	-	-
智利	-	-12	-	-
乌拉圭	-	-	-	-
中国	-10	-	-	-
印尼	130	32.5	5	-5
东欧	-	10	-	-
西欧	3	13	-	-
北美	-8.0	-	-	-
合计	327	339	71.5	130

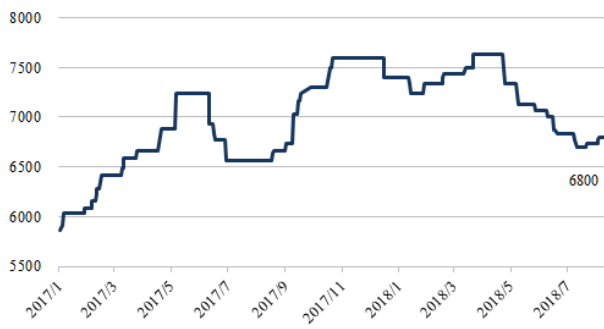
数据来源：Hawkins Wright，东吴证券研究所

多纸种布局优势明显，量价齐升贡献收入。报告期内，公司造纸业务营收78.38亿元(+23.48%，收入占比达74.83%)，实现量价齐升。其中，受益于上半年纸价上行(据卓创数据，18年上半年双胶/铜板/箱板纸均价分别7350/7343/5160元，较去年同期+17.7%/10.5%/23.1%)，公司的双胶/铜板/牛皮箱板分别实现营收36.83/21.53/11.87亿(+38.02%/10.19%/+12.34%)，对应毛利率达31.59%/33.72%/12.84%(+4.57/+6.13/-12.25pct)。由于国废价格上涨幅度较大(据卓创数据，18年上半年均价2716元，较去年同期大幅增长58%)，公司牛皮箱板纸的毛利率略有承压。期内浆价上行叠加新增产能投放，公司纸浆业务营收21.93亿(+13.37%，占比20.40%)，其中溶解浆/化机浆营收14.45/7.48亿(+6.01%/+30.89%)，对应毛利率20.50%/25.88%(-2.20/+6.47pct)。

图3：铜版纸市场价格走势

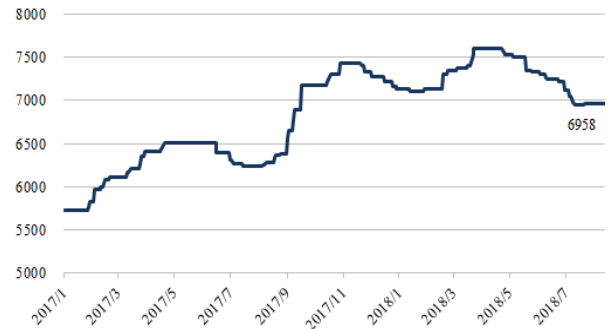
图4：双胶纸市场价格走势

铜版纸每日平均企业价格 (元/吨)



数据来源: 卓创资讯, 东吴证券研究所

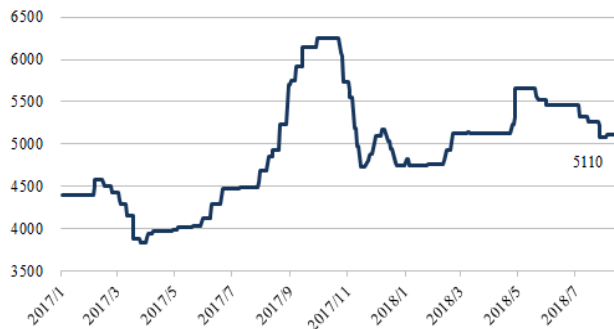
双胶纸每日平均企业价格 (元/吨)



数据来源: 卓创资讯, 东吴证券研究所

图 5: 箱板纸市场价格走势

箱板纸每日平均企业价格 (元/吨)



数据来源: 卓创资讯, 东吴证券研究所

图 6: 国废市场价格走势

国废价格走势 (元/吨)



数据来源: 卓创资讯, 东吴证券研究所

3. 海外布局领先同行, 保障原料自给率持续提升

伴随供给侧改革大势, 工业产业的原料价格多处高位, 推动产业链利润向上游进行转移。以本轮造纸产业为例, 当前纸企单吨利润分化严重, 差异主要来自于对上游资源的掌控和获取能力, 拥有稳定供应、低价高质原料的龙头纸企预期在下一阶段的竞争中持续领跑。太阳纸业对上游原料的把控能力行业领先, 且基于前瞻性的老挝布局, 有效保障原料(再生浆板)的自给能力持续提升。

报告期内, 公司 20 万吨高档特种纸(铜版纸)于 3 月投产, 夯实龙头地位; 老挝 30 万吨化学浆于 6 月投产, 保障纸浆自给率持续提升。箱板纸方面, 公司邹城 80 万吨的高档板纸项目已于 7-8 月投产, 并研发替代外废的纤维原料, 于 4 月底投产木屑半化学浆、8 月底投产木片半化学浆用于该项目建设。预计 2018 年实现纸、浆生产能力将达到 602 万吨, 其中双胶纸 130 万吨, 铜版纸 100 万吨, 生活用纸 12 万吨, 淋膜原纸 30 万吨, 牛皮箱板纸 160 万吨, 化机浆 79 万吨(不含木屑半化学浆+木屑半化学浆), 溶

解浆 50 万吨，化学浆 50 万吨。根据债券评级说明书测算，公司 17 年纸浆自给率约 23%（化机浆 50% 自用、化学浆全部自用）。随着后续老挝项目 18 年 30 万吨化学浆（实际产能 40 万吨）、19 年 40 万吨再生浆等数项产能的陆续投放，公司的成本红利必将进一步凸显。

表 3：太阳纸业产能投放情况一览（万吨）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
双胶纸	95	90	90	120	120	130	130	130
铜版纸	80	80	80	80	80	100	100	100
生活用纸	-	6	12	12	12	12	12	12
淋膜原纸	-	20	20	20	20	30	30	30
牛皮箱板纸	-	-	-	80	80	160	160	240
化机浆	60	60	70	70	70	120	120	120
化学浆	-	-	-	-	10	50	90	90
溶解浆	30	30	30	50	50	50	50	50

注：此处化机浆含木屑半化学浆+木片半化学浆
数据来源：债券评级报告书，东吴证券研究所

老挝再生箱板项目保障原料供应，成本红利具持续性。我们通过对太阳纸业细分纸种后期预测价格、原料成本大致拆分进行简单推演，认为公司未来的单位盈利能力或稳中有升。以铜版纸为例，我们假设成本中木浆占比 60%、自给浆依照外销的成本计价（自给量=化机浆产量-销量；外购量=0.8*销量-自给量），另基于供需推测 18-20 年自给浆成本稳定而外购浆成本小幅提升，则能够通过公司原料产能投放预期测算 18-20 年其铜版纸的毛利率（预期分别达 32.1%、32.5%、32.0%）。箱板纸成本盈利拆分来看，太阳纸业依赖于前期在老挝的相关布局，业内首家宣告依靠海外布局保障原料供给（19 年 40 万吨再生浆板投产），可持续的成本红利推动盈利能力持续提升。

图 7：铜版纸成本盈利拆分预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入/百万	2947.69	4450.65	5399.84	5700.00	5700.00
产能/万吨	80.00	80.00	100.00	100.00	100.00
销量/万吨	72.45	81.98	95.00	100.00	100.00
单价/元	4068.59	5428.95	5684.04	5700.00	5700.00
营业成本/百万	2313.35	2997.07	3667.54	3845.87	3874.84
木浆成本/百万	1388.01	1798.24	2278.32	2383.53	2412.50
其中：自给木浆	255.27	371.18	373.60	529.41	529.41
自给量/万吨	11.38	15.78	15.57	22.06	22.06
单吨自给成本/元	2243.83	2352.53	2400.00	2400.00	2400.00
其中：外购木浆	1132.74	1427.06	1904.72	1854.12	1883.09
外购量/万吨	46.58	49.81	60.43	57.94	57.94
单吨外购成本/元	2431.64	2865.24	3151.76	3200.00	3250.00
自给率	19.63%	24.06%	20.48%	27.57%	27.57%
其他成本/百万	925.34	1198.83	1389.23	1462.34	1462.34
单吨其他成本/元	1277.21	1462.34	1462.34	1462.34	1462.34
毛利润/百万	634.34	1453.58	1732.30	1854.13	1825.16
单吨毛利润/元	875.55	1773.09	1823.47	1854.13	1825.16
毛利率	21.52%	32.66%	32.08%	32.53%	32.02%

注：假设 18 年外购浆成本涨 10%，铜版纸单价按市场价格同期涨幅估计

数据来源：卓创资讯，Wind，东吴证券研究所

图 8：箱板纸成本盈利拆分预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入/百万	506.27	2391.68	3920.72	6240.00	7020.00
产能/万吨	80.00	80.00	160.00	160.00	240.00
销量/万吨	19.41	66.85	100.00	160.00	180.00
单价/元	2608.32	3577.69	3920.72	3900.00	3900.00
营业成本/百万	396.24	1916.03	3331.95	5148.34	5402.63
木浆成本/百万	237.74	1149.62	2185.49	3314.00	3339.00
其中：自给木浆	0.00	131.53	435.00	900.00	1395.00
自给量/万吨	0.00	9.86	30.00	60.00	90.00
单吨自给成本/元	0.00	1333.99	1450.00	1500.00	1550.00
其中：外购木浆	237.74	1018.08	1750.49	2414.00	1944.00
外购量/万吨	15.53	43.62	50.00	68.00	54.00
单吨外购成本/元	1531.05	2333.99	3500.98	3550.00	3600.00
自给率	0.00%	18.44%	37.50%	46.88%	62.50%
其他成本/百万	158.49	766.41	1146.46	1834.34	2063.63
单吨其他成本/元	816.56	1146.46	1146.46	1146.46	1146.46
毛利润/百万	110.04	475.66	588.77	1091.66	1617.37
单吨毛利润/元	566.91	711.53	588.77	682.29	898.54
毛利率	21.73%	19.89%	15.02%	17.49%	23.04%

注：假设 18 年外购成本涨 50%，箱板纸单价按市场价格同期涨幅估计

数据来源：卓创资讯，Wind，东吴证券研究所

4. 毛利率提升，现金流向好

毛利率提升显著，费用率有所改善。受纸价上涨影响，18H1 公司毛利率 26.92%，较去年同期增长 1.95pct。其中分季度来看，18Q1 毛利率 27.53% (+4.06pct)，Q2 毛利率 26.37% (-0.14%)，较 18Q1 环比有所下滑。上半年公司三费率 9.40%，较同期减少 -0.61pct。其中销售费用率 3.04% (-0.69pct)，管理费用率 3.01% (-0.01pct)，费用管控有所成效。期内公司财务费用率 3.35% (+0.09pct)，其中汇兑损失 0.21 亿；同时公司进行远期结汇，产生投资损失 0.15 亿；汇率波动对利润略有拖累。综合来看，18H1 公司归母净利率 11.73%，较同期增长 1.67pct。

存货增长应收款周转提速，现金流持续向好。截至期末公司存货 18.3 亿，较期初增长 20%，其中原材料较期初上涨 78.3% 至 9.12 亿；周转天数较同期小升 0.32 天至 39.45 天。应收账款较期初增长 8.92% 至 17.91 亿，周转天数较同期减小 3.33 天至 29.53 天，周转有所加快。期内公司经营性现金流 20.80 亿，较同期大幅增长 208.42%，现金流持续向好。

5. 盈利预测与投资评级

前瞻布局穿越周期，长期成长可期。今年以来外废进口持续趋严，官宣预期到 202X 年实现固体废物进口清零，大幅影响废纸系纸种（箱板瓦楞等）的原料供给。公司受益于多纸种布局，具有较强的抵御周期能力。同时公司拥有较高的纸浆自给率，并积极布局老挝项目，18-20 年纸、浆产能陆续投放，成本红利优势显著。综合来看，公司受益于成本端持续优化，具有长期稳定的盈利能力，前瞻性布局助力穿越周期的成长。

预计 18-20 年公司营收 239.9/284.1/300.6 亿 (+27.0%/18.4%/5.8%)，归母净利 26.1/31.7/34.9 亿 (+29.1%/21.5%/9.8%)，当前股价对应 PE 8.8X/7.2X/6.6X，维持“买入”评级。

6. 风险提示

原材料价格大幅波动：受上游造纸原料价格上涨影响，公司盈利水平产生波动，毛利率可能承压。

政策严管超预期：外废进口额度受到管控，长期来看环保趋严，公司成本可能将呈上升态势。

太阳纸业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	10429	12814	15813	16746	营业收入	18894	23994	28412	30063
现金	2437	2879	3978	4509	减:营业成本	13976	17862	21242	22417
应收账款	1645	1935	2488	2501	营业税金及附加	141	179	212	225
存货	1525	2047	2673	2931	营业费用	663	828	1003	1082
其他流动资产	4822	5952	6674	6805	管理费用	580	786	841	867
非流动资产	15628	16354	17236	18018	财务费用	571	517	484	396
长期股权投资	116	111	105	100	资产减值损失	25	25	25	25
固定资产	10882	11961	12893	13639	加:投资净收益	2	3	3	4
在建工程	3454	3227	3114	3057	其他收益	-13	-13	-13	-13
无形资产	664	718	779	850	营业利润	2950	3800	4608	5054
其他非流动资产	511	338	346	372	加:营业外净收支	-18	-16	-11	-5
资产总计	26056	29168	33049	34764	利润总额	2931	3784	4597	5049
流动负债	11646	12820	13789	12693	减:所得税费用	681	879	1068	1174
短期借款	5388	4279	4002	2998	少数股东损益	226	292	354	389
应付账款	2043	3652	4073	3793	归属母公司净利润	2024	2613	3174	3487
其他流动负债	4215	4889	5714	5902	EBIT	3676	4519	5326	5697
非流动负债	3587	3737	3762	3384	EBITDA	4664	5681	6620	7120
长期借款	1474	1539	1478	1497					
其他非流动负债	2113	2198	2284	1887	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	15232	16557	17551	16076	每股收益(元)	0.78	1.01	1.22	1.34
少数股东权益	499	428	435	454	每股净资产(元)	3.98	4.70	5.81	7.03
归属母公司股东权益	10325	12183	15063	18233	发行在外股份(百万股)	2593	2593	2593	2593
负债和股东权益	26056	29168	33049	34764	ROIC(%)	14.4%	17.0%	17.7%	17.6%
					ROE(%)	21.1%	22.3%	22.6%	20.4%
现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	毛利率(%)	26.0%	25.6%	25.2%	25.4%
经营活动现金流	3767	4784	4439	4937	销售净利率(%)	11.9%	12.1%	12.4%	12.9%
投资活动现金流	-3969	-2036	-2143	-2153	资产负债率(%)	58.5%	56.8%	53.1%	46.2%
筹资活动现金流	1248	-2306	-1198	-2252	收入增长率(%)	30.7%	27.0%	18.4%	5.8%
现金净增加额	1045	442	1098	532	净利润增长率(%)	91.6%	29.1%	21.5%	9.8%
折旧和摊销	988	1162	1294	1423	P/E	11.30	8.75	7.20	6.56
资本开支	3980	2054	2161	2171	P/B	2.21	1.88	1.52	1.25
营运资本变动	-36	1211	2030	2030	EV/EBITDA	6.71	5.46	4.48	3.30

数据来源: 贝格数据, Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

