

多品种持续提涨，业绩弹性增强

投资要点

- **事件：**溶解浆价格持续提涨，截至到 7 月 28 日，溶解浆价格已上涨至 7200 元/吨，较 2016 年 1 月的 6670 元/吨已上涨 530 元/吨，增幅可达 8% 左右；铜版纸 7 月提价已经落实，8 月提价预期极大。
- **溶解浆供给收缩，粘胶短纤需求增加带动上游国产溶解浆价格上涨，公司业绩弹性增强。**目前溶解浆市场年需求约 400 万吨，其中国产溶解浆供应 100 万吨，进口约 230 万吨，仍存在 50-100 万吨缺口，行业整体供不应求。**供给端：**近 2-3 年全球无溶解浆新增产能，新增生产线的时间和边际成本高，短期内供给稳定；**需求端：**来自下游粘胶短纤需求持续增长，预计同比增长 5-10%。受棉价上涨替代效应影响，粘胶短纤需求增加并持续提价。截至到 7 月 28 日，粘胶短纤价格约 15653 元/吨，较 16 年 1 月涨幅可达 26.5%。我们认为在粘胶短纤已进入中长期的上行区间的大背景下，未来粘胶与溶解浆的联动作用将会持续发酵，且目前溶解浆价格处于长期底部区间，上涨概率极大。我们预计溶解浆价格每上涨 1000 元/吨，将直接增厚税前利润 5 亿元，业绩弹性极大。
- **铜版纸 7 月提价已落实，新一轮提价预期较大。**公司已在 7 月发布 100 元/吨提价函，目前提价已落实。我们认为铜版纸短期再次上涨概率极大，或将上涨 300-500 元/吨，这是由于 1) 供给侧改革去产能，大宇和江苏之星等大厂约 30 万吨产能退出；2) 经销商库存低，补库存意愿强烈。公司具有 90 万吨的铜版纸的生产能力，铜版纸每上涨 100 元/吨，将直接增厚营收 9000 万元/年。
- **产能释放保证业绩高增长。**公司目前已有 422 万吨的浆、纸生产能力，16-18 年产能投放可带来营收复合增速超过 20%。**16 年新增产能：**35 万吨溶解浆 (H1 满产)、30 万吨轻型纸改扩建、50 万吨高端牛皮箱板纸 (H1 投产)、老挝 20 万化学浆 (首期)，产能释放将推动业绩保持高速增长。此外，造纸行业过剩产能淘汰，市场集中度提升，有一定规模的企业的议价能力将持续提升。
- **盈利预测与投资建议。**公司近期多品种价格上涨，预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.44 元、0.53 元、0.65 元，较上次预测分别提高 7%、4% 和 3%。由于公司市值较大，我们给予公司 2016 年 15 倍 PE，对应目标价 6.6 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**纸产品价格持续低迷的风险；生活用纸渠道扩张不及预期的风险；木浆价格上涨的风险；在建项目推进及满产情况或不及预期的风险。

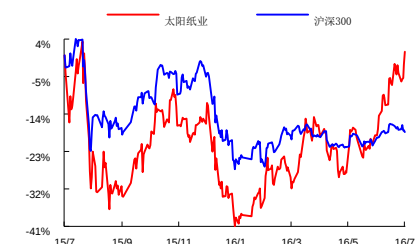
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	10825.12	14899.91	17679.08	21614.73
增长率	3.51%	37.64%	18.65%	22.26%
归属母公司净利润 (百万元)	666.66	1128.58	1347.78	1647.95
增长率	42.20%	69.29%	19.42%	22.27%
每股收益 EPS (元)	0.26	0.44	0.53	0.65
净资产收益率 ROE	10.21%	15.06%	15.72%	16.65%
PE	22	13	11	9
PB	1.98	1.72	1.50	1.30

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉
 执业证号: S1250514080002
 电话: 023-63786278
 邮箱: xiongli@swsc.com.cn
 联系人: 蔡欣
 电话: 023-67511807
 邮箱: cxin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	25.37
流通 A 股(亿股)	25.14
52 周内股价区间(元)	3.89-6.83
总市值(亿元)	146
总资产(亿元)	207.72
每股净资产(元)	2.81

相关研究

1. 太阳纸业 (002078): 成本降产能增, 业绩成长可期 (2016-06-21)

分业务预测

根据公司基本面分析，我们对 2016-2018 年公司主营业务的预测如下：

1、纸产品方面，预计 2016 年增加 30 万吨轻型文化纸和 50 万吨高端牛皮箱板纸，产能投放将带来盈利能力增加；由于原纸未来没有新增产能，预计其营收变动较小；铜版纸价格小幅提涨，产能基本无变化。

对于纸品的毛利率而言，由于规模效应和工艺改善，以及木浆价格低迷，各纸品的毛利率预计短期内有提升，2017-2018 年木浆价格或有小幅回调，纸品毛利率或将下降。

2、生物质新材料方面，公司 35 万吨溶解浆项目于 2016 年满产；70 万吨化学机械浆于 2016 年和 2017 年完全释放产能；在老挝启动的 40 万吨化学浆项目，2016 年首期建设完成预计生产规模 20 万吨；拟在美国建立的 70 万吨绒毛浆项目预计 2018 年建成投产。各个项目产能投放，将带来营收增速的提升（绒毛浆是较为纯净的溶解浆，故分业务预测时将其合并）。

由于前期溶解浆产能基数较小，并且溶解浆价格前期提价已经落实，未来还有强烈的提价预期（行业整体供小于求、下游粘胶短纤联动效应以及目前溶解浆价格处于长期底部区间），预计 2016 年增速可达 220%。

就毛利率方面，预计溶解浆价格持续上行，而化机浆由于市场上产能的集中投放导致毛利率有所下降，但预计随着产能消化，毛利率在 2017-2018 年有所回升。

3、生活用纸方面，随着公司在既有渠道基础上积极进行区域扩张和市场推广，预计未来生活用纸的盈利将大幅提升，且公司与日本制纸 Crecia 签订纸尿裤生意战略合作伙伴协议，预计生活用纸增速逐年上升。就毛利率而言，由于 2015 年投放的生活用纸偏中低端，而 2016 年开始公司将逐步提高高端纸品的占比，因为生活用纸的毛利率也会相应提升。

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
文化纸	收入	3,654.51	4,385.41	4,736.24	4,830.97
	增速	1.29%	20.00%	8.00%	2.00%
	成本	2,833.82	3,332.91	3,599.55	3,719.85
	毛利率	22.46%	24.00%	24.00%	23.00%
铜版纸	收入	3,212.00	3,372.60	3,473.78	3,508.52
	增速	-7.44%	5.00%	3.00%	1.00%
	成本	2,561.46	2,664.35	2,744.28	2,806.81
	毛利率	20.25%	21.00%	21.00%	20.00%
溶解浆	收入	896.47	2,868.70	4,016.19	7,229.13
	增速	44.79%	220.00%	40.00%	80.00%
	成本	803.63	2,294.96	3,293.27	6,000.18
	毛利率	10.36%	20.00%	18.00%	17.00%
化学机械浆	收入	809.79	1,052.73	1,263.27	1,326.44
	增速	-18.42%	30.00%	20.00%	5.00%

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
	成本	568.25	736.91	871.66	901.98
	毛利率	29.83%	30.00%	31.00%	32.00%
电及蒸汽	收入	761.53	769.15	776.84	784.61
	增速	-7.05%	1.00%	1.00%	1.00%
	成本	366.34	369.19	372.88	376.61
	毛利率	51.89%	52.00%	52.00%	52.00%
原纸	收入	710.98	725.20	739.70	761.89
	增速	6.97%	2.00%	2.00%	3.00%
	成本	581.98	580.16	591.76	617.13
	毛利率	18.14%	20.00%	20.00%	19.00%
生活用纸	收入	611.49	856.09	1,241.32	1,613.72
	增速	260.55%	40.00%	45.00%	30.00%
	成本	533.91	719.11	1,017.89	1,290.98
	毛利率	12.69%	16.00%	18.00%	20.00%
牛皮箱板纸	收入		700.00	1,260.00	1,386.00
	增速			80.00%	10.00%
	成本		644.00	1,146.60	1,247.40
	毛利率		8.00%	9.00%	10.00%
其他	收入	168.36	170.04	171.74	173.46
	增速	47.31%	1.00%	1.00%	1.00%
	成本	43.35	42.51	51.52	52.04
	毛利率	74.25%	75.00%	70.00%	70.00%
合计	收入	10,825.13	14,899.92	17,679.09	21,614.74
	增速	3.51%	37.64%	18.65%	22.26%
	成本	8,292.74	11,384.11	13,689.41	17,012.98
	毛利率	23.39%	23.60%	22.57%	21.29%

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司近期溶解浆和铜版纸价格上涨，我们上调公司业绩预测。预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.44 元、0.53 元、0.65 元，较上次预测分别提高 7%、4%和 3%。由于公司市值较大，我们给予公司 2016 年 15 倍 PE，对应目标价 6.6 元，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	10825.12	14899.91	17679.08	21614.73	净利润	755.10	1278.31	1526.59	1866.59
营业成本	8292.75	11384.11	13689.41	17012.97	折旧与摊销	747.34	902.52	1002.05	1051.42
营业税金及附加	40.26	55.01	67.72	81.40	财务费用	590.48	564.13	577.59	579.24
销售费用	423.31	648.15	671.81	756.52	资产减值损失	10.32	0.00	0.00	0.00
管理费用	448.56	625.80	707.16	778.13	经营营运资本变动	-1635.32	-1267.21	-645.68	-1030.78
财务费用	590.48	564.13	577.59	579.24	其他	217.50	-3.08	-3.08	-3.08
资产减值损失	10.32	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	685.43	1474.68	2457.48	2463.38
投资收益	-136.17	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1982.65	-1550.00	-1550.00	0.00
公允价值变动损益	3.08	3.08	3.08	3.08	其他	-216.83	52.58	3.08	3.08
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2199.48	-1497.42	-1546.92	3.08
营业利润	886.34	1625.80	1968.47	2409.56	短期借款	474.30	1128.79	1050.28	-1129.03
其他非经营损益	154.13	77.21	88.04	95.63	长期借款	713.08	0.00	0.00	0.00
利润总额	1040.47	1703.01	2056.51	2505.19	股权融资	988.04	0.00	0.00	0.00
所得税	285.37	424.70	529.91	638.60	支付股利	-126.83	-180.36	-305.32	-364.62
净利润	755.10	1278.31	1526.59	1866.59	其他	-9.15	-963.27	-1377.59	-579.24
少数股东损益	88.45	149.73	178.81	218.64	筹资活动现金流净额	2039.44	-14.83	-632.64	-2072.90
归属母公司股东净利润	666.66	1128.58	1347.78	1647.95	现金流量净额	547.00	-37.58	277.92	393.56
资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	1527.57	1489.99	1767.91	2161.47	成长能力				
应收和预付款项	3677.52	4854.29	5804.11	7134.98	销售收入增长率	3.51%	37.64%	18.65%	22.26%
存货	1400.09	1922.01	2311.22	2872.35	营业利润增长率	32.78%	83.43%	21.08%	22.41%
其他流动资产	421.82	512.46	608.05	743.41	净利润增长率	38.06%	69.29%	19.42%	22.27%
长期股权投资	100.94	100.94	100.94	100.94	EBITDA 增长率	13.44%	39.04%	14.73%	13.87%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	11360.47	12069.38	12678.76	11688.77	毛利率	23.39%	23.60%	22.57%	21.29%
无形资产和开发支出	529.74	469.69	409.64	349.59	三费率	13.51%	12.34%	11.07%	9.78%
其他非流动资产	699.70	698.32	696.93	695.55	净利率	6.98%	8.58%	8.64%	8.64%
资产总计	19717.85	22117.09	24377.57	25747.08	ROE	10.21%	15.06%	15.72%	16.65%
短期借款	5253.75	6382.54	7432.82	6303.79	ROA	3.83%	5.78%	6.26%	7.25%
应付和预收款项	2534.42	3048.80	3795.03	4730.06	ROIC	8.26%	10.31%	10.59%	11.87%
长期借款	1720.33	1720.33	1720.33	1720.33	EBITDA/销售收入	20.55%	20.75%	20.07%	18.69%
其他负债	2815.68	2475.02	1717.71	1779.26	营运能力				
负债合计	12324.18	13626.68	14665.90	14533.44	总资产周转率	0.60	0.71	0.76	0.86
股本	2536.64	2536.64	2536.64	2536.64	固定资产周转率	1.32	1.65	1.81	2.25
资本公积	1203.34	1203.34	1203.34	1203.34	应收账款周转率	13.26	14.34	14.05	14.00
留存收益	3244.76	4192.98	5235.44	6518.77	存货周转率	6.57	6.85	6.47	6.56
归属母公司股东权益	6985.96	7932.96	8975.42	10258.74	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.32%	—	—	—
少数股东权益	407.71	557.45	736.26	954.89	资本结构				
股东权益合计	7393.68	8490.41	9711.68	11213.64	资产负债率	62.50%	61.61%	60.16%	56.45%
负债和股东权益合计	19717.85	22117.09	24377.57	25747.08	带息债务/总负债	60.62%	63.11%	65.80%	58.63%
					流动比率	0.77	0.84	0.91	1.14
					速动比率	0.62	0.66	0.71	0.88
					股利支付率	19.03%	15.98%	22.65%	22.13%
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	每股指标				
EBITDA	2224.17	3092.45	3548.11	4040.21	每股收益	0.26	0.44	0.53	0.65
PE	21.92	12.95	10.84	8.87	每股净资产	2.91	3.35	3.83	4.42
PB	1.98	1.72	1.50	1.30	每股经营现金	0.27	0.58	0.97	0.97
PS	1.35	0.98	0.83	0.68	每股股利	0.05	0.07	0.12	0.14
EV/EBITDA	9.47	7.06	6.15	5.02					
股息率	0.87%	1.23%	2.09%	2.50%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	罗月江	机构销售	021-68413856	13632421656	lyj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn