

# H1 净利率同比提升，北海基地蓄势待发

## 太阳纸业(002078)

### 事件概述

太阳纸业发布 2021 年中报，2021 年 H1 公司实现营收 158.13 亿元，同比增长 51.64%；归母净利润 22.32 亿元，同比增长 138.29%；扣非后净利为 21.93 亿元，同比增长 150.55%。分季度看，Q2 单季度公司实现营收 81.70 亿元，同比增长 67.55%，归母净利润 11.24 亿元，同比增长 180.56%；扣非后净利为 11.10 亿元，同比增长 191.73%。公司业绩符合我们的预期。

### 分析判断：

#### ► 收入端：H1 纸张行情产销两旺

报告期内，公司受益于造纸行业较好的市场行情，部分产品价格同比上涨。同时，2020 年下半年以来公司新上的项目陆续投产，致使产品销售收入及销售同比增长。分产品看，公司非涂布文化用纸、铜版纸、电及蒸汽、化机浆、溶解浆、生活用纸、淋膜原纸、牛皮箱板纸分别实现营收 46.70、22.63、4.43、9.33、18.33、3.47、8.80、43.21 亿元，同比分别增长 -6.78%/0.25%/-0.91%/-2.67%/-0.96%/-1.37%/1.87%/24.06%。

#### ► 利润端：净利率同比有所提升

成本方面，由于大宗材料物资价格上涨，产品销售成本同比随之增长，但收入涨幅超过成本上涨幅度。2021 年 H1 公司整体毛利率为 22.76%，同比下滑 0.95pct，不过考虑到新会计准则将运费由销售费用调整至成本，我们预计同口径下公司的毛利率应该有所提升。分行业看，公司造纸业务的毛利率为 23.23%，同比增长了 0.39pct。制浆业务的毛利率为 20.38%，同比增量 13.72pct。  
费用方面，2021 年 H1，公司的期间费用率为 5.58%，同比下降 7.05pct。其中销售/管理/财务费用率分别为 0.38%/2.01%/2.03%，同比下滑了 4.38%/1.14%/0.83pct。公司研发费用率同比下降 0.83pct 至 1.16%。受益于期间费用率的下滑，公司净利率为 14.15%，同比提升了 5.12pct。

#### ► 其他重要财务指标

2021 年 H1，公司持有货币资金 34.3 亿元人民币，同比增长 11.87%。公司经营活动产生的现金流量净额为 26.63 亿元，同比增长 22.56%，主要原因是本期销售商品提供劳务收到的现金比去年同期增加，而本期购买商品、接受劳务支付的现金比去年同期有所增加但小于销售商品收到的现金，使得本期经营活动现金流量净额大幅增加。本报告期末，公司应收账款为 27.43 亿元，占总资产比例为 6.63%，比重较 2020 年期末提升了 2.14pct，主要原因是本期应收账款按合同约定货款未到期致使金额增加所致。

### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	11.81
股票代码：	002078
52 周最高价/最低价：	21.75/10.92
总市值(亿)	317.33
自由流通市值(亿)	308.56
自由流通股数(百万)	2,612.70



#### 分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519080002  
联系电话：

#### 分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519100001  
联系电话：

#### 分析师：杨维维

邮箱：yangww@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120520080001  
联系电话：

#### 相关研究

1. 【华西轻工】太阳纸业(002078.SZ) 2021 年半年报快报点评：业绩符合预期，静待文化纸旺季行情  
2021.06.30

## ► 公司为广西太阳增资，广西基地投产在即

为进一步满足全资子公司广西太阳纸业有限公司的发展需要和资金需求，公司拟以自有资金人民币 5 亿元对广西太阳进行增资。本次增资完成后，广西太阳的注册资本由人民币 15 亿元增加至人民币 20 亿元。目前，公司广西基地各新建项目正按照时间节点紧张有序的推进，2021 年下半年，公司将继续集中抓好北海“林浆纸一体化”项目建设，确保项目顺利投产。公司广西基地正在稳步建设的项目包括 55 万吨/年文化用纸项目、12 万吨/年生活用纸项目和配套的 80 万吨/年化学木浆项目、20 万吨/年化机浆项目。根据公司的项目建设进度，预计上述实施中的纸、浆项目均将在 2021 年下半年至 2022 年上半年陆续投产。

### 投资建议

我们认为文化纸已经触底，后续旺季行情有望提振文化纸市场行情。目前公司文化纸产能位居全国前列，而随着公司北海基地的开工建设，未来有望继续提高其市场占有率。我们维持公司的盈利预测不变，2021 年-2023 年公司将实现收入 323.55/370.88/402.99 亿元，归母净利润为 36.56/41.42/45.88 亿元，对应的 EPS 为 1.36/1.54/1.71 元/股，继续给予“买入”评级。

### 风险提示

- 1) 双减政策导致文化纸需求低于预期。
- 2) 原材料大幅上涨导致溶解浆利润降低。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	22,763	21,589	32,355	37,088	40,299
YoY (%)	4.6%	-5.2%	49.9%	14.6%	8.7%
归母净利润(百万元)	2,178	1,953	3,656	4,142	4,588
YoY (%)	-2.7%	-10.3%	87.2%	13.3%	10.8%
毛利率 (%)	22.5%	19.4%	22.0%	21.6%	22.9%
每股收益 (元)	0.81	0.73	1.36	1.54	1.71
ROE	14.9%	12.1%	18.7%	17.7%	16.6%
市盈率	14.57	16.25	8.68	7.66	6.92

资料来源: wind, 华西证券研究所

## 正文目录

1. 事件概述.....	4
2. 收入端：H1 纸张行情产销两旺 .....	4
3. 利润端：净利率同比有所提升.....	5
4. 其他重要财务指标.....	7
5. 公司为广西太阳增资，广西基地投产在即 .....	7
6. 投资建议.....	7
7. 风险提示.....	7

## 图表目录

图 1 公司营业收入 .....	4
图 2 公司单季度营业收入.....	4
图 3 双胶纸价格走势（元/吨） .....	5
图 4 箱板纸价格走势（元/吨） .....	5
图 5 国内木浆价格走势（元/吨） .....	6
图 6 针叶浆/阔叶浆市场价格走势（元/吨） .....	6
图 7 公司归母净利润.....	6
图 8 公司单季度归母净利润.....	6
图 9 公司毛利率与净利率.....	6
图 10 公司各项费用率.....	6

## 1. 事件概述

太阳纸业发布 2021 年中报，2021 年 H1 公司实现营收 158.13 亿元，同比增长 51.64%；归母净利润 22.32 亿元，同比增长 138.29%；扣非后净利为 21.93 亿元，同比增长 150.55%。

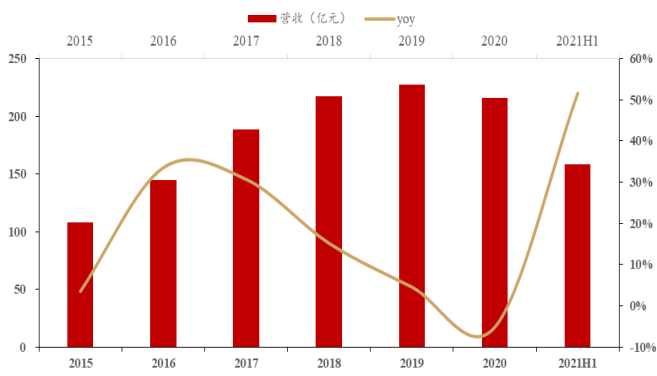
分季度看，公司 2021 年 Q1/Q2 分别实现营收 76.43/81.70 亿元，同比增长 37.66%和 67.55%；分别实现归母净利润 11.08/11.24 亿元，同比增长 106.71%和 180.56%。公司业绩符合我们的预期。

## 2. 收入端：H1 纸张行情产销两旺

2021 年上半年，全国机制纸及纸板产量 6742.5 万吨，同比增长 16.0%。全国造纸及纸制品业营业收入 7,142.0 亿元，同比增长 24.7%。公司受益于造纸行业较好的市场行情，部分产品价格同比上涨。同时，2020 年下半年以来公司新上的项目陆续投产，致使产品销售收入及销售销量同比增长。

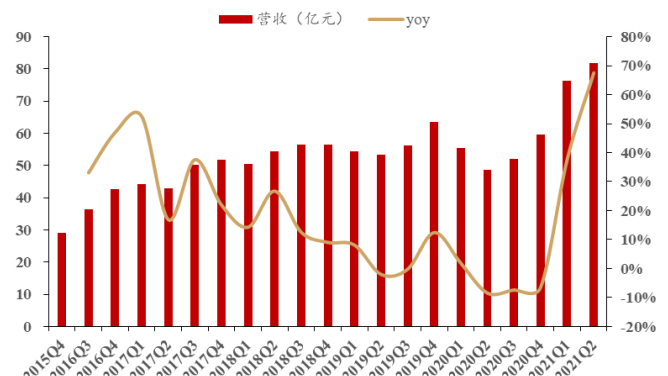
分产品看，公司非涂布文化用纸、铜版纸、电及蒸汽、化机浆、溶解浆、生活用纸、淋膜原纸、牛皮箱板纸分别实现营收 46.70、22.63、4.43、9.33、18.33、3.47、8.80、43.21 亿元，同比分别增长 -6.78%/0.25%/-0.91%/-2.67%/-0.96%/-1.37%/1.87%/24.06%。

图 1 公司营业收入



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 2 公司单季度营业收入



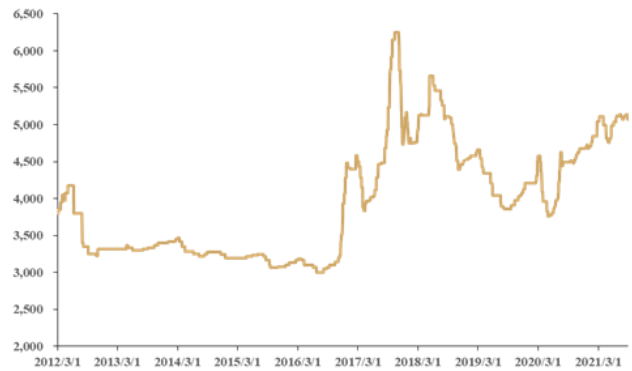
资料来源：Wind，华西证券研究所

图3 双胶纸价格走势（元/吨）



资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图4 箱板纸价格走势（元/吨）



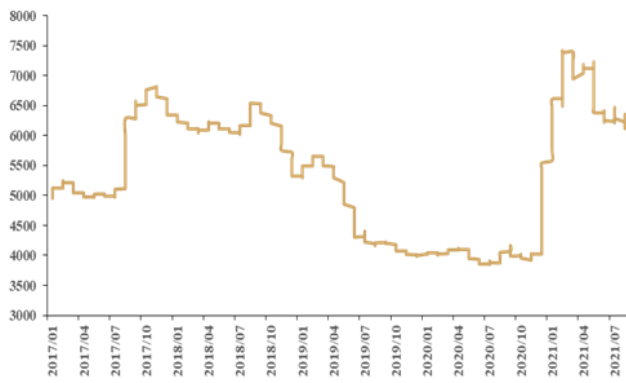
资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

### 3. 利润端：净利率同比有所提升

**成本方面**，由于大宗材料物资价格上涨，产品销售成本同比随之增长，但收入涨幅超过成本上涨幅度。2021年H1公司整体毛利率为22.76%，同比下滑0.95pct，不过考虑到新会计准则将运费由销售费用调整至成本，我们预计同口径下公司的毛利率应该有所提升。分行业看，公司造纸业务的毛利率为23.23%，同比增长了0.39pct。制浆业务的毛利率为20.38%，同比增量13.72pct。**费用方面**，2021年H1，公司的期间费用率为5.58%，同比下降7.05pct。其中销售/管理/财务费用率分别为0.38%/2.01%/2.03%，同比下滑了4.38%/1.14%/0.83pct。公司研发费用率同比下降0.83pct至1.16%。受益于期间费用率的下滑，公司净利率为14.15%，同比提升了5.12pct。

2021年Q2，公司毛利率为22.14%，同比下滑0.59pct，环比下滑1.30pct。净利率为13.78%，同比提升了5.51pct，环比下降了0.76pct。公司2021年Q2的期间费用率为5.66%，同比下降6.72pct，环比提升了0.16pct。其中销售费用率为0.37%，同比下滑3.72pct。管理费用率为1.92%，同比下滑1.42pct。研发费用率为1.38%，同比下滑0.65pct。财务费用率为1.98%，同比下滑0.93pct。

图5 国内木浆价格走势（元/吨）



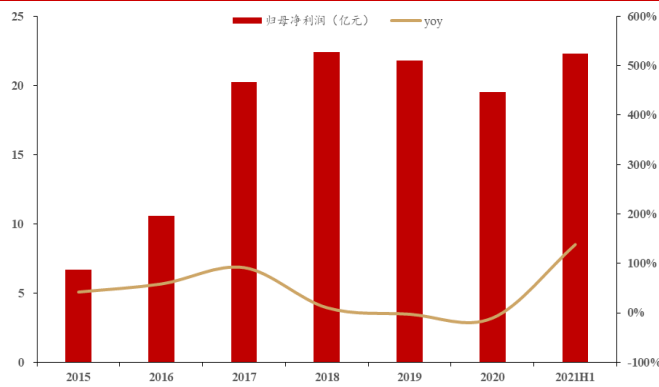
资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图6 针叶浆/阔叶浆市场价格走势（元/吨）



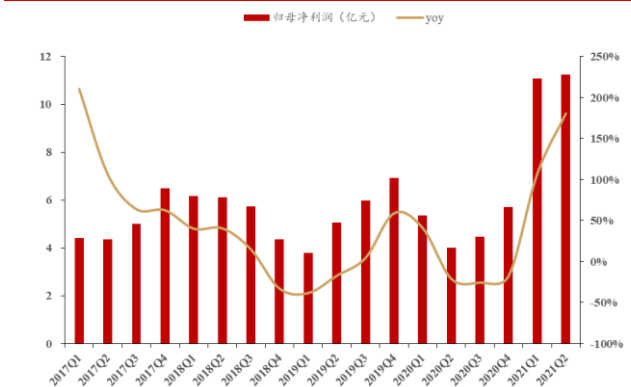
资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图7 公司归母净利润



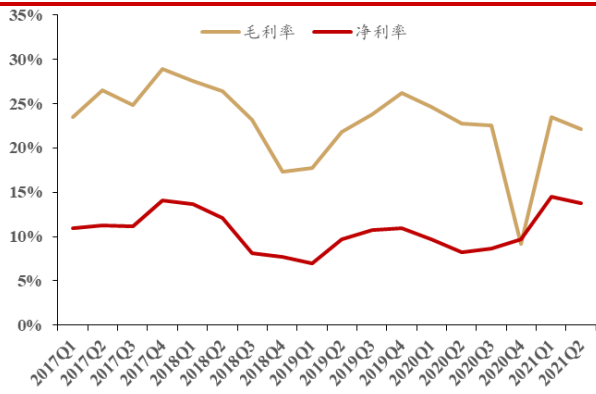
资料来源：wind，华西证券研究所

图8 公司单季度归母净利润



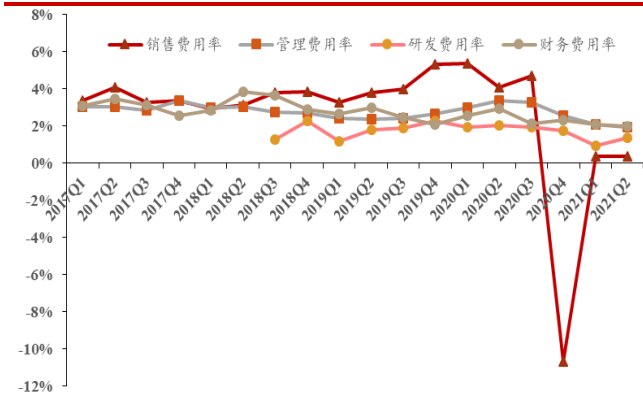
资料来源：Wind，华西证券研究所

图9 公司毛利率与净利率



资料来源：wind，华西证券研究所

图10 公司各项费用率



资料来源：Wind，华西证券研究所



## 4. 其他重要财务指标

2021 年 H1，公司持有货币资金 34.3 亿元人民币，同比增长 11.87%。公司经营活动产生的现金流量净额为 26.63 亿元，同比增长 22.56%，主要原因是本期销售商品提供劳务收到的现金比去年同期增加，而本期购买商品、接受劳务支付的现金比去年同期有所增加但小于销售商品收到的现金，使得本期经营活动现金流量净额大幅增加。本报告期末，公司应收账款为 27.43 亿元，占总资产比例为 6.63%，比重较 2020 年期末提升了 2.14pct，主要原因是本期应收账款按合同约定货款未到期致使金额增加所致。

## 5. 公司为广西太阳增资，广西基地投产在即

为进一步满足公司全资子公司广西太阳纸业有限公司的发展需要和资金需求，公司拟以自有资金人民币 5 亿元对广西太阳进行增资。本次增资完成后，广西太阳的注册资本由人民币 15 亿元增加至人民币 20 亿元。

目前，公司广西基地各新建项目正按照时间节点紧张有序的推进，2021 年下半年，公司将继续集中抓好北海“林浆纸一体化”项目建设，确保项目顺利投产。公司广西基地正在稳步建设的项目包括 55 万吨/年文化用纸项目、12 万吨/年生活用纸项目和配套的 80 万吨/年化学木浆项目、20 万吨/年化机浆项目。根据公司的项目建设进度，预计上述实施中的纸、浆项目均将在 2021 年下半年至 2022 年上半年陆续投产。

随着广西基地投入使用，公司将形成山东、广西和老挝三大基地齐头并进的发展新格局：山东基地服务北方市场，广西基地服务南方市场，老挝基地作为太阳纸业的原料基地，三大基地统筹发展、相互协调，为太阳纸业中长期稳定健康运行奠定了坚实基础。

## 6. 投资建议

我们认为文化纸已经触底，后续旺季行情有望提振文化纸市场行情。目前公司文化纸产能位居全国前列，而随着公司北海基地的开工建设，未来有望继续提高其市场占有率。我们维持公司的盈利预测不变，2021 年-2023 年公司将实现收入 323.55/370.88/402.99 亿元，归母净利润为 36.56/41.42/45.88 亿元，对应的 EPS 为 1.36/1.54/1.71 元/股，继续给予“买入”评级。

## 7. 风险提示

- 1) 双减政策导致文化纸需求低于预期。
- 2) 原材料大幅上涨导致溶解浆利润降低。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	21,589	32,355	37,088	40,299	净利润	1,968	3,686	4,174	4,624
YoY (%)	-5.2%	49.9%	14.6%	8.7%	折旧和摊销	1,435	808	738	761
营业成本	17,392	25,226	29,071	31,052	营运资金变动	2,659	-195	24	-30
营业税金及附加	106	161	183	199	经营活动现金流	6,616	4,631	5,371	5,923
销售费用	103	178	189	383	资本开支	-6,291	30	-989	-29
管理费用	653	1,181	1,231	1,531	投资	-18	0	0	0
财务费用	533	325	354	388	投资活动现金流	-6,261	46	-971	-9
资产减值损失	-59	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	17	16	19	20	债务募资	13,598	2,000	2,000	2,000
营业利润	2,322	4,670	5,314	5,926	筹资活动现金流	-387	1,346	1,256	1,166
营业外收支	57	55	38	3	现金净流量	-31	6,024	5,657	7,080
利润总额	2,378	4,725	5,352	5,929	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
所得税	410	1,040	1,177	1,304	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	1,968	3,686	4,174	4,624	营业收入增长率	-5.2%	49.9%	14.6%	8.7%
归属于母公司净利润	1,953	3,656	4,142	4,588	净利润增长率	-10.3%	87.2%	13.3%	10.8%
YoY (%)	-10.3%	87.2%	13.3%	10.8%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	0.73	1.36	1.54	1.71	毛利率	19.4%	22.0%	21.6%	22.9%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	净利率率	9.1%	11.4%	11.3%	11.5%
货币资金	2,970	8,994	14,650	21,730	总资产收益率 ROA	5.4%	8.4%	8.2%	8.0%
预付款项	346	501	578	617	净资产收益率 ROE	12.1%	18.7%	17.7%	16.6%
存货	2,897	4,201	4,842	5,172	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	3,789	4,654	5,035	5,293	流动比率	<b>0.69</b>	<b>0.99</b>	<b>1.16</b>	<b>1.35</b>
流动资产合计	10,001	18,351	25,105	32,812	速动比率	0.47	0.74	0.91	1.11
长期股权投资	204	204	204	204	现金比率	0.21	0.49	0.68	0.90
固定资产	20,954	21,671	21,458	21,721	资产负债率	54.7%	54.7%	53.3%	51.3%
无形资产	1,023	1,014	1,009	1,001	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	25,866	25,073	25,355	24,610	总资产周转率	0.60	0.75	0.74	0.70
资产合计	35,866	43,424	50,460	57,422	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	7,764	9,764	11,764	13,764	每股收益	0.73	1.36	1.54	1.71
应付账款及票据	2,881	4,179	4,816	5,144	每股净资产	6.00	7.26	8.71	10.32
其他流动负债	3,756	4,589	5,073	5,342	每股经营现金流	2.46	1.72	2.00	2.20
流动负债合计	14,402	18,532	21,654	24,251	每股股利	0.00	0.10	0.10	0.10
长期借款	3,209	3,209	3,209	3,209	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	2,017	2,017	2,017	2,017	PE	16.25	8.68	7.66	6.92
非流动负债合计	5,226	5,226	5,226	5,226	PB	2.41	1.63	1.36	1.14
负债合计	19,628	23,758	26,880	29,477					
股本	2,625	2,625	2,625	2,625					
少数股东权益	127	156	189	225					
股东权益合计	16,239	19,665	23,580	27,945					
负债和股东权益合计	35,866	43,424	50,460	57,422					

资料来源：公司公告，华西证券研究所



### 分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，9年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，5年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

杨维维：轻工行业分析师。2020年7月加盟华西证券，3年从业经验。厦门大学资产评估硕士，重庆大学管理学学士。

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。