

## 多纸种均衡发展, 展现较强盈利能力

### 投资要点

- 业绩总结:** 公司发布半年报, 2021H1 公司实现营收 158.1 亿元(+51.6%), 比 19H1 增长 46.7%; 实现归母净利润 22.3 亿元(+138.3%), 比 19H1 增长 151.7%; 实现扣非净利润 21.9 亿元(+150.6%), 比 19H1 增长 153.9%。单季度来看, 2021Q2 公司实现营收 81.7 亿元(+67.6%); 归母净利润 11.2 亿元(+180.6%); 扣非后归母净利润 11.1 亿(+191.7%)。
- 包装纸业绩贡献占比提升, 多纸种均衡发展。** 文化纸上半年经历了价格的快速涨跌, 一季度浆价上涨叠加党建需求带动纸价上行, 4月中旬文化纸价格开始回落, 6月底价格跌至年初水平。浆价也从5月初开始进入下行区间, 目前稳定在 6300 元/吨。三季度来看, 需求端随着开学旺季到来, 多家纸厂发布调价函, 需求回暖, 吨盈利有望逐步回升。包装纸方面, 上半年牛皮箱板纸纸对公司收入贡献大幅提升, 主要由于禁废令后行业供需格局优化, 纸价上行叠加包装纸产能释放。目前包装纸价格稳定在相对高位, 吨盈利预计处于历史较好水平。分产品看, 21年上半年核心品类非涂布文化用纸/铜版纸/牛皮箱板纸实现营收 46.7 亿元(+23.3%)/22.6 亿元(+54.3%)/43.2 亿元(+160.5%); 淋膜原纸/生活用纸实现营收 8.8 亿元(+128.3%)/3.5 亿元(-6.6%)。溶解浆/化机浆分别实现营收 18.3 亿元(+40.1%)/9.3 亿元(+4.3%)。
- 费用管控得当, 平滑成本波动能力提升。** 上半年公司综合毛利率为 22.8%, 同比-1pp, 毛利率小幅下滑主要原因系上半年浆价大涨, 但公司较好平滑了成本波动。分品类看, 上半年非涂布文化用纸毛利率为 25.3%(-4pp), 铜版纸毛利率为 32.2%(+1.6pp), 牛皮箱板纸毛利率为 16.5%(+13.5pp), 淋膜原纸毛利率为 27.4%(+1.7pp), 生活用纸毛利率为 16.9%(-2.1pp), 多品类布局减弱了整体毛利率受单一纸种价格波动的影响。费用率方面, 上半年公司整体费率为 5.6%(-7.1pp)。其中销售费率为 0.4%(-4.4pp); 管理/财务/研发费率分别为 2%(-1.1pp)/2%(-0.7pp)/1.2%(-0.8pp)。综合来看, 公司净利率为 14.1%, 同比增长 5.1pp。其中 2021Q2 毛利率为 22.1%(-0.6pp), 环比降 1.3pp; 净利率为 13.8%(+5.5pp), 环比降 0.7pp。
- 成本优势突出, 竞争壁垒较强。** 公司老撾基地已经形成 150 万吨的浆、纸年生产能力, 规模效应逐步释放; 广西基地正在稳步建设 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, 预计上述各纸、浆项目均将在 2021 年下半年至 2022 年陆续投产。公司借助良好的产业布局, 高标准、高效率、高质量地推进相关项目建设, 打造最优的“林浆纸一体化”体系, 提升公司对原料的掌控能力, 提高公司的市场竞争力, 进一步凸显公司的可持续发展能力。
- 盈利预测与投资建议:** 预计 2021-2023 年 EPS 分别为 1.42 元、1.64 元、1.78 元, 对应 PE 分别为 9 倍、7 倍、7 倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 原材料价格大幅波动的风险; 纸价出现大幅波动的风险; 投资项目投产不及预期的风险。

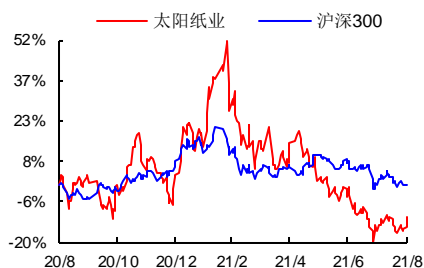
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	21588.65	30227.18	34310.21	37389.77
增长率	-5.16%	40.01%	13.51%	8.98%
归属母公司净利润(百万元)	1953.11	3820.55	4417.41	4784.41
增长率	-10.33%	95.61%	15.62%	8.31%
每股收益EPS(元)	0.73	1.42	1.64	1.78
净资产收益率ROE	12.12%	19.21%	8.52%	17.01%
PE	17	9	7	7
PB	2.05	1.66	1.39	1.18

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣  
执业证号: S1250517080002  
电话: 023-67511807  
邮箱: cxin@swsc.com.cn  
联系人: 赵兰亭  
电话: 023-67511807  
邮箱: zht@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)	26.87
流通A股(亿股)	26.13
52周内股价区间(元)	11.03-21.18
总市值(亿元)	330.50
总资产(亿元)	413.61
每股净资产(元)	6.89

### 相关研究

- 太阳纸业(002078): 业绩符合预期, 逻辑持续兑现 (2021-04-20)
- 太阳纸业(002078): 业绩环比改善, 吨盈利有望持续上行 (2021-02-28)
- 太阳纸业(002078): 业绩环比改善, 竞争格局优化提升盈利能力 (2020-10-29)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	21588.65	30227.18	34310.21	37389.77	净利润	1967.85	3851.15	4452.11	4822.23
营业成本	17392.32	23079.50	26142.59	28663.17	折旧与摊销	1435.46	2020.59	2115.42	2210.33
营业税金及附加	105.93	156.73	173.75	189.87	财务费用	533.15	601.26	526.01	470.27
销售费用	103.23	906.82	1200.86	1346.03	资产减值损失	-59.09	0.00	0.00	0.00
管理费用	652.54	906.82	960.69	972.13	经营营运资本变动	2501.84	168.04	-589.72	-103.56
财务费用	533.15	601.26	526.01	470.27	其他	236.69	40.21	16.80	15.22
资产减值损失	-59.09	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>6615.91</b>	<b>6681.25</b>	<b>6520.63</b>	<b>7414.49</b>
投资收益	16.84	0.00	0.00	0.00	资本支出	-4176.34	-1550.00	-1550.00	-1550.00
公允价值变动损益	-18.19	-18.19	-18.19	-18.19	其他	-2085.01	-18.19	-18.19	-18.19
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-6261.35</b>	<b>-1568.19</b>	<b>-1568.19</b>	<b>-1568.19</b>
<b>营业利润</b>	<b>2321.81</b>	<b>4557.87</b>	<b>5288.12</b>	<b>5730.10</b>	短期借款	-1171.74	-3008.38	-3563.58	-1192.46
其他非经营损益	56.51	59.63	64.10	61.95	长期借款	1556.33	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>2378.32</b>	<b>4617.51</b>	<b>5352.21</b>	<b>5792.04</b>	股权融资	315.15	162.48	0.00	0.00
所得税	410.46	766.36	900.10	969.81	支付股利	-259.14	-232.37	-454.55	-525.56
净利润	1967.85	3851.15	4452.11	4822.23	其他	-827.33	-1981.78	-526.01	-470.27
少数股东损益	14.74	30.59	34.70	37.82	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-386.73</b>	<b>-5060.06</b>	<b>-4544.14</b>	<b>-2188.29</b>
归属母公司股东净利润	1953.11	3820.55	4417.41	4784.41	<b>现金流量净额</b>	<b>-31.12</b>	<b>53.00</b>	<b>408.30</b>	<b>3658.00</b>
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2969.72	3022.72	3431.02	7089.02	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	2081.35	2891.54	3286.25	3585.47	销售收入增长率	-5.16%	40.01%	13.51%	8.98%
存货	2896.62	3825.65	4339.27	4763.75	营业利润增长率	-7.24%	96.31%	16.02%	8.36%
其他流动资产	2053.11	650.41	738.27	804.53	净利润增长率	-10.45%	95.70%	15.60%	8.31%
长期股权投资	203.84	203.84	203.84	203.84	EBITDA 增长率	-5.27%	67.34%	10.44%	6.07%
投资性房地产	32.57	32.57	32.57	32.57	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	23389.63	23039.74	22595.01	22055.38	毛利率	19.44%	23.65%	23.81%	23.34%
无形资产和开发支出	1062.64	943.45	824.26	705.07	三费率	5.97%	7.99%	7.83%	7.46%
其他非流动资产	1176.87	1175.36	1173.85	1172.34	净利率	9.12%	12.74%	12.98%	12.90%
<b>资产总计</b>	<b>35866.34</b>	<b>35785.27</b>	<b>36624.33</b>	<b>40411.97</b>	ROE	12.12%	19.21%	18.52%	17.01%
短期借款	7764.42	4756.04	1192.46	0.00	ROA	5.49%	10.76%	12.16%	11.93%
应付和预收款项	3276.83	4876.77	5165.22	5752.68	ROIC	8.87%	15.74%	17.48%	18.60%
长期借款	3208.92	3208.92	3208.92	3208.92	EBITDA/销售收入	19.87%	23.75%	23.11%	22.49%
其他负债	5377.57	2895.84	3012.47	3108.44	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>19627.75</b>	<b>15737.57</b>	<b>12579.07</b>	<b>12070.04</b>	总资产周转率	0.63	0.84	0.95	0.97
股本	2624.63	2686.99	2686.99	2686.99	固定资产周转率	1.15	1.45	1.68	1.88
资本公积	1851.44	1951.55	1951.55	1951.55	应收账款周转率	13.42	15.97	14.70	14.35
留存收益	11663.42	15251.60	19214.47	23473.32	存货周转率	6.40	6.82	6.35	6.25
归属母公司股东权益	16111.63	19890.14	23853.01	28111.86	销售商品提供劳务收到现金营业收入	123.88%	—	—	—
少数股东权益	126.96	157.55	192.25	230.07	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>16238.59</b>	<b>20047.70</b>	<b>24045.26</b>	<b>28341.93</b>	资产负债率	54.72%	43.98%	34.35%	29.87%
负债和股东权益合计	35866.34	35785.27	36624.33	40411.97	带息债务/总负债	60.14%	55.89%	41.59%	33.46%
					流动比率	0.69	0.99	1.60	2.37
					速动比率	0.49	0.62	1.01	1.68
					股利支付率	13.27%	6.08%	10.29%	10.98%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.73	1.42	1.64	1.78
					每股净资产	6.00	7.40	8.88	10.46
					每股经营现金	2.46	2.49	2.43	2.76
					每股股利	0.10	0.09	0.17	0.20
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	4290.42	7179.73	7929.55	8410.70					
PE	16.92	8.65	7.48	6.91					
PB	2.05	1.66	1.39	1.18					
PS	1.53	1.09	0.96	0.88					
EV/EBITDA	9.62	5.23	4.24	3.42					
股息率	0.78%	0.70%	1.38%	1.59%					

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
	持有：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 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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20楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

### 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
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yyx@swsc.com.cn