

## 业绩符合预期，造纸景气度上行，看好全年增长弹性

—— 2020年度业绩快报点评

公司点评

### ● 事件：公司公布2020年度业绩快报

2020年公司营收215.68亿元(-5.25%)，归母净利润19.70亿元(-9.55%)；其中2020Q4营收59.30亿元(-6.79%)，归母净利润5.88亿元(-15.15%)；2020年逐季度归母净利润为5.36亿元(+40.97%)、4.00亿元(-20.93%)、4.46亿元(-25.52%)、5.88亿元(-15.15%)，业绩增长符合市场预期。

### ● 文化纸价格回暖，行业景气度继续上行

报告期内，公司2020Q4营收59.30亿元(-6.79%)，环比提升0.58pct，归母净利润率5.88亿元(-15.15%)，环比提升10.37pct，业绩环比改善明显，我们判断主要原因是四季度为年底常规备货阶段，同时文化纸价格底部回暖趋势确立促使公司盈利能力环比回升。根据卓创数据显示，双胶纸均价自5月底位的5325元/吨提升至目前的6343元/吨，铜版纸均价自5110元/吨提升至6296元/吨，各类纸种进入景气修复期。近期浆价出现持续上涨，公司作为行业龙头已提前储备低价原材料，同时木浆自供率较高，林浆纸一体化趋势将进一步彰显成本优势。

### ● 溶解浆价格走高，下游需求持续看涨，有望带动业绩回升

报告期内，国内溶解浆市场景气度低迷，相关产品的市场销售价格下降。近期在海运费上涨、国外停减产以及下游需求复苏的背景下，溶解浆市场出现明显的复苏趋势。截至2021年2月26日，溶解浆CCFEI价格指数已上涨至7500元/吨，较2020年12月初报价上涨幅度达33.93%。公司作为国内溶解浆最大的供应商，将充分受益于溶解浆景气上行，盈利弹性有望加速释放。

### ● 在建产能稳步扩张，产能释放期支撑公司中长期业绩增长

公司在建产能稳步推进，兖州本部45万吨特色文化纸于2020年12月份投产，广西北海“林浆纸一体化”项目一期(55万吨/年文化用纸、15万吨/年生活用纸、配套80万吨/年化学木浆、60万吨/年化机浆项目)预计将于2021下半年至2022上半年投产，老挝项目中两条分别年产40万吨的高档包装纸生产线于2021年春节前已投产。三大项目稳步推进、生产成本再优化，助力中长期业绩增长。

### ● 财务预测预估值

预计2020-2022年归母净利润分别为19.72亿元/28.19亿元/33.43亿元，EPS分别为0.75元/1.07元/1.27元，对应PE为23.5/16.4/13.9X，维持“强烈推荐”评级。

### ● 风险提示：1) 文化纸价格落实低于预期；2) 销售与产能投放不及预期；

### 财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	21,768	22,763	21,568	25,450	28,504
增长率(%)	15.2	4.6	-5.3	18.0	12.0
净利润(百万元)	2,238	2,178	1,972	2,819	3,343
增长率(%)	10.5	-2.7	-9.5	42.9	18.6
毛利率(%)	23.5	22.5	23.6	24.9	25.2
净利率(%)	10.3	9.6	9.1	11.1	11.7
ROE(%)	17.8	14.9	12.7	15.4	15.5
EPS(摊薄/元)	0.85	0.83	0.75	1.07	1.27
P/E(倍)	20.7	21.3	23.5	16.4	13.9
P/B(倍)	3.8	3.2	2.9	2.5	2.1

## 强烈推荐(维持评级)

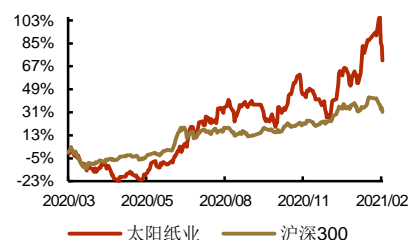
### 赵汐雯(分析师)

zhaoxiwen@xsdzq.cn

证书编号：S0280520020001

市场数据	时间 2021.02.26
收盘价(元):	17.65
一年最低/最高(元):	7.82/21.75
总股本(亿股):	26.25
总市值(亿元):	463.25
流通股本(亿股):	26.13
流通市值(亿元):	461.13
近3月换手率:	72.58%

### 股价一年走势



### 相关报告

《业绩符合预期，行业景气向上静待盈利释放》

《2020Q1业绩同增40.97%，中长期产能投放助力成长》

《业绩增速符合预期，成本优势将逐步兑现》

《多元布局平滑周期，造纸中的“成长之王”》

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>10783</b>	<b>11233</b>	<b>15380</b>	<b>16230</b>	<b>19215</b>	<b>营业收入</b>	<b>21768</b>	<b>22763</b>	<b>21568</b>	<b>25450</b>	<b>28504</b>
现金	1971	2535	1669	5303	3949	营业成本	16663	17631	16488	19113	21321
应收票据及应收账款合计	5253	1941	7367	3236	8150	营业税金及附加	138	114	127	162	177
其他应收款	111	174	96	223	134	营业费用	750	942	818	959	1063
预付账款	731	418	671	614	825	管理费用	556	564	662	727	800
存货	2168	2456	1868	3144	2447	研发费用	267	412	131	186	250
其他流动资产	549	3709	3709	3709	3709	财务费用	720	573	729	659	612
<b>非流动资产</b>	<b>18740</b>	<b>21062</b>	<b>18992</b>	<b>21037</b>	<b>22150</b>	资产减值损失	10	-69	0	0	0
长期投资	137	155	162	193	223	公允价值变动收益	12	8	2	2	2
固定资产	16618	16696	15131	17101	18206	其他收益	14	28	10	13	15
无形资产	860	862	912	969	1034	投资净收益	6	22	-17	7	4
其他非流动资产	1126	3349	2786	2774	2686	<b>营业利润</b>	<b>2692</b>	<b>2503</b>	<b>2608</b>	<b>3667</b>	<b>4304</b>
<b>资产总计</b>	<b>29523</b>	<b>32295</b>	<b>34372</b>	<b>37266</b>	<b>41365</b>	营业外收入	37	93	66	49	54
<b>流动负债</b>	<b>13963</b>	<b>14246</b>	<b>15364</b>	<b>15734</b>	<b>17017</b>	营业外支出	9	3	13	15	16
短期借款	5216	8936	9070	8936	8936	<b>利润总额</b>	<b>2720</b>	<b>2594</b>	<b>2662</b>	<b>3701</b>	<b>4341</b>
应付票据及应付账款合计	5520	2635	4399	4002	5756	所得税	477	396	557	726	839
其他流动负债	3227	2675	1895	2796	2324	<b>净利润</b>	<b>2242</b>	<b>2198</b>	<b>2105</b>	<b>2975</b>	<b>3502</b>
<b>非流动负债</b>	<b>2931</b>	<b>3349</b>	<b>2429</b>	<b>2188</b>	<b>1727</b>	少数股东损益	5	19	133	156	159
长期借款	2778	2690	1770	1530	1069	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2238</b>	<b>2178</b>	<b>1972</b>	<b>2819</b>	<b>3343</b>
其他非流动负债	153	659	659	659	659	EBITDA	4311	4690	4436	5533	6331
<b>负债合计</b>	<b>16895</b>	<b>17595</b>	<b>17793</b>	<b>17922</b>	<b>18744</b>	EPS(元)	0.85	0.83	0.75	1.07	1.27
少数股东权益	56	108	242	397	556						
股本	2592	2591	2625	2625	2625						
资本公积	1540	1570	1570	1570	1570						
留存收益	8050	9969	11791	14399	17466						
归属母公司股东权益	12573	14591	16338	18947	22064						
<b>负债和股东权益</b>	<b>29523</b>	<b>32295</b>	<b>34372</b>	<b>37266</b>	<b>41365</b>						

主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	15.2	4.6	-5.3	18.0	12.0
营业利润(%)	-8.8	-7.0	4.2	40.6	17.4
归属于母公司净利润(%)	10.5	-2.7	-9.5	42.9	18.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	23.5	22.5	23.6	24.9	25.2
净利率(%)	10.3	9.6	9.1	11.1	11.7
ROE(%)	17.8	14.9	12.7	15.4	15.5
ROIC(%)	13.0	11.2	9.8	13.8	13.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	57.2	54.5	51.8	48.1	45.3
净负债比率(%)	62.5	72.2	62.6	33.3	32.6
流动比率	0.8	0.8	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.5	0.3	0.6	0.6	0.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.7	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	4.0	6.3	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	3.8	4.3	0.0	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.85	0.83	0.75	1.07	1.27
每股经营现金流(最新摊薄)	1.99	0.66	0.14	3.12	0.97
每股净资产(最新摊薄)	4.69	5.46	6.12	7.11	8.30
<b>估值比率</b>					
P/E	20.7	21.3	23.5	16.4	13.9
P/B	3.8	3.2	2.9	2.5	2.1
EV/EBITDA	12.6	12.2	12.8	9.6	8.6

单位:百万元

现金流量表(百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>4478</b>	<b>4686</b>	<b>366</b>	<b>8176</b>	<b>2556</b>
净利润	2242	2198	2105	2975	3502
折旧摊销	1151	1453	1218	1337	1544
财务费用	720	573	729	659	612
投资损失	-6	-22	17	-7	-4
营运资金变动	591	523	-3701	3215	-3095
其他经营现金流	-220	-40	-3	-2	-3
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3038</b>	<b>-4112</b>	<b>838</b>	<b>-3373</b>	<b>-2650</b>
资本支出	3035	4091	-2078	2014	1083
长期投资	0	0	-7	-29	-30
其他投资现金流	-3	-20	-1247	-1388	-1597
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-2531</b>	<b>80</b>	<b>-2204</b>	<b>-1035</b>	<b>-1261</b>
短期借款	-172	3720	0	0	0
长期借款	-624	-88	-920	-241	-461
普通股增加	-1	-0	33	0	0
资本公积增加	94	29	0	0	0
其他筹资现金流	-1828	-3581	-1317	-795	-800
<b>现金净增加额</b>	<b>-1146</b>	<b>657</b>	<b>-1000</b>	<b>3768</b>	<b>-1354</b>

资料来源:公司公告、新时代证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**赵汐雯**，加拿大圣玛丽大学，金融学硕士。2015年开始从事行业研究工作，曾先后供职于民生证券研究院、方正证券研究所。2020年1月加盟新时代证券研究所，从事轻工制造和家电领域研究。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>郝颖 销售总监</b>
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕苒琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	<b>吴林蔓 销售总监</b>
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>