

四季度盈利稳步改善，2020 全年业绩符合预期

——2020 年度业绩快报点评

事件：公司公告 2020 年年度业绩快报，2020 年单四季度公司实现营业收入 59.30 亿元，同比下降 6.79%，环比增长 13.80%；实现归母净利润 5.88 亿元，同比下降 15.17%，环比增长 31.89%。

核心观点

- **Q4 业绩符合市场预期，盈利能力、周转效率稳步提升。**受疫情影响 2020Q2 周期回落至底部位置，此后公司业绩逐季改善，2020Q4 实现归母净利润 5.9 亿，环比增长 32%，符合市场预期。2020Q4 公司单季度年化 ROE 为 14.7%，环比提升 3.2pct，主要来源于盈利能力和周转效率环比改善，其中 2020Q4 公司实现净利率 9.9%，环比提升 1.2cpt，总资产周转率环比亦有增加。
- **文化纸、箱板纸、溶解浆盈利均有改善，或为推动四季度盈利环比增长的主要原因。**文化纸价格小幅提涨，推测 Q4 盈利环比有所改善，且铜版纸盈利改善幅度更为明显；需求回暖推动箱板纸价格小幅提涨，原材料布局优化助力箱板纸吨盈利稳步扩张；需求回暖推动四季度溶解浆价格、盈利小幅提升，但仍处于历史低位水平。
- **新增产能释放叠加周期向上修复，产品价格上涨贡献充足盈利弹性。**伴随山东、老挝、广西三大基地新项目逐步释放，预计未来 2 年（2020-2022 年）公司浆纸产量年复合增速达 27%，新增产能逐步落地贡献业绩增量。与此同时，公司三大业务（文化纸、溶解浆、箱板纸）未来 2-3 个季度基本面均积极向上，涨价有望贡献充足盈利弹性。

财务预测与投资建议

- 假设主营产品价格维持目前水平，预计公司 2020-2022 年归母净利润分别达 19.70/38.83/46.97 亿元（原预测为 19.52 /27.84/35.28 亿元），对应的每股净资产分别为 6.12/7.53/9.17 元，ROE 分别达 12.9%/21.7%/21.4%。结合历史 ROE 对应的 PB 估值区间，给予公司 2021 年 2.9 倍 PB 估值（较中位水平溢价 15%），对应目标价格 21.84 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济增速放缓、终端需求下滑幅度超预期的风险；公司海外项目推进不达预期的风险

| 公司主要财务信息 | | | | | |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 营业收入(百万元) | 21,768 | 22,763 | 20,617 | 32,052 | 38,318 |
| 同比增长(%) | 15.2% | 4.6% | -9.4% | 55.5% | 19.5% |
| 营业利润(百万元) | 2,692 | 2,503 | 2,258 | 4,712 | 5,743 |
| 同比增长(%) | -8.8% | -7.0% | -9.8% | 108.7% | 21.9% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 2,238 | 2,178 | 1,970 | 3,883 | 4,697 |
| 同比增长(%) | 10.5% | -2.7% | -9.5% | 97.1% | 21.0% |
| 每股收益(元) | 0.85 | 0.83 | 0.75 | 1.48 | 1.79 |
| 毛利率(%) | 23.5% | 22.5% | 23.0% | 26.7% | 26.2% |
| 净利率(%) | 10.3% | 9.6% | 9.6% | 12.1% | 12.3% |
| 净资产收益率(%) | 19.6% | 16.0% | 12.9% | 21.7% | 21.4% |
| 市盈率 | 20.7 | 21.3 | 23.5 | 11.9 | 9.9 |
| 市净率 | 3.7 | 3.2 | 2.9 | 2.35 | 1.9 |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

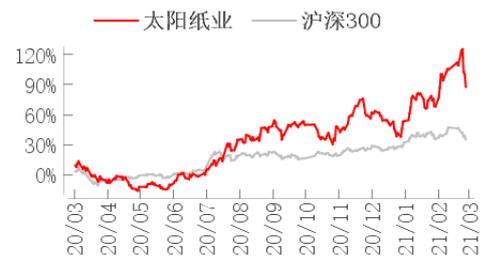


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

| | |
|-----------------|------------------|
| 股价(2021年02月26日) | 17.65 元 |
| 目标价格 | 21.84 元 |
| 52 周最高价/最低价 | 21.75/7.75 元 |
| 总股本/流通 A 股(万股) | 262,466/261,265 |
| A 股市值(百万元) | 46,325 |
| 国家/地区 | 中国 |
| 行业 | 造纸轻工 |
| 报告发布日期 | 2021 年 03 月 01 日 |

| 股价表现 | 1 周 | 1 月 | 3 月 | 12 月 |
|--------|--------|------|-------|-------|
| 绝对表现 | -16.11 | 6.07 | 15.89 | 87.77 |
| 相对表现 | -11.69 | 5.77 | 6.81 | 76.86 |
| 沪深 300 | -4.42 | 0.3 | 9.08 | 10.91 |



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 李雪君
021-63325888*6069
lixuejun@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517020001

证券分析师 吴瑾
021-63325888*6088
wujin@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520080001

相关报告

- 从战术占优到战略致胜，下有安全边际上有弹性空间 2020-12-31
- 成本挖潜构筑安全边际，管理优势铸就稳固护城河：——透过财报详解太阳纸业成本优势 2020-12-29
- 三季度业绩环比改善，逐季向好趋势确立 2020-10-28

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

| | |
|--|----|
| 2020 全年业绩符合预期，四季度盈利能力、周转效率稳步提升 | 4 |
| 文化纸、箱板纸、溶解浆盈利均有改善，或为推动四季度盈利环比增长的主要原因 | 5 |
| 新增产能释放叠加周期向上修复，产品价格上涨贡献充足盈利弹性 | 7 |
| 盈利预测与投资建议 | 8 |
| 风险提示 | 11 |

图表目录

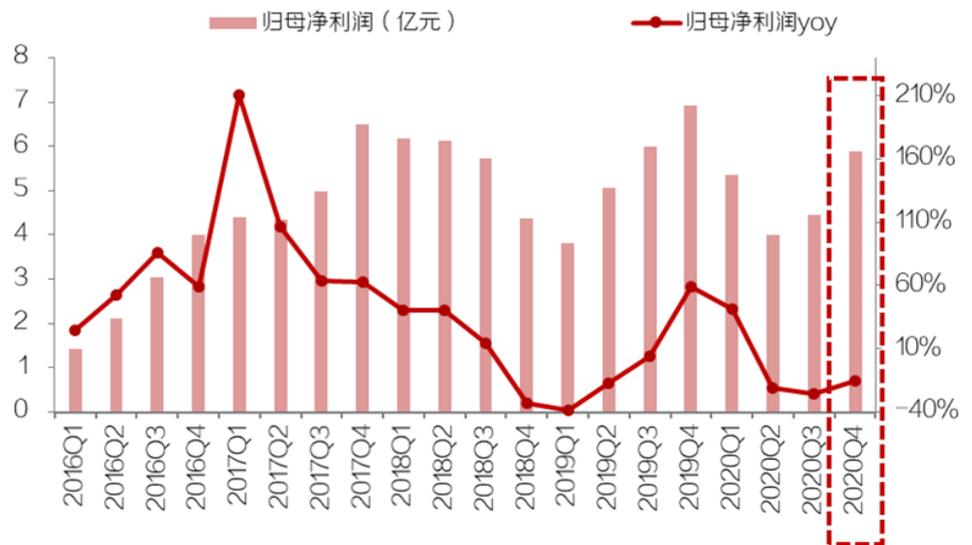
| | |
|--|----|
| 图 1: 2020Q4 公司实现归母净利润 5.88 亿元, 环比增长 32%..... | 4 |
| 图 2: 2020Q4 公司单季度年化 ROE 为 14.7%, 环比改善 3.2pct..... | 5 |
| 图 3: 2020Q4 盈利能力、周转效率环比均有改善, 推动 ROE 环比提升 | 5 |
| 图 4: 2020Q4 双胶纸、铜版纸市场价环比分别上涨 1%、6%; 阔叶浆、针叶浆均价环比上涨 5%、11% | 6 |
| 图 5: 根据纸价与木浆价差测算, 推测 Q4 双胶纸、铜版纸盈利环比均有提升 | 6 |
| 图 6: 2020Q4 箱板纸、国废价格环比均小幅上涨 4%..... | 6 |
| 图 7: 根据箱板纸与废纸价差测算, 推测 2020Q4 箱板纸盈利环比小幅改善..... | 6 |
| 图 8: 2020Q4 溶解浆内盘价小幅上涨 5%, 但仍处于历史低位水平 | 7 |
| 图 9: 公司造纸产量规模稳步扩张, 未来两年年均复合增速达 25% | 8 |
| 图 10: 公司制浆产量规模持续提升, 未来两年年均复合增速达 29% | 8 |
| 图 11: 回溯公司 PB-ROE 估值历史区间, 伴随 ROE 上行, 公司对应的估值中枢也随之上行 | 9 |
| 图 12: 当公司单季度年化 ROE 高于 15%时, 公司 PB 估值中枢整体在 2.5 倍以上..... | 9 |
| | |
| 表 1: 盈利预测变动分析表..... | 10 |

事件:公司公告 2020 年年度业绩快报,2020 年公司实现营业收入 215.68 亿元,同比下降 5.25%;实现归母净利润 19.70 亿元,同比下降 9.55%;其中,单四季度公司实现营业收入 59.30 亿元,同比下降 6.79%,环比增长 13.80%;实现归母净利润 5.88 亿元,同比下降 15.17%,环比增长 31.89%。

2020 全年业绩符合预期，四季度盈利能力、周转效率稳步提升

Q4 业绩符合市场预期，盈利能力、周转效率稳步提升。受疫情影响 2020Q2 周期回落至底部位置，此后公司业绩逐季改善，2020Q4 实现归母净利润 5.9 亿（2020Q1、Q2、Q3 分别为 5.4 亿、4.0 亿、4.5 亿），环比增长 32%，符合市场预期。2020Q4 公司单季度年化 ROE 为 14.7%，环比提升 3.2pct，主要来源于盈利能力和周转效率环比改善，其中 2020Q4 公司实现净利率 9.9%，环比提升 1.2pct，总资产周转率环比亦有增加。

图 1：2020Q4 公司实现归母净利润 5.88 亿元，环比增长 32%



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 2：2020Q4 公司单季度年化 ROE 为 14.7%，环比改善 3.2pct



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 3：2020Q4 盈利能力、周转效率环比均有改善，推动 ROE 环比提升



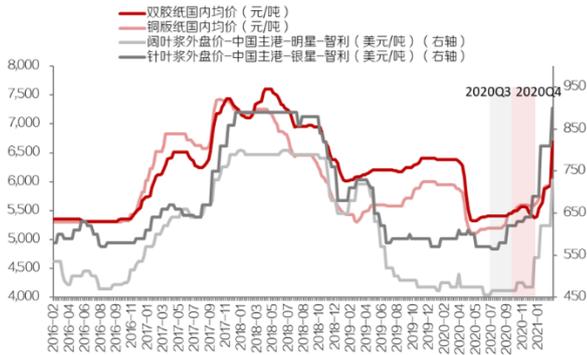
资料来源：公司公告，东方证券研究所

文化纸、箱板纸、溶解浆盈利均有改善，或为推动四季度盈利环比增长的主要原因

我们推测公司三大主业文化纸、箱板纸、溶解浆价格逐步修复带来的盈利改善或为驱动公司四季度收入、利润环比增长的主因。

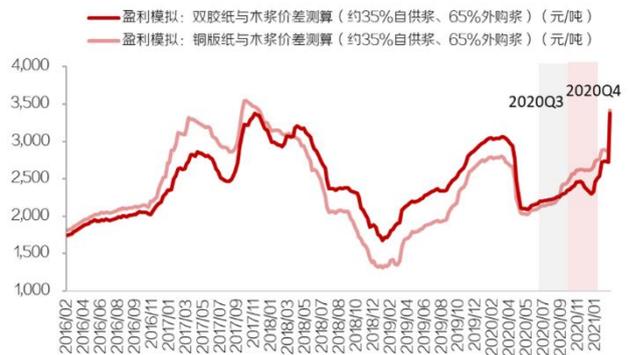
(1) 文化纸价格小幅提涨，推测 Q4 盈利环比有所改善。收入端，文化纸价格自 2020 年 4 月中旬快速下跌至历史低位，此后伴随需求稳步修复，双胶纸、铜版纸价格缓慢提涨，2020Q4 双胶纸、铜版纸市场价环比分别上涨 1%、6%；其中，2020 年 11 月双胶纸新增产能投放（太阳纸业 45 万吨、五星纸业 30 万吨项目均于 11 月投产）叠加进口纸压制延续，双胶纸供给端短期供应压力加大，在 11 月中下旬需求转淡、需求端支撑力不足的情形下，双胶纸价格小幅回落，导致 Q4 涨幅小于铜版纸。成本端，阔叶浆、针叶浆均价环比上涨 5%、11%，但仍处于历史低位，且前期较为充足的低价浆库存储备使得大型纸企实际成本上升幅度有限。根据文化纸及木浆价差测算，我们推测 Q4 双胶纸、铜版纸盈利环比均有提升，且铜版纸盈利改善幅度更为明显。

图 4：2020Q4 双胶纸、铜版纸市场价环比分别上涨 1%、6%；阔叶浆、针叶浆均价环比上涨 5%、11%



资料来源：卓创资讯，Wind，东方证券研究所

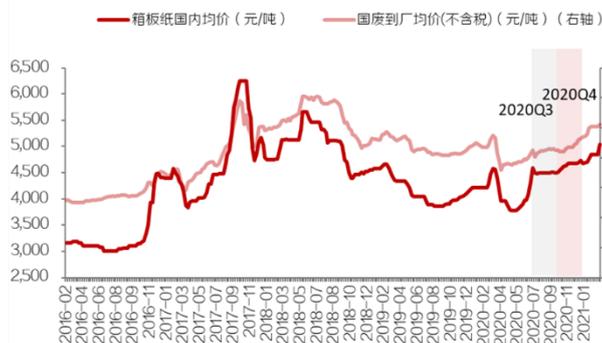
图 5：根据纸价与水浆价差测算，推测 Q4 双胶纸、铜版纸盈利环比均有提升



资料来源：卓创资讯，Wind，东方证券研究所

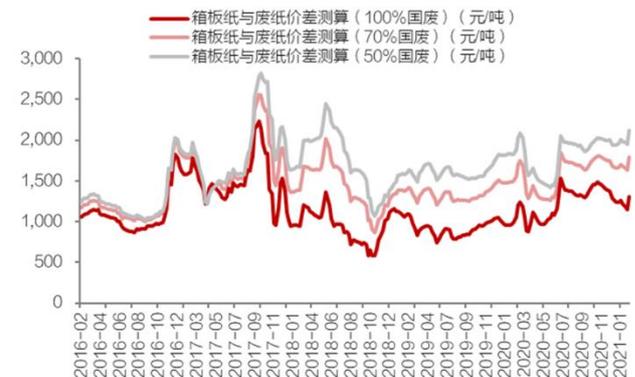
(2) 需求回暖推动箱板纸价格小幅提涨，原材料布局优化助力箱板纸吨盈利稳步扩张。 四季度传统旺季需求支撑、出口景气延续，2020 年 9 月起箱板纸价格累计提涨约 200 元/吨，2020Q4 箱板纸价格小幅环比上涨 4%；成本端，2020Q4 国废价格环比上涨 4%，考虑到公司依托于老挝废纸浆、本色针叶浆等原材料布局，国内箱板纸原材料结构中优质纤维占比已提升至 60%以上，原材料端具备成本优势的同时，高品质纤维原料将带来高档产品溢价提升，推测 2020Q4 公司箱板纸盈利亦有小幅改善。

图 6：2020Q4 箱板纸、国废价格环比均小幅上涨 4%



资料来源：卓创资讯，Wind，东方证券研究所

图 7：根据箱板纸与废纸价差测算，推测 2020Q4 箱板纸盈利环比小幅改善

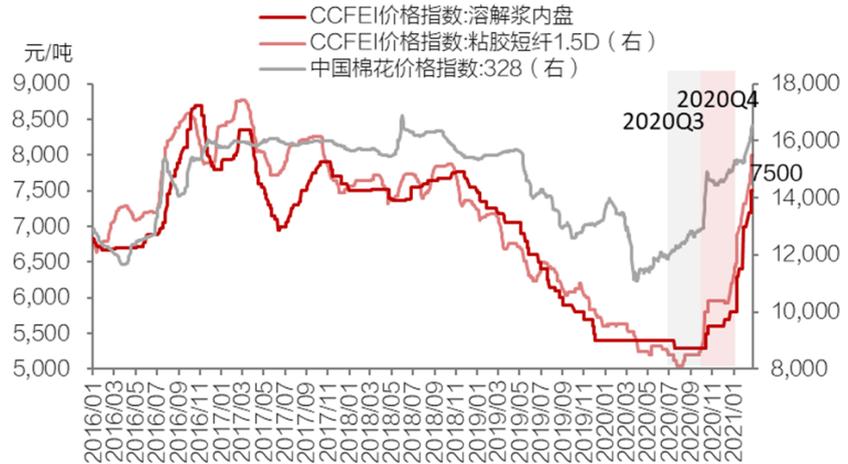


资料来源：卓创资讯，Wind，东方证券研究所

(3) 需求回暖推动四季度溶解浆价格、盈利小幅提升，但仍处于历史低位水平。 2020 年 10 月中旬起产业链下游纺织内需、出口订单均有回暖，带动溶解浆由此前的历史底部价格上涨 500 元/吨至 5800 元/吨，2020Q4 溶解浆价格环比上涨 5%，溶解浆盈利有所提升、但仍处历史低位水平。

在国内溶解浆厂普遍停产或转产的情况下，仅公司邹城 30 万吨溶解浆正常生产；与此同时，公司老挝 30 万吨溶解浆布局优于国内的成本优势亦持续凸显。

图 8：2020Q4 溶解浆内盘价小幅上涨 5%，但仍处于历史低位水平

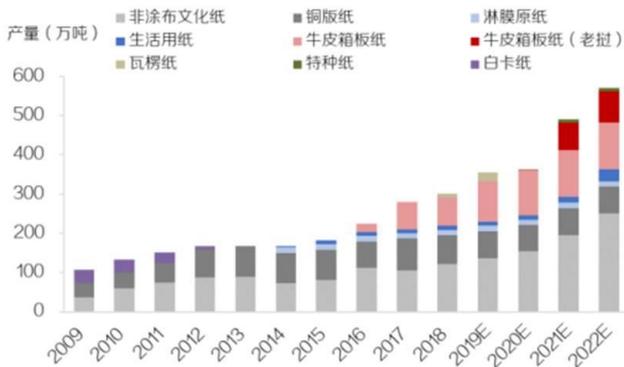


资料来源：Wind，东方证券研究所

新增产能释放叠加周期向上修复，产品价格上涨贡献充足盈利弹性

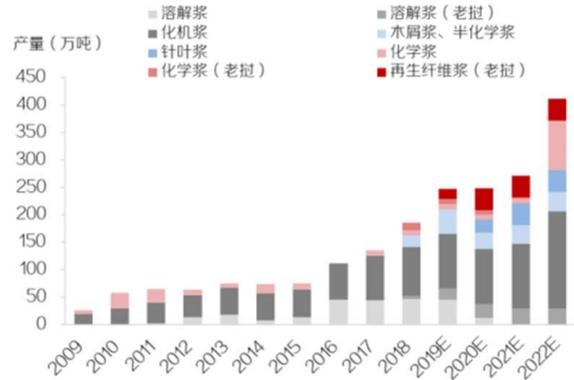
未来 1-2 年公司新增产能集中释放，带来较高成长性。公司兖州 45 万吨文化纸已于 2020 年 11 月下旬投产，老挝 80 万吨箱板纸两台纸机已分别于 2020 年 12 月、2021 年 1 月投产，广西一期项目（55 万吨文化纸、15 万吨生活用纸、80 万吨化学浆、60 万吨化机浆，以及万国太阳 90 万吨白卡纸）计划将于 2021 年下半年至 2022 年上半年陆续投产。伴随山东、老挝、广西三大基地新项目逐步释放，预计未来 2 年（2020-2022 年）公司浆纸产量年复合增速达 27%，新增产能逐步落地贡献业绩增量。

图 9：公司造纸产量规模稳步扩张，未来两年年均复合增速达 25%



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 10：公司制浆产量规模持续提升，未来两年年均复合增速达 29%



资料来源：公司公告，东方证券研究所

基本面全面向好，涨价贡献充足盈利弹性。公司三大业务（文化纸、溶解浆、箱板纸）未来 2-3 个季度基本面均积极向上，其中：

①**文化纸涨价行情延续，有望持续增厚公司业绩。**供给端，2021 年四季度前文化纸无新增产能，同时进口纸压制有望伴随海外需求恢复而缓解，供给偏紧；需求端，文化纸内生性需求相对稳定，建党百年事件性刺激有望带来党政用纸需求增长；浆价上行带来的成本推动叠加供需改善，文化纸已由前期历史底部位置累计提涨近 1000 元/吨，预计 3-4 月份或将继续提涨 500-1000 元/吨，公司对应的盈利弹性突出。

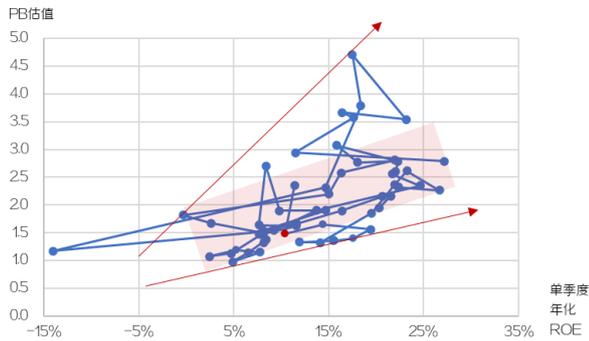
②**溶解浆底部向上反弹，公司作为全球第三大溶解浆生产商涨价弹性充足。**需求稳步回暖叠加供给偏紧，溶解浆-粘胶短纤产业链经历了过去近 2 年的低谷后于近期反弹，当前溶解浆价格由底部位置快速提涨至约 50%历史分位，后续有望为公司带来量价双升的业绩弹性。

③**箱板纸，外废停止进口逻辑有望在需求的配合下演绎。**2021 年是外废停止进口的收官之年，若国内需求持续较强，废纸缺口有望于今年显现，公司作为行业内原材料布局优势突出的箱板纸企业，吨盈利有望稳步扩张。

盈利预测与投资建议

假设主营产品价格维持目前水平（暂不考虑涨价持续带来的影响），预计公司 2020-2022 年归母净利润分别达 19.70、38.83、46.97 亿元（原预测为 19.52/27.84/35.28 亿元，主要调整了文化纸、溶解浆及木浆价格假设），对应的每股净资产分别为 6.12、7.53、9.17 元，ROE 分别达 12.9%、21.7%、21.4%。结合历史 ROE 对应的 PB 估值区间，当公司单季度年化 ROE 位于 15%以上时，与其相对应的 PB 估值中位数为 2.5 倍；考虑到需求回暖带来价格修复、盈利改善，公司估值水平亦有望随周期上行而进一步提升，给予公司 2021 年 2.9 倍 PB 估值（较中位水平溢价 15%），对应目标价格 21.84 元，维持“买入”评级。

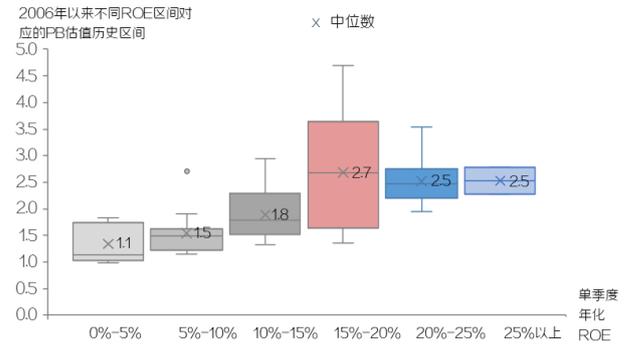
图 11：回溯公司 PB-ROE 估值历史区间，伴随 ROE 上行，公司对应的估值中枢也随之上行



注：此处 PB 估值计算公式为“季度内每日收盘价对应的市值平均值/季度期初和期末的净资产平均值”

资料来源：Wind，东方证券研究所

图 12：当公司单季度年化 ROE 高于 15%时，公司 PB 估值中枢整体在 2.5 倍以上



注：此处 PB 估值计算公式为“季度内每日收盘价对应的市值平均值/季度期初和期末的净资产平均值”；以上箱体代表 25%分位值至 75%分位值

资料来源：Wind，东方证券研究所

表 1：盈利预测变动分析表

| 核心假设及盈利预测变动分析表 | | | | | | |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 人民币百万元（标注除外） | | | | | | |
| | 2020E | 调整前 2021E | 2022E | 2020E | 调整后 2021E | 2022E |
| 核心假设 | | | | | | |
| 非涂布文化纸价格yoy | -6.81% | 3.50% | 0.80% | -6.89% | 15.12% | -3.00% |
| 变动幅度 | | | | -0.1% | 11.6% | -3.8% |
| 铜版纸价格yoy | -1.09% | 5.00% | 0.50% | -1.09% | 15.32% | -2.00% |
| 变动幅度 | | | | 0.0% | 10.3% | -2.5% |
| 溶解浆价格yoy | -19.29% | 6.08% | 0.00% | -19.29% | 36.40% | 2.25% |
| 变动幅度 | | | | 0.0% | 30.3% | 2.2% |
| 外购阔叶浆成本yoy | -27.21% | 2.78% | 3.87% | -27.28% | 22.55% | 0.91% |
| 变动幅度 | | | | -0.1% | 19.8% | -3.0% |
| 外购针叶浆成本yoy | -17.10% | 6.79% | 2.88% | -17.13% | 25.57% | 3.39% |
| 变动幅度 | | | | 0.0% | 18.8% | 0.5% |
| | | | | | | |
| 分产品盈利预测 | | | | | | |
| 非涂布文化用纸 | | | | | | |
| 销售收入 | 7,699 | 10,107 | 13,062 | 7,692 | 11,232 | 13,969 |
| 变动幅度 | | | | -0.1% | 11.1% | 6.9% |
| 毛利率 | 27.30% | 28.10% | 28.18% | 27.26% | 29.40% | 29.36% |
| 变动幅度 | | | | 0.0% | 1.3% | 1.2% |
| 铜版纸 | | | | | | |
| 销售收入 | 3,224 | 3,457 | 3,474 | 3,224 | 3,797 | 3,721 |
| 变动幅度 | | | | 0.0% | 9.8% | 7.1% |
| 毛利率 | 27.31% | 29.53% | 29.50% | 27.3% | 31.2% | 31.5% |
| 变动幅度 | | | | 0.0% | 1.6% | 2.0% |
| 生活用纸 | | | | | | |
| 销售收入 | 765 | 1,013 | 2,046 | 765 | 1,145 | 2,267 |
| 变动幅度 | | | | 0.0% | 13.0% | 10.8% |
| 毛利率 | 14.2% | 12.0% | 11.8% | 14.3% | 12.9% | 11.8% |
| 变动幅度 | | | | 0.0% | 0.9% | 0.1% |
| 淋膜原纸 | | | | | | |
| 销售收入 | 802 | 802 | 810 | 802 | 842 | 842 |
| 变动幅度 | | | | 0.0% | 5.0% | 4.0% |
| 毛利率 | 26.79% | 25.75% | 26.17% | 26.80% | 26.06% | 26.83% |
| 变动幅度 | | | | 0.0% | 0.3% | 0.7% |
| 特种纸 | | | | | | |
| 销售收入 | 33 | 399 | 399 | 33 | 399 | 399 |
| 变动幅度 | | | | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 毛利率 | 28.47% | 26.82% | 26.26% | 28.49% | 20.38% | 22.17% |
| 变动幅度 | | | | 0.0% | -6.4% | -4.1% |
| 牛皮箱板纸 | | | | | | |
| 销售收入 | 3,768 | 6,391 | 6,728 | 3,798 | 7,093 | 7,466 |
| 变动幅度 | | | | 0.8% | 11.0% | 11.0% |
| 毛利率 | 17.64% | 23.71% | 24.76% | 18.19% | 23.84% | 24.54% |
| 变动幅度 | | | | 0.6% | 0.1% | -0.2% |
| 化机浆 | | | | | | |
| 销售收入 | 1,583 | 1,803 | 3,479 | 1,583 | 1,803 | 3,479 |
| 变动幅度 | | | | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 毛利率 | 22.28% | 20.92% | 20.92% | 22.28% | 20.92% | 20.92% |
| 变动幅度 | | | | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 溶解浆 | | | | | | |
| 销售收入 | 1,750 | 1,485 | 1,485 | 1,750 | 4,773 | 5,206 |
| 变动幅度 | | | | 0.0% | 221.4% | 250.6% |
| 毛利率 | 7.52% | 24.27% | 24.27% | 7.52% | 27.11% | 26.17% |
| 变动幅度 | | | | 0.0% | 2.8% | 1.9% |
| 电及蒸汽 | | | | | | |
| 销售收入 | 806 | 806 | 806 | 806 | 806 | 806 |
| 变动幅度 | | | | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 毛利率 | 26.41% | 26.41% | 26.41% | 26.41% | 26.41% | 26.41% |
| 变动幅度 | | | | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 销售收入合计 | 20,595 | 26,428 | 32,454 | 20,618 | 32,054 | 38,320 |
| 变动幅度 | | | | 0.1% | 21.3% | 18.1% |
| 综合毛利率 | 22.92% | 25.75% | 25.49% | 23.01% | 26.68% | 26.18% |
| 变动幅度 | | | | 0.1% | 0.9% | 0.7% |

| 主要财务数据变动分析表 | | | | | | |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 人民币百万元（标注除外） | | | | | | |
| | 调整前 | | | 调整后 | | |
| | 2020E | 2021E | 2022E | 2020E | 2021E | 2022E |
| 营业收入 | 20,595 | 26,428 | 32,454 | 20,618 | 32,054 | 38,320 |
| 变动幅度 | | | | 0.1% | 21.3% | 18.1% |
| 营业利润 | 2,237 | 3,358 | 4,303 | 2,259 | 4,713 | 5,744 |
| 变动幅度 | | | | 1.0% | 40.4% | 33.5% |
| 归属母公司净利润 | 1,952 | 2,784 | 3,528 | 1,970 | 3,883 | 4,698 |
| 变动幅度 | | | | 0.9% | 39.5% | 33.1% |
| 每股收益（元） | 0.75 | 1.06 | 1.35 | 0.75 | 1.48 | 1.79 |
| 变动幅度 | | | | 0.6% | 39.1% | 32.8% |
| 毛利率(%) | 22.92% | 25.75% | 25.49% | 23.01% | 26.68% | 26.18% |
| 变动幅度 | | | | 0.1% | 0.9% | 0.7% |
| 净利率(%) | 9.48% | 10.53% | 10.87% | 9.56% | 12.11% | 12.26% |
| 变动幅度 | | | | 0.1% | 1.6% | 1.4% |

资料来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

- **宏观经济增速放缓、终端需求下滑幅度超预期的风险：**若欧美或国内宏观经济增速发生较大波动，则木浆需求将受到较大影响，木浆价格具备下跌风险；若终端需求下滑幅度超预期，则成品纸价也将存在下跌风险，造纸企业盈利存在大幅波动的风险。
- **公司海外项目推进不达预期的风险：**海外投资项目面临的国际环境复杂多变，存在海外政治、文化等方面的不确定性，若公司新建项目推进不达预期，公司盈利提升将受限，或将面临盈利不达预期的风险。

附表：财务报表预测与比率分析

| 资产负债表 | | | | | | 利润表 | | | | | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 单位:百万元 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 货币资金 | 1,971 | 2,535 | 2,296 | 3,570 | 4,268 | 营业收入 | 21,768 | 22,763 | 20,617 | 32,052 | 38,318 |
| 应收票据及应收账款 | 5,253 | 1,941 | 1,758 | 2,732 | 3,267 | 营业成本 | 16,663 | 17,631 | 15,874 | 23,503 | 28,287 |
| 预付账款 | 731 | 418 | 378 | 588 | 703 | 营业税金及附加 | 138 | 114 | 103 | 161 | 192 |
| 存货 | 2,168 | 2,456 | 2,211 | 3,274 | 3,940 | 营业费用 | 750 | 942 | 879 | 1,386 | 1,587 |
| 其他 | 659 | 3,883 | 3,860 | 3,948 | 3,995 | 管理费用及研发费用 | 824 | 976 | 890 | 1,311 | 1,587 |
| 流动资产合计 | 10,783 | 11,233 | 10,504 | 14,112 | 16,174 | 财务费用 | 720 | 573 | 687 | 898 | 897 |
| 长期股权投资 | 137 | 155 | 177 | 199 | 221 | 资产减值损失 | 10 | 71 | (26) | 129 | 73 |
| 固定资产 | 16,618 | 16,696 | 23,297 | 26,546 | 27,197 | 公允价值变动收益 | 12 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| 在建工程 | 637 | 2,542 | 3,446 | 6,286 | 5,139 | 投资净收益 | 6 | 22 | 22 | 22 | 22 |
| 无形资产 | 860 | 862 | 934 | 1,014 | 1,105 | 其他 | 10 | 18 | 20 | 20 | 20 |
| 其他 | 489 | 807 | 77 | 73 | 73 | 营业利润 | 2,692 | 2,503 | 2,258 | 4,712 | 5,743 |
| 非流动资产合计 | 18,740 | 21,062 | 27,931 | 34,119 | 33,734 | 营业外收入 | 37 | 93 | 93 | 93 | 93 |
| 资产总计 | 29,523 | 32,295 | 38,434 | 48,231 | 49,908 | 营业外支出 | 9 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 短期借款 | 5,216 | 8,936 | 13,311 | 16,824 | 13,622 | 利润总额 | 2,720 | 2,594 | 2,349 | 4,803 | 5,834 |
| 应付票据及应付账款 | 5,520 | 2,635 | 2,373 | 3,513 | 4,228 | 所得税 | 477 | 396 | 358 | 900 | 1,116 |
| 其他 | 3,227 | 2,675 | 2,529 | 3,309 | 3,736 | 净利润 | 2,242 | 2,198 | 1,990 | 3,903 | 4,718 |
| 流动负债合计 | 13,963 | 14,246 | 18,213 | 23,645 | 21,586 | 少数股东损益 | 5 | 19 | 20 | 20 | 20 |
| 长期借款 | 1,794 | 1,653 | 2,987 | 3,645 | 3,052 | 归属于母公司净利润 | 2,238 | 2,178 | 1,970 | 3,883 | 4,697 |
| 应付债券 | 985 | 1,038 | 1,038 | 1,038 | 1,038 | 每股收益(元) | 0.85 | 0.83 | 0.75 | 1.48 | 1.79 |
| 其他 | 153 | 659 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 非流动负债合计 | 2,931 | 3,349 | 4,025 | 4,683 | 4,090 | 主要财务比率 | | | | | |
| 负债合计 | 16,895 | 17,595 | 22,238 | 28,328 | 25,676 | | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 少数股东权益 | 56 | 108 | 129 | 149 | 170 | 成长能力 | | | | | |
| 股本 | 2,592 | 2,591 | 2,625 | 2,625 | 2,625 | 营业收入 | 15.2% | 4.6% | -9.4% | 55.5% | 19.5% |
| 资本公积 | 1,540 | 1,570 | 1,570 | 1,570 | 1,570 | 营业利润 | -8.8% | -7.0% | -9.8% | 108.7% | 21.9% |
| 留存收益 | 8,050 | 9,969 | 11,681 | 15,366 | 19,675 | 归属于母公司净利润 | 10.5% | -2.7% | -9.5% | 97.1% | 21.0% |
| 其他 | 376 | 461 | 193 | 193 | 193 | 获利能力 | | | | | |
| 股东权益合计 | 12,614 | 14,700 | 16,197 | 19,903 | 24,232 | 毛利率 | 23.5% | 22.5% | 23.0% | 26.7% | 26.2% |
| 负债和股东权益总计 | 29,508 | 32,295 | 38,434 | 48,231 | 49,908 | 净利率 | 10.3% | 9.6% | 9.6% | 12.1% | 12.3% |
| | | | | | | ROE | 19.6% | 16.0% | 12.9% | 21.7% | 21.4% |
| | | | | | | ROIC | 13.0% | 10.5% | 8.1% | 11.9% | 12.6% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 | 57.2% | 54.5% | 57.9% | 58.7% | 51.4% |
| | | | | | | 净负债率 | 61.4% | 67.7% | 98.2% | 94.5% | 59.1% |
| | | | | | | 流动比率 | 0.77 | 0.79 | 0.58 | 0.60 | 0.75 |
| | | | | | | 速动比率 | 0.61 | 0.61 | 0.45 | 0.45 | 0.56 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 12.8 | 13.6 | 12.5 | 16.0 | 14.3 |
| | | | | | | 存货周转率 | 8.9 | 7.5 | 6.6 | 8.3 | 7.6 |
| | | | | | | 总资产周转率 | 0.8 | 0.7 | 0.6 | 0.7 | 0.8 |
| | | | | | | 每股指标(元) | | | | | |
| | | | | | | 每股收益 | 0.85 | 0.83 | 0.75 | 1.48 | 1.79 |
| | | | | | | 每股经营现金流 | 1.73 | 1.81 | 1.77 | 2.47 | 2.98 |
| | | | | | | 每股净资产 | 4.78 | 5.56 | 6.12 | 7.53 | 9.17 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | 市盈率 | 20.7 | 21.3 | 23.5 | 11.9 | 9.9 |
| | | | | | | 市净率 | 3.7 | 3.2 | 2.9 | 2.3 | 1.9 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 11.7 | 13.0 | 12.3 | 7.3 | 6.2 |
| | | | | | | EV/EBIT | 16.5 | 18.3 | 19.1 | 10.0 | 8.5 |

资料来源：东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有太阳纸业(002078，买入) 股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn