

# 业绩符合预期, Q4 盈利稳中向上, 全品类龙头 奠定核心竞争力

—— 2020 年年度报告点评

公司点评

## ● 事件: 公司公布 2020 年年度报告

2020 年营收 215.89 亿元(-5.16%), 归母净利润 19.53 亿元(-10.33%); 其中 2020Q4 营收 59.50 亿元(-6.47%), 归母净利润 5.71 亿元(-17.62%), 业绩环比增长 28.09%。

## ● 盈利稳中向上, 成本红利持续兑现

2020 年, 公司毛利率 19.44%, 净利率 9.12%, 同比分别减少 3.10pct、0.53pct。分品类看, 文化纸、铜版纸、牛皮箱板纸收入分别为 72.09 亿元、35.09 亿元、41.72 亿元, 同比增速-2.39%、+1.34%、+24.06%。公司四季度盈利加速改善, 主要是文化纸小幅提价与溶解浆景气修复; 展望上半年浆价高位震荡, 公司自供浆比例高达 70%, 成本红利持续兑现, 叠加文化纸价格上行, 公司盈利弹性将加速释放。

## ● 整体费用率保持平稳, 成本管控能力良好

公司期间三项费用率为 5.97%, 同比减少 3.17pct; 其中销售/管理/财务费用率分别为 0.48%/3.02%/2.47%, 同比变化-3.66/+0.54/-0.05pct。由于执行新收入准则, 将运费调整至营业成本, 含运费后销售费用率为 4.49%, 同比微增 0.35pct。

## ● 林浆纸一体化支撑中长期业绩增长, 全品类纸品布局平滑周期

公司在建产能稳步推进, 山东本部及老挝的六台纸机陆续投产, 新增产能近 140 万吨, 形成国内外协同全覆盖。随着广西北海一期项目在 2021 年下半年至 2022 年上半年陆续投产, 三大项目稳步推进, 林浆纸一体化助力中长期业绩增长。此外, 公司围绕造纸产业链进行多元纸品布局, 产品结构日趋合理, 淡化周期波动。

## ● 溶解浆市场景气度不减, 国内最大供应商盈利持续改善

国内溶解浆市场景气持续恢复, 据卓创资讯数据显示, 4 月 19 日国内市场溶解浆价格已上涨至 8600-9000 元/吨, 较 2021Q1 末继续增长 25% 左右, 预计公司在 2020Q4 溶解浆业务实现微利下, 未来盈利性将持续增强。

## ● 财务预测预估值

预计 2021-2023 年归母净利润分别为 39.20 亿元/41.77 亿元/47.90 亿元, EPS 分别为 1.49 元/1.59 元/1.82 元, 对应 PE 为 10.0X/9.4X/8.2X, 维持“强烈推荐”评级。

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

## 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	22,763	21,589	30,656	36,174	42,324
增长率(%)	4.6	-5.2	42.0	18.0	17.0
净利润(百万元)	2,178	1,953	3,920	4,177	4,790
增长率(%)	-2.7	-10.3	100.7	6.6	14.7
毛利率(%)	22.5	19.4	26.0	24.0	23.0
净利率(%)	9.6	9.0	12.8	11.5	11.3
ROE(%)	14.9	12.1	20.1	17.6	16.7
EPS(摊薄/元)	0.83	0.74	1.49	1.59	1.82
P/E(倍)	18.0	20.1	10.0	9.4	8.2
P/B(倍)	2.7	2.5	2.0	1.6	1.4

## 强烈推荐 (维持评级)

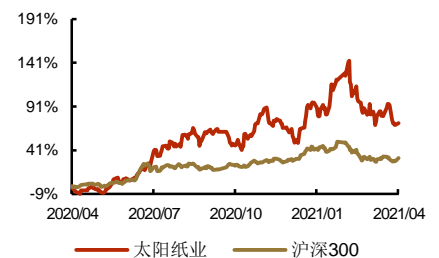
### 赵汐雯 (分析师)

zhaoxiwen@xsdzq.cn

证书编号: S0280520020001

市场数据	时间 2021.04.19
收盘价(元):	14.97
一年最低/最高(元):	7.82/21.75
总股本(亿股):	26.25
总市值(亿元):	392.91
流通股本(亿股):	26.13
流通市值(亿元):	391.12
近 3 月换手率:	72.83%

## 股价一年走势



## 相关报告

《业绩符合预期, 造纸景气度上行, 看好全年增长弹性》2021-02-28

《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**

<b>资产负债表(百万元)</b>						<b>利润表(百万元)</b>					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>11233</b>	<b>10001</b>	<b>14164</b>	<b>12233</b>	<b>17742</b>	<b>营业收入</b>	<b>22763</b>	<b>21589</b>	<b>30656</b>	<b>36174</b>	<b>42324</b>
现金	2535	2970	2379	2807	3284	营业成本	17631	17392	22685	27492	32589
应收票据及应收账款合计	1941	1660	4630	2317	5445	营业税金及附加	114	106	150	207	228
其他应收款	174	76	279	140	350	营业费用	942	103	952	1062	1194
预付账款	418	346	739	541	956	管理费用	564	653	872	1011	1159
存货	2456	2897	4085	4376	5654	研发费用	412	411	303	429	602
其他流动资产	3709	2053	2053	2053	2053	财务费用	573	533	714	748	719
<b>非流动资产</b>	<b>21062</b>	<b>25866</b>	<b>32405</b>	<b>35388</b>	<b>38768</b>	资产减值损失	-69	-59	0	0	0
长期投资	155	204	273	342	413	公允价值变动收益	8	-18	-2	-3	-1
固定资产	16696	20954	26918	29727	32899	其他收益	28	31	17	20	22
无形资产	862	1023	1095	1179	1261	投资净收益	22	17	14	12	14
其他非流动资产	3349	3684	4119	4140	4195	<b>营业利润</b>	<b>2503</b>	<b>2322</b>	<b>5006</b>	<b>5253</b>	<b>5863</b>
<b>资产总计</b>	<b>32295</b>	<b>35866</b>	<b>46570</b>	<b>47621</b>	<b>56510</b>	营业外收入	93	66	48	53	60
<b>流动负债</b>	<b>14246</b>	<b>14402</b>	<b>20895</b>	<b>18462</b>	<b>23386</b>	营业外支出	3	9	14	15	10
短期借款	8936	7764	10171	9763	10537	<b>利润总额</b>	<b>2594</b>	<b>2378</b>	<b>5040</b>	<b>5291</b>	<b>5913</b>
应付票据及应付账款合计	2635	2881	5849	4685	7212	所得税	396	410	952	976	1034
其他流动负债	2675	3756	4875	4014	5637	<b>净利润</b>	<b>2198</b>	<b>1968</b>	<b>4088</b>	<b>4316</b>	<b>4879</b>
<b>非流动负债</b>	<b>3349</b>	<b>5226</b>	<b>5347</b>	<b>4701</b>	<b>3980</b>	少数股东损益	19	15	169	138	89
长期借款	2690	4039	4161	3514	2793	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2178</b>	<b>1953</b>	<b>3920</b>	<b>4177</b>	<b>4790</b>
其他非流动负债	659	1187	1187	1187	1187	EBITDA	4690	4462	7360	8097	9058
<b>负债合计</b>	<b>17595</b>	<b>19628</b>	<b>26243</b>	<b>23163</b>	<b>27366</b>	EPS(元)	0.83	0.74	1.49	1.59	1.82
少数股东权益	108	127	296	434	523						
股本	2591	2625	2625	2625	2625						
资本公积	1570	1851	1851	1851	1851						
留存收益	9969	11663	15357	19276	23742						
归属母公司股东权益	14591	16112	20031	24025	28621						
<b>负债和股东权益</b>	<b>32295</b>	<b>35866</b>	<b>46570</b>	<b>47621</b>	<b>56510</b>						

<b>现金流量表(百万元)</b>						<b>主要财务比率</b>					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>4686</b>	<b>6616</b>	<b>6213</b>	<b>7444</b>	<b>7120</b>	<b>成长能力</b>					
净利润	2198	1968	4088	4316	4879	营业收入(%)	4.6	-5.2	42.0	18.0	17.0
折旧摊销	1453	1435	1721	2153	2517	营业利润(%)	-7.0	-7.2	115.6	4.9	11.6
财务费用	573	533	714	748	719	归属于母公司净利润(%)	-2.7	-10.3	100.7	6.6	14.7
投资损失	-22	-17	-14	-12	-14	<b>获利能力</b>					
营运资金变动	523	2655	-300	236	-986	毛利率(%)	22.5	19.4	26.0	24.0	23.0
其他经营现金流	-40	41	3	4	5	净利率(%)	9.6	9.0	12.8	11.5	11.3
<b>投资活动现金流</b>	<b>-4112</b>	<b>-6261</b>	<b>-8250</b>	<b>-5128</b>	<b>-5887</b>	ROE(%)	14.9	12.1	20.1	17.6	16.7
资本支出	4091	6309	6471	2913	3309	ROIC(%)	11.2	9.5	13.9	13.7	13.6
长期投资	0	-18	-69	-71	-71	<b>偿债能力</b>					
其他投资现金流	-20	29	-1848	-2285	-2649	资产负债率(%)	54.5	54.7	56.4	48.6	48.4
<b>筹资活动现金流</b>	<b>80</b>	<b>-387</b>	<b>-961</b>	<b>-1480</b>	<b>-1530</b>	净负债比率(%)	72.2	70.4	69.7	52.3	42.8
短期借款	3720	-1172	0	0	0	流动比率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.8
长期借款	-88	1349	121	-647	-721	速动比率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
普通股增加	-0	33	0	0	0	<b>营运能力</b>					
资本公积增加	29	282	0	0	0	总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.8	0.8
其他筹资现金流	-3581	-879	-1082	-833	-809	应收账款周转率	6.3	12.0	0.0	0.0	0.0
<b>现金净增加额</b>	<b>657</b>	<b>-31</b>	<b>-2998</b>	<b>836</b>	<b>-297</b>	应付账款周转率	4.3	6.3	0.0	0.0	0.0

<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.83	0.74	1.49	1.59	1.82
每股经营现金流(最新摊薄)	0.66	2.42	2.37	2.84	2.71
每股净资产(最新摊薄)	5.46	6.07	7.56	9.08	10.83

<b>估值比率</b>					
P/E	18.0	20.1	10.0	9.4	8.2
P/B	2.7	2.5	2.0	1.6	1.4
EV/EBITDA	10.7	11.4	7.3	6.5	5.8

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>梁爽</b> 销售总监 固话：010-69004647 邮箱：liangshuang@xsdzq.cn
上海	<b>阎喜蒙</b> 销售副总监 固话：021-68865595 转 255 邮箱：yanximeng@xsdzq.cn
广深	<b>丁培培</b> 销售经理 邮箱：dingpeipei@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/>