

20H2 箱板纸盈利显著提升，21 年主业高增长可期

事件：公司公告 2020 年年报，2020 年公司实现营业收入 215.8 亿元，同比下降 5.16%；实现归母净利润 19.53 亿元，同比下降 10.33%。

核心观点

- 2020 年年报业绩与前期业绩快报持平，下半年盈利稳步提升。2020 年度公司经审计后的归母净利润为 19.53 亿元，与前期业绩快报披露数据基本持平。全年来看，受疫情影响 2020Q2 造纸行业周期回落至底部位置，下半年以来公司业绩逐季改善，2020Q1-4 分别实现归母净利润 5.4/4.0/4.5/5.7 亿。
- 2020 年下半年箱板纸毛利率快速提升，部分抵消同期文化纸、溶解浆盈利能力的下滑。牛皮箱板纸、铜版纸、非涂布文化用纸为公司 2020H2 利润贡献的主要来源，毛利率占比分别为 31%、22%、20%。历史同一口径下，我们测算 2020H2 牛皮箱板纸毛利率显著提升，部分抵消了同期文化纸、溶解浆盈利能力的下滑。回顾三大主业，2020 年文化纸盈利呈前高后低态势，二季度受疫情重创后，逐季温和修复；需求回暖推动箱板纸价格提涨，原材料布局优化助力箱板纸吨盈利快速扩张；年内溶解浆价格、盈利整体处于历史底部位置，四季度起逐步向上修复。
- 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。2021-2022 年公司新增产能集中释放，浆纸产量年复合增速达 27%，带来较高成长性。2021 年年初以来公司主业基本面显著改善，伴随涨价持续落实，二季度利润环比预计仍有较大幅度上升空间。

财务预测与投资建议

- 中性情形下(假设 2021Q4 产品价格回落至历史中位)，预计公司 2021-2023 年归母净利润达 36.71/37.68/39.67 亿元(原预测 2021-2022 年为 38.83/46.97 亿元)，对应的每股净资产为 7.45/8.70/10.02 元，ROE 分别达 20.6%/17.8%/16.2%。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(溢价 15%)，对应目标价格 21.61 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 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					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	22,763	21,589	32,602	37,014	37,014
同比增长(%)	4.6%	-5.2%	51.0%	13.5%	0.0%
营业利润(百万元)	2,503	2,322	4,488	4,658	4,920
同比增长(%)	-7.0%	-7.2%	93.3%	3.8%	5.6%
归属母公司净利润(百万元)	2,178	1,953	3,671	3,768	3,967
同比增长(%)	-2.7%	-10.3%	88.0%	2.6%	5.3%
每股收益(元)	0.83	0.74	1.40	1.44	1.51
毛利率(%)	22.5%	19.4%	22.3%	21.0%	21.3%
净利率(%)	9.6%	9.0%	11.3%	10.2%	10.7%
净资产收益率(%)	16.0%	12.7%	20.6%	17.8%	16.2%
市盈率	18.0	20.1	10.7	10.4	9.9
市净率	2.7	2.4	2.0	1.72	1.5

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，



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月20日)	15.41 元
目标价格	21.61 元
52 周最高价/最低价	21.75/7.75 元
总股本/流通 A 股(万股)	262,468/261,267
A 股市值(百万元)	40,446
国家/地区	中国
行业	造纸轻工
报告发布日期	2021 年 04 月 21 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	3.22	-2.77	-1.4	76.99
相对表现	0.98	-3.27	1.36	57.24
沪深 300	2.24	0.5	-2.76	19.75



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

- 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 2021-03-01
- 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

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 年年报业绩符合预期，下半年盈利稳步提升	4
2020H2 牛皮箱板纸毛利率显著改善，部分抵消文化纸、溶解浆盈利下滑	4
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

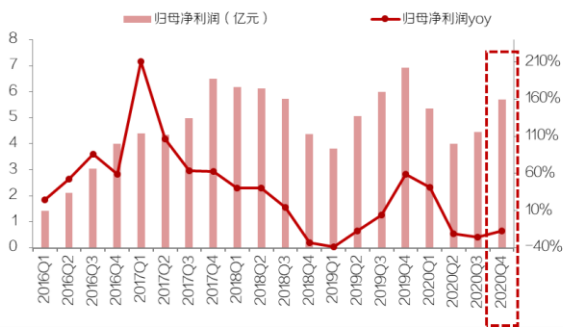
图 1: 2020 年下半年公司单季度归母净利润稳步提升	4
图 2: 2020 年下半年公司单季度盈利能力稳步改善	4
图 3: 2020 年下半年牛皮箱板纸、铜版纸、非涂布文化用纸为公司利润贡献的主要来源	5
图 4: 2020 年下半年牛皮箱板纸毛利率显著提升，部分抵消了同期文化纸、溶解浆业务盈利能力的下滑	5
图 5: 2020 年双胶纸、铜版纸市场价同比分别下跌 8%、2%；阔叶浆、针叶浆外盘价同比下跌 17%、6%	6
图 6: 根据纸价与木浆价差测算，推测 2020Q3 以来双胶纸、铜版纸盈利稳步改善	6
图 7: 2020 年箱板纸价格同比上涨 3%，国废价格同比下跌 4%	6
图 8: 根据箱板纸与废纸价差测算，推测 2020 年下半年箱板纸盈利有所改善	6
图 9: 2020 年溶解浆价格整体处于历史底部位置，四季度起逐步向上修复	7
图 10: 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 11: 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 12: 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 13: 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 年年报，2020 年公司实现营业收入 215.89 亿元，同比下降 5.16%；实现归母净利润 19.53 亿元，同比下降 10.33%；其中，单四季度公司实现营业收入 59.50 亿元，同比下降 6.47%，环比增长 14.20%；实现归母净利润 5.71 亿元，同比下降 17.62%，环比增长 28.09%。

2020 年年报业绩符合预期，下半年盈利稳步提升

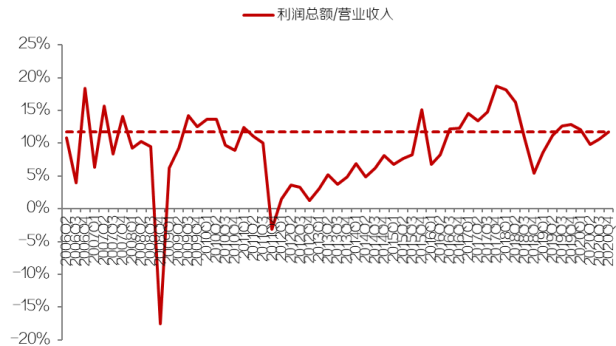
2020 年年报业绩与前期业绩快报持平，下半年盈利稳步提升。2020 年度公司经审计后的归母净利润为 19.53 亿元，与前期业绩快报披露数据基本持平。全年来看，受疫情影响 2020Q2 造纸行业周期回落至底部位置，下半年以来公司业绩逐季改善，2020Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现归母净利润 5.4/4.0/4.5/5.7 亿元。

图 1：2020 年下半年公司单季度归母净利润稳步提升



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 2：2020 年下半年公司单季度盈利能力稳步改善

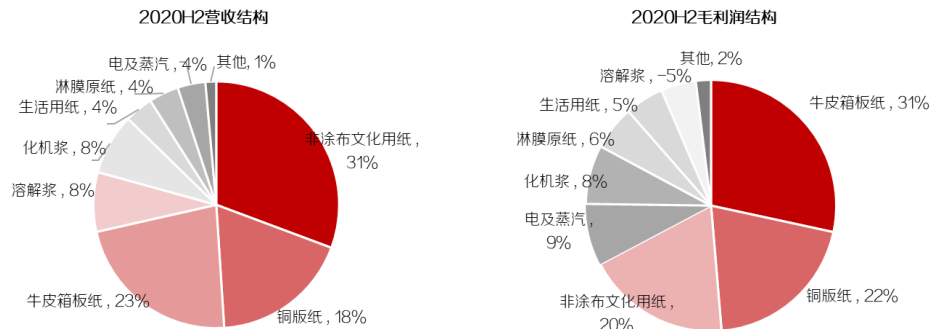


资料来源：公司公告，东方证券研究所

2020H2 牛皮箱板纸毛利率显著改善，部分抵消文化纸、溶解浆盈利下滑

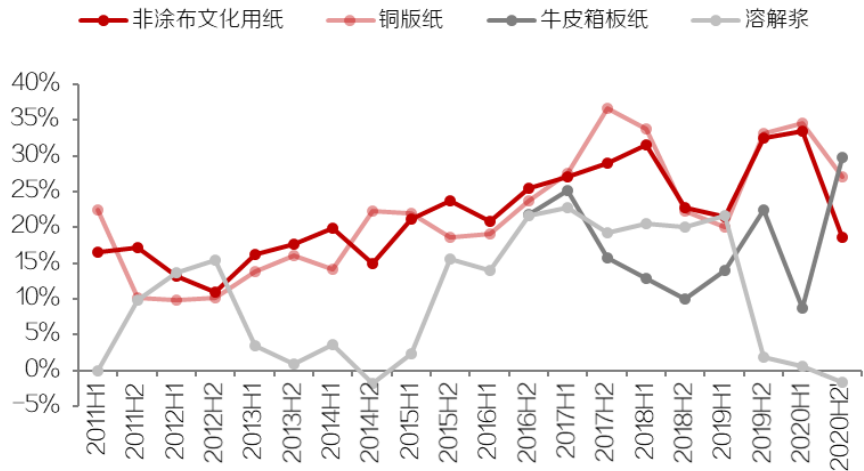
2020 年下半年箱板纸毛利率快速提升，部分抵消了同期文化纸、溶解浆盈利能力的下滑。拆分公司收入、毛利润结构，牛皮箱板纸、铜版纸、非涂布文化用纸为公司 2020 年下半年利润贡献的主要来源，2020H2 毛利润占比分别为 31%、22%、20%。考虑到 2020 年年报将运费由销售费用调整至营业成本列示（影响毛利率约 4.16 个百分点），我们测算历史同一口径下，2020 年下半年公司浆纸业务毛利率同比、环比分别小幅下滑 2.28pct、1.14pct 至 22.57%；2020H2 牛皮箱板纸毛利率显著提升，部分抵消了同期文化纸、溶解浆业务盈利能力的下滑。

图 3：2020 年下半年牛皮箱板纸、铜版纸、非涂布文化用纸为公司利润贡献的主要来源



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 4：2020 年下半年牛皮箱板纸毛利率显著提升，部分抵消了同期文化纸、溶解浆业务盈利能力的下滑

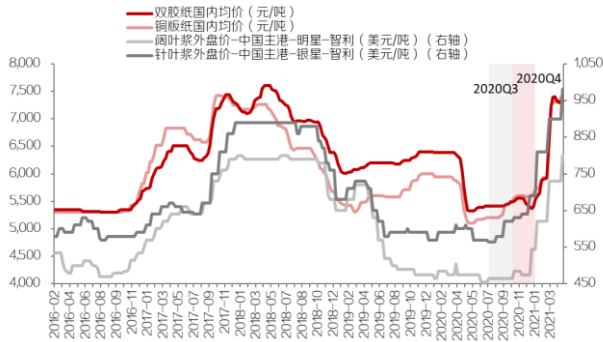


资料来源：公司公告，东方证券研究所

(1) 2020 年文化纸盈利呈前高后低态势，二季度受疫情重创后，逐季温和修复。回顾 2020 年，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，2020 年双胶纸、铜版纸市场价同比分别下跌 8%、2%；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，导致下半年双胶纸盈利弱于铜版纸。成本端，2020 年全年木浆价格整体延续历史较低水平，2020 年阔叶浆、针叶浆外盘价同比分别下跌 17%、6%；2020Q4 浆价有所提涨、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

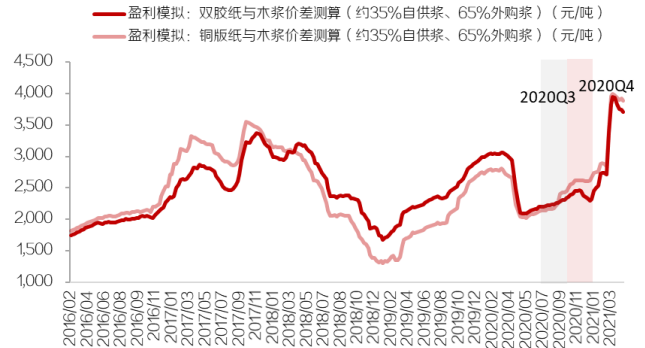
文化纸及木浆价差测算，推测 2020Q3 以来双胶纸、铜版纸盈利稳步改善，且铜版纸盈利改善幅度更为明显。

图 5：2020 年双胶纸、铜版纸市场价同比分别下跌 8%、2%；阔叶浆、针叶浆外盘价同比下跌 17%、6%



资料来源：卓创资讯，东方证券研究所

图 6：根据纸价与木浆价差测算，推测 2020Q3 以来双胶纸、铜版纸盈利稳步改善



资料来源：Wind，卓创资讯，东方证券研究所

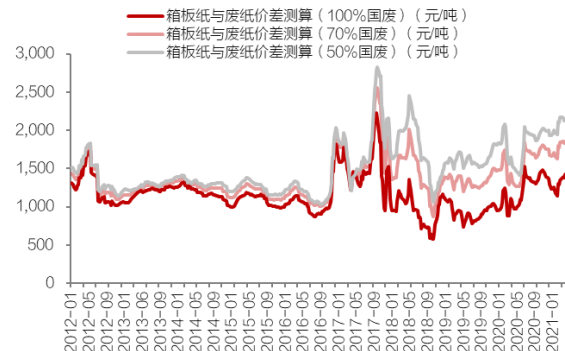
(2) 需求回暖推动箱板纸价格提涨，原材料布局优化助力箱板纸吨盈利快速扩张。伴随疫情后箱板纸下游内需、出口需求稳步修复，2020 年箱板纸市场价同比上涨约 3%；成本端，国废价格同比下跌 4%。考虑到公司依托于老挝废纸浆、本色针叶浆等原材料布局，国内箱板纸原材料结构中优质纤维占比已提升至 60%以上，产品结构相应优化升级，原材料端具备成本优势的同时，高品质纤维原料将带来高档产品溢价提升，同一口径下 2020 年下半年公司牛皮箱板纸毛利率同比、环比分别提升 7.29pct、20.99pct 至 29.71%，盈利能力显著提升至行业领先水平。

图 7：2020 年箱板纸价格同比上涨 3%，国废价格同比下跌 4%



资料来源：卓创资讯，东方证券研究所

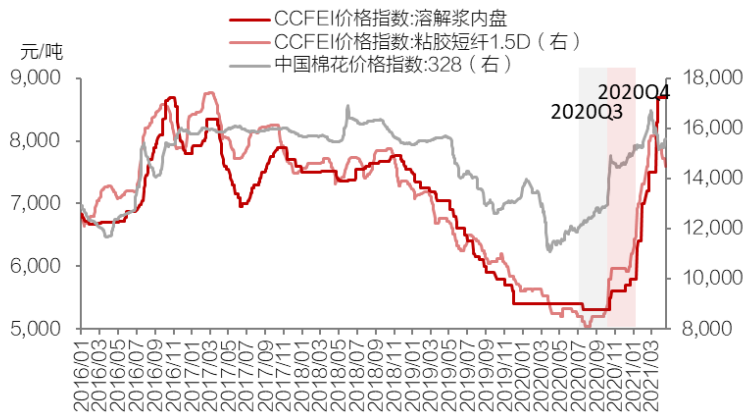
图 8：根据箱板纸与废纸价差测算，推测 2020 年下半年箱板纸盈利有所改善



资料来源：Wind，卓创资讯，东方证券研究所

(3) 2020 年溶解浆价格、盈利整体处于历史底部位置，四季度起逐步向上修复。2020 年前三季度，溶解浆价格、盈利均处于历史底部位置；10 月中旬起产业链下游纺织服装内需、出口订单均有回暖，带动溶解浆由此前的历史底部价格小幅上涨、盈利有所提升，但仍处历史低位水平。2020 年溶解浆内盘价同比下跌 16%，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 9：2020 年溶解浆价格整体处于历史底部位置，四季度起逐步向上修复

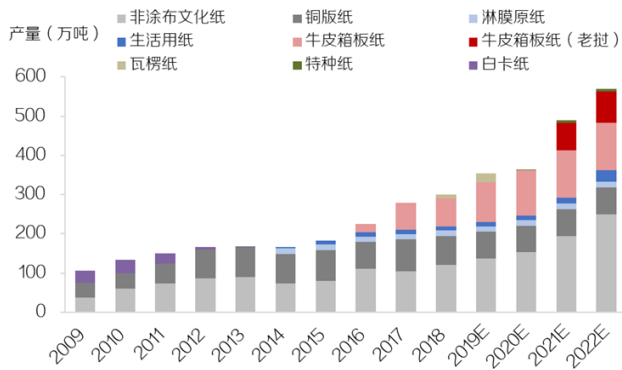


资料来源：wind，东方证券研究所

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

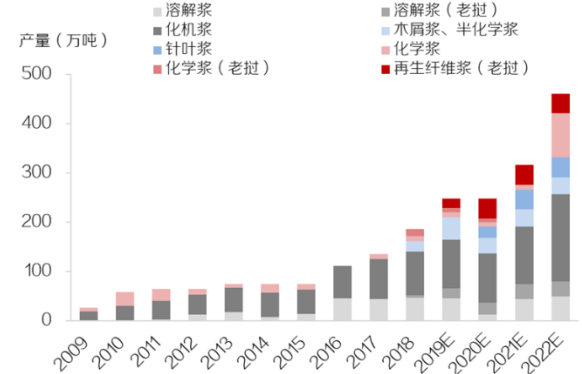
2021-2022 年公司新增产能集中释放，带来较高成长性。公司兖州 45 万吨文化纸已于 2020 年 11 月下旬投产，老挝 80 万吨箱板纸两台纸机已分别于 2020 年 12 月、2021 年 1 月投产，广西一期项目（55 万吨文化纸、15 万吨生活用纸、80 万吨化学浆、20 万吨化机浆，以及万国太阳 90 万吨白卡纸）计划将于 2021 年下半年至 2022 年上半年陆续投产。伴随山东、老挝、广西三大基地新项目逐步释放，预计未来 2 年（2020-2022 年）公司浆纸产量年复合增速达 27%，新增产能逐步落地贡献业绩增量。

图 10：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 11：公司制浆产量规模持续提升，未来两年年均复合增速达 28%



资料来源：公司公告，东方证券研究所

2021 年年初以来公司主业基本面显著改善，伴随涨价持续落实，二季度利润环比预计仍有较大幅度上升空间。

①**文化纸前三季度高景气无虞，盈利弹性突出。**供给端，2021 年四季度前文化纸无新增产能，同时进口纸压制正伴随海外需求恢复而逐步缓解，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 5% 以上；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 1900 元/吨至当前历史约 80-90% 分位，高景气支撑下公司对应的盈利弹性突出。

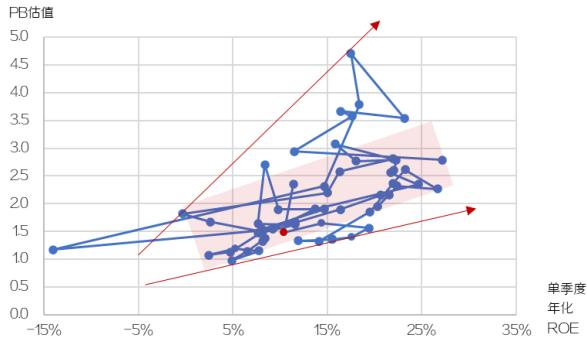
②**溶解浆价格延续历史高位水平，公司作为全球第三大溶解浆生产商涨价弹性充足。**需求稳步回暖叠加供给偏紧，溶解浆价格走势与纸浆价格较为一致，自 2020 年四季度由底部位置快速提涨至约历史高位水平，后续有望为公司带来量价双升的业绩弹性。

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

按中性情形进行盈利预测（假设 2021 年四季度主营产品价格回落至历史中位水平），预计公司 2020-2022 年归母净利润分别达 36.71/37.68/39.67 亿元（原预测 2021-2022 年为 38.83/46.97 亿元，主要调整了文化纸、溶解浆价格假设），对应的每股净资产分别为 7.45、8.70、10.02 元，ROE 分别达 20.6%/17.8%/16.2%。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 21.61 元，维持“买入”评级。

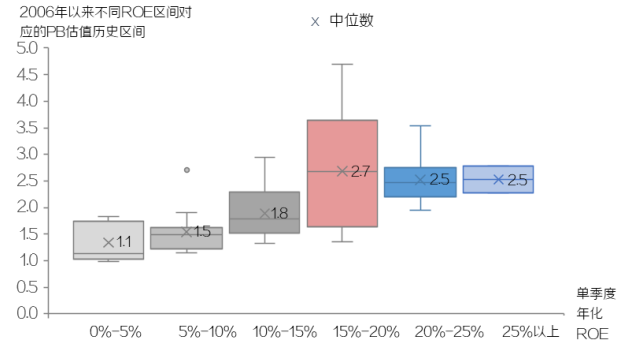
图 12: 回溯公司 PB-ROE 估值历史区间, 伴随 ROE 上行, 公司对应的估值中枢也随之上行



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 13: 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）	调整前			调整后		
	2020E	2021E	2022E	2021E	2022E	2023E
核心假设						
非涂布文化纸价格yoy	-6.89%	15.12%	-3.00%	16.59%	-0.50%	0.00%
变动幅度				1.5%	2.5%	
铜版纸价格yoy	-1.09%	15.32%	-2.00%	7.40%	-0.61%	0.00%
变动幅度				-7.9%	1.4%	
溶解浆价格yoy	-19.29%	36.40%	2.25%	41.45%	-10.76%	0.00%
变动幅度				5.1%	-13.0%	
外购阔叶浆成本yoy	-27.28%	22.55%	0.91%	29.04%	7.28%	-2.33%
变动幅度				6.5%	6.4%	
外购针叶浆成本yoy	-17.13%	25.57%	3.39%	31.66%	9.22%	-1.48%
变动幅度				6.1%	5.8%	
分产品盈利预测						
非涂布文化用纸						
销售收入	7,692	11,232	13,969	10,660	13,600	13,600
变动幅度				-5.1%	-2.6%	
毛利率	27.26%	29.40%	29.36%	23.82%	24.91%	25.43%
变动幅度				-5.6%	-4.5%	
铜版纸						
销售收入	3,224	3,797	3,721	3,849	3,826	3,826
变动幅度				1.4%	2.8%	
毛利率	27.33%	31.15%	31.45%	23.3%	24.0%	24.4%
变动幅度				-7.8%	-7.5%	
生活用纸						
销售收入	765	1,145	2,267	1,145	2,269	2,269
变动幅度				0.1%	0.1%	
毛利率	14.3%	12.9%	11.8%	15.5%	10.6%	12.0%
变动幅度				2.6%	-1.2%	
淋膜原纸						
销售收入	802	842	842	867	867	867
变动幅度				3.0%	3.0%	
毛利率	26.80%	26.06%	26.83%	25.15%	25.34%	25.62%
变动幅度				-0.9%	-1.5%	
特种纸						
销售收入	33	399	399	410	410	410
变动幅度				3.0%	3.0%	
毛利率	28.49%	20.38%	22.17%	20.61%	21.37%	21.92%
变动幅度				0.2%	-0.8%	
牛皮箱板纸						
销售收入	3,798	7,093	7,466	7,411	7,684	7,684
变动幅度				4.5%	2.9%	
毛利率	18.19%	23.84%	24.54%	20.70%	20.37%	20.37%
变动幅度				-3.1%	-4.2%	
化机浆						
销售收入	1,583	1,803	3,479	2,035	2,382	2,382
变动幅度				12.9%	-31.5%	
毛利率	22.28%	20.92%	20.92%	19.54%	19.54%	19.54%
变动幅度				-1.4%	-1.4%	
溶解浆						
销售收入	1,750	4,773	5,206	5,135	4,888	4,888
变动幅度				7.6%	-6.1%	
毛利率	7.52%	27.11%	26.17%	21.81%	11.75%	11.75%
变动幅度				-5.3%	-14.4%	
电及蒸汽						
销售收入	806	806	806	795	795	795
变动幅度				-1.3%	-1.3%	
毛利率	26.41%	26.41%	26.41%	30.99%	30.99%	30.99%
变动幅度				4.6%	4.6%	
销售收入合计	20,618	32,054	38,320	32,602	37,014	37,014
变动幅度				1.7%	-3.4%	
综合毛利率	23.01%	26.68%	26.18%	22.30%	20.96%	21.29%
变动幅度				-4.4%	-5.2%	

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申明。

主要财务数据变动分析表						
人民币百万元（标注除外）						
	2020E	调整前		调整后		
	2020E	2021E	2022E	2021E	2022E	2023E
营业收入	20,618	32,054	38,320	32,602	37,014	37,014
变动幅度				1.7%	-3.4%	
营业利润	2,259	4,713	5,744	4,488	4,658	4,920
变动幅度				-4.8%	-18.9%	
归属母公司净利润	1,970	3,883	4,698	3,671	3,768	3,967
变动幅度				-5.5%	-19.8%	
每股收益（元）	0.75	1.48	1.79	1.40	1.44	1.51
变动幅度				-5.5%	-19.8%	
毛利率(%)	23.01%	26.68%	26.18%	22.30%	20.96%	21.29%
变动幅度				-4.4%	-5.2%	
净利率(%)	9.56%	12.11%	12.26%	11.26%	10.18%	10.72%
变动幅度				-0.9%	-2.1%	

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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,535	2,970	5,734	9,013	12,441	营业收入	22,763	21,589	32,602	37,014	37,014
应收票据及应收账款	5,140	3,249	4,906	5,570	5,570	营业成本	17,631	17,392	25,331	29,256	29,135
预付账款	418	346	522	593	593	营业税金及附加	114	106	164	186	186
存货	2,456	2,897	4,219	4,873	4,852	营业费用	942	103	156	177	177
其他	684	540	579	594	594	管理费用及研发费用	976	1,063	1,791	1,983	1,904
流动资产合计	11,233	10,001	15,959	20,642	24,050	财务费用	573	533	662	729	703
长期股权投资	155	204	226	248	270	资产减值损失	71	91	21	36	(0)
固定资产	16,696	20,954	23,333	22,763	25,194	公允价值变动收益	8	(18)	(18)	(18)	(18)
在建工程	2,542	2,435	3,388	3,949	1,645	投资净收益	22	17	17	17	17
无形资产	862	1,023	1,102	1,191	1,290	其他	18	23	12	12	12
其他	807	1,249	89	92	93	营业利润	2,503	2,322	4,488	4,658	4,920
非流动资产合计	21,062	25,866	28,137	28,242	28,492	营业外收入	93	66	66	66	66
资产总计	32,295	35,866	44,097	48,884	52,542	营业外支出	3	9	9	9	9
短期借款	8,936	7,764	7,764	7,764	7,764	利润总额	2,594	2,378	4,544	4,715	4,976
应付票据及应付账款	2,635	2,881	4,196	4,847	4,827	所得税	396	410	853	927	989
其他	2,675	3,756	3,740	3,934	4,011	净利润	2,198	1,968	3,691	3,788	3,987
流动负债合计	14,246	14,402	15,701	16,545	16,602	少数股东损益	19	15	20	19	20
长期借款	1,653	3,209	6,851	7,497	8,442	归属于母公司净利润	2,178	1,953	3,671	3,768	3,967
应付债券	1,038	830	830	830	0	每股收益(元)	0.83	0.74	1.40	1.44	1.51
其他	659	1,187	1,019	1,019	1,019						
非流动负债合计	3,349	5,226	8,701	9,346	9,462	主要财务比率					
负债合计	17,595	19,628	24,402	25,891	26,064		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	108	127	147	166	187	成长能力					
股本	2,591	2,625	2,625	2,625	2,625	营业收入	4.6%	-5.2%	51.0%	13.5%	0.0%
资本公积	1,570	1,851	1,851	1,851	1,851	营业利润	-7.0%	-7.2%	93.3%	3.8%	5.6%
留存收益	9,969	11,663	15,072	18,351	21,815	归属于母公司净利润	-2.7%	-10.3%	88.0%	2.6%	5.3%
其他	461	(28)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	14,700	16,239	19,695	22,993	26,478	毛利率	22.5%	19.4%	22.3%	21.0%	21.3%
负债和股东权益总计	32,295	35,866	44,097	48,884	52,542	净利率	9.6%	9.0%	11.3%	10.2%	10.7%
						ROE	16.0%	12.7%	20.6%	17.8%	16.2%
						ROIC	10.5%	8.3%	12.7%	11.2%	10.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	54.5%	54.7%	55.3%	53.0%	49.6%
净利润	2,198	1,968	3,691	3,788	3,987	净负债率	67.7%	63.1%	56.5%	36.9%	19.5%
折旧摊销	1,234	600	1,778	1,991	2,223	流动比率	0.79	0.69	1.02	1.25	1.45
财务费用	573	533	662	729	703	速动比率	0.61	0.49	0.75	0.95	1.16
投资损失	(22)	(17)	(17)	(17)	(17)	营运能力					
营运资金变动	(2,487)	2,465	(1,916)	(596)	78	应收账款周转率	13.6	12.4	14.9	13.2	12.4
其它	3,190	1,067	1,252	54	18	存货周转率	7.5	6.4	7.1	6.4	6.0
经营活动现金流	4,686	6,616	5,450	5,949	6,992	总资产周转率	0.7	0.6	0.8	0.8	0.7
资本支出	(3,193)	(4,888)	(5,190)	(2,074)	(2,451)	每股指标(元)					
长期投资	167	(47)	(22)	(22)	(22)	每股收益	0.83	0.74	1.40	1.44	1.51
其他	(1,086)	(1,326)	(191)	(1)	(1)	每股经营现金流	1.81	2.52	2.08	2.27	2.66
投资活动现金流	(4,112)	(6,261)	(5,403)	(2,097)	(2,474)	每股净资产	5.56	6.14	7.45	8.70	10.02
债权融资	(465)	2,390	3,641	646	115	估值比率					
股权融资	29	315	0	0	0	市盈率	18.0	20.1	10.7	10.4	9.9
其他	516	(3,092)	(925)	(1,218)	(1,205)	市净率	2.7	2.4	2.0	1.7	1.5
筹资活动现金流	80	(387)	2,717	(573)	(1,090)	EV/EBITDA	11.5	14.3	7.1	6.7	6.3
汇率变动影响	2	1	-0	-0	-0	EV/EBIT	16.1	17.3	9.6	9.2	8.8
现金净增加额	657	(31)	2,764	3,279	3,428						

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