

二季度业绩超预期，浆产品推动盈利环比显著改善

核心观点

事件：公司公告 2022 年中报，上半年实现营业收入 198.55 亿元，同比增长 25.56%；实现归母净利润 16.59 亿元，同比下降 25.64%。单二季度公司实现营业收入 101.88 亿元，同比、环比分别增长 24.70%、5.38%；实现归母净利润 9.84 亿元，同比下降 12.38%，环比增长 45.85%。

- **二季度业绩超预期，木浆产品贡献主要增量来源。**2022 年单二季度公司归母净利润环比增长 46%至 9.84 亿元，超出市场预期，溶解浆、化学浆等木浆产品贡献主要增量来源。2022 年二季度公司单季度年化 ROE 为 19.46%，环比提升约 5pct，其中 2022Q2 公司实现净利率 9.67%，环比提升约 3pct，盈利能力、周转效率环比均有改善，推动 ROE 环比提升至历史中位水平。
- **二季度溶解浆毛利率环比显著提升，非涂布文化纸小幅改善，铜版纸、箱板纸环比均有回落。**拆分 2022H1 收入、毛利结构，文化纸、箱板纸、溶解浆共同构成公司三大主业，2022H1 贡献毛利润比重分别达 34%、21%、17%。（1）文化纸：二季度双胶纸、铜版纸表现略有分化，2022Q2 双胶纸盈利环比小幅改善，铜版纸盈利则环比有所回落，需求疲弱导致成本传导受限。（2）牛皮箱板纸：弱需求下箱板纸价格走势低迷，吨盈利环比回落。（3）溶解浆：2022 年二季度溶解浆价格快速上行，盈利提升至历史高位水平，贡献二季度主要利润增量。
- **成本推动下纸价仍有提涨空间，公司中长期成长性充足。**下半年纸企用浆成本预计仍将维持高位，伴随 9 月文化纸下游逐步转入传统旺季，成本推动下文化纸价格仍有提涨空间，需求将构成影响成本传导能力的关键因素。展望未来，公司广西一期 167 万吨浆纸产能已于 2021 年底前陆续投产，广西北海 15 万吨生活用纸一期、山东宏河 3.4 万吨超高强度特种纸分别计划于 2022 年下半年、2023 年一季度投产，新产能释放有望为公司持续贡献增量。2022 年 3 月初公司通过 15 亿元收购开启南宁布局，拟投资 200 亿元新建 525 万吨林浆纸一体化项目，南宁基地有望进一步打开成长天花板，与山东、广西北海和老挝三大基地形成协同，未来成长性充足。

盈利预测与投资建议

- 按保守情形进行盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润分别达 28.67/30.90/34.80 亿元（此前预测为 30.13/31.40/37.40 亿元，已结合下游需求适当下调文化纸、箱板纸均价假设），对应每股净资产分别为 8.38、9.53、10.83 元，ROE 分别达 13.9%/12.8%/12.7%。结合历史 ROE 对应的 PB 估值区间，给予 2022 年目标估值 1.8 倍 PB，对应目标价格 15.08 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；公司浆纸新项目推进不达预期的风险

公司主要财务信息

| | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 21,589 | 31,997 | 37,929 | 41,266 | 44,674 |
| 同比增长(%) | -5.2% | 48.2% | 18.5% | 8.8% | 8.3% |
| 营业利润(百万元) | 2,322 | 3,399 | 3,482 | 3,758 | 4,258 |
| 同比增长(%) | -7.2% | 46.4% | 2.4% | 7.9% | 13.3% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 1,953 | 2,957 | 2,867 | 3,090 | 3,480 |
| 同比增长(%) | -10.3% | 51.4% | -3.0% | 7.8% | 12.6% |
| 每股收益(元) | 0.73 | 1.10 | 1.07 | 1.15 | 1.30 |
| 毛利率(%) | 19.4% | 17.4% | 16.2% | 15.6% | 15.9% |
| 净利率(%) | 9.0% | 9.2% | 7.6% | 7.5% | 7.8% |
| 净资产收益率(%) | 12.7% | 17.0% | 13.9% | 12.8% | 12.7% |
| 市盈率 | 16.0 | 10.6 | 10.9 | 10.1 | 9.0 |
| 市净率 | 1.9 | 1.7 | 1.4 | 1.22 | 1.1 |

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。

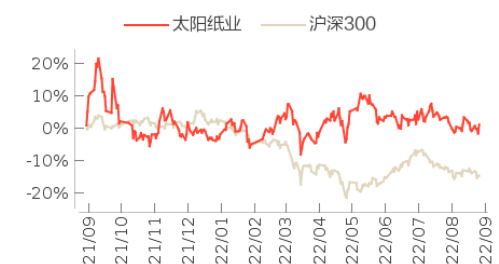
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

| | |
|-----------------|------------------|
| 股价（2022年08月26日） | 11.65 元 |
| 目标价格 | 15.08 元 |
| 52 周最高价/最低价 | 14.43/10.23 元 |
| 总股本/流通 A 股（万股） | 268,701/263,966 |
| A 股市值（百万元） | 31,304 |
| 国家/地区 | 中国 |
| 行业 | 造纸轻工 |
| 报告发布日期 | 2022 年 08 月 29 日 |

股价表现

| | 1 周 | 1 月 | 3 月 | 12 月 |
|--------|------|-------|-------|--------|
| 绝对表现 | 2.02 | -2.17 | -2.19 | 2.37 |
| 相对表现 | 0.01 | 1.35 | -2.46 | 23.01 |
| 沪深 300 | 2.01 | -3.52 | 0.27 | -20.64 |



证券分析师

| | |
|-----|---|
| 李雪君 | 021-63325888*6069 lixuejun@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020001 香港证监会牌照：BSW124 |
| 吴瑾 | 021-63325888*6088 wujin@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520080001 香港证监会牌照：BRW772 |

联系人

| | |
|-----|-------------------------------|
| 黄宗坤 | huangzongkun@orientsec.com.cn |
|-----|-------------------------------|

相关报告

| | |
|-----------------------------------|------------|
| 一季度业绩超预期，溶解浆贡献主要利润增量 | 2022-04-29 |
| 基本面底部已过，逐季修复可期 | 2022-04-17 |
| 15 亿元收购开启南宁布局，525 万吨新项目进一步打开成长天花板 | 2022-02-28 |

目录

| | |
|--|---|
| 二季度业绩超预期，木浆产品贡献主要增量来源 | 4 |
| 二季度溶解浆毛利率环比显著提升，非涂布文化纸小幅改善，铜版纸、箱板纸 环比均有回落 | 5 |
| 成本推动下纸价仍有提涨空间，公司中长期成长性充足 | 7 |
| 投资建议 | 8 |
| 风险提示 | 9 |

图表目录

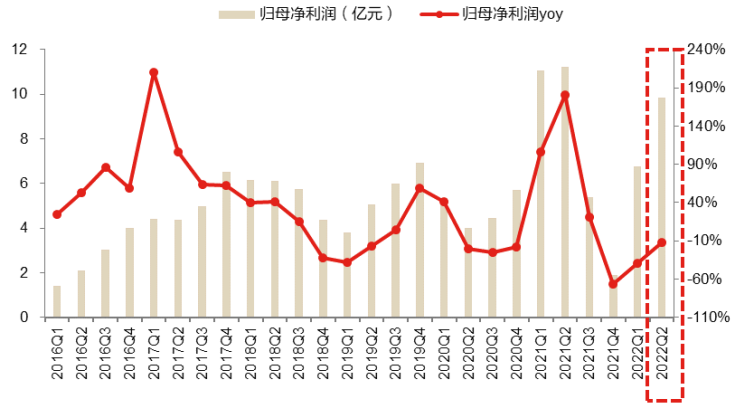
| | |
|---|---|
| 图 1: 2022Q2 公司实现归母净利润 9.84 亿元, 环比增长 46%..... | 4 |
| 图 2: 2022Q2 公司单季度年化 ROE 为 19.46%, 环比提升 5pct..... | 4 |
| 图 3: 2022Q2 盈利能力、周转效率环比均有改善, 推动 ROE 环比提升 | 4 |
| 图 4: 文化纸、箱板纸、溶解浆共同构成公司三大主业, 2022 年上半年贡献毛利润比重分别为 34%、21%、17% | 5 |
| 图 5: 2022H1 文化纸、牛皮箱板纸毛利率整体处于历史中位以下, 溶解浆毛利率仍维持历史高位水平 | 5 |
| 图 6: 2022Q2 溶解浆毛利率环比显著提升, 非涂布文化纸小幅改善, 铜版纸、箱板纸环比均有回落..... | 5 |
| 图 7: 2022Q2 双胶纸、铜版纸市场价环比分别上涨 5%、2%; 阔叶浆、针叶浆均价环比上涨 23%、16% | 6 |
| 图 8: 2022 年 2 月起双胶纸重回净出口特征, 年初以来净进口量占需求比重下滑约 15pct..... | 6 |
| 图 9: 根据纸价与水浆价差测算, 2022Q2 双胶纸盈利环比有所改善, 铜版纸环比回落..... | 6 |
| 图 10: 2022Q2 箱板纸价格环比下跌 1%, 国废、美废价格环比基本维稳 | 7 |
| 图 11: 溶解浆价格走势与纸浆价格较为一致, 2022Q2 价格环比上涨 20%至历史高位水平..... | 7 |
| 图 12: 2022Q2 越南、澳大利亚进口阔叶木片均价环比上涨 19%、3%..... | 7 |
| 图 13: 公司造纸产量规模稳步扩张, 测算 2022 年同比增速达 10% | 8 |
| 图 14: 公司制浆产量规模持续提升, 测算 2022 年同比增速达 57% | 8 |
| 图 15: 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 | 8 |
| 图 16: 当公司单季度年化 ROE 高于 10%时, 公司 PB 估值中位数在 1.8 倍以上 | 8 |

事件：公司公告 2022 年中报，上半年实现营业收入 198.55 亿元，同比增长 25.56%；实现归母净利润 16.59 亿元，同比下降 25.64%。单二季度来看，公司实现营业收入 101.88 亿元，同比、环比分别增长 24.70%、5.38%；实现归母净利润 9.84 亿元，同比下降 12.38%，环比增长 45.85%。

二季度业绩超预期，木浆产品贡献主要增量来源

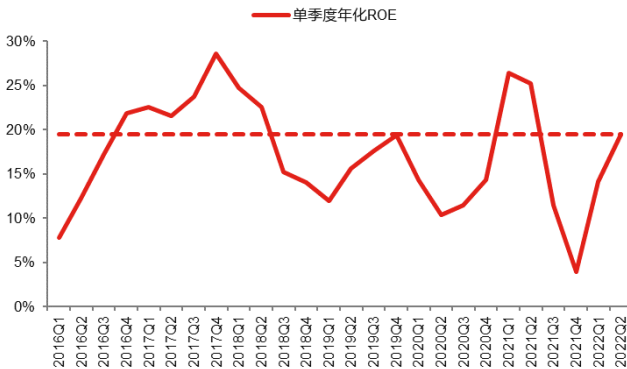
二季度业绩超预期，木浆产品贡献主要增量来源。2022 年单二季度公司归母净利润环比增长 46% 至 9.84 亿元，超出市场预期，溶解浆、化学浆等木浆产品贡献主要增量来源。2022 年二季度公司单季度年化 ROE 为 19.46%，环比提升约 5pct，其中 2022Q2 公司实现净利率 9.67%，环比提升约 3pct，盈利能力、周转效率环比均有改善，推动 ROE 环比提升至历史中位水平。

图 1：2022Q2 公司实现归母净利润 9.84 亿元，环比增长 46%



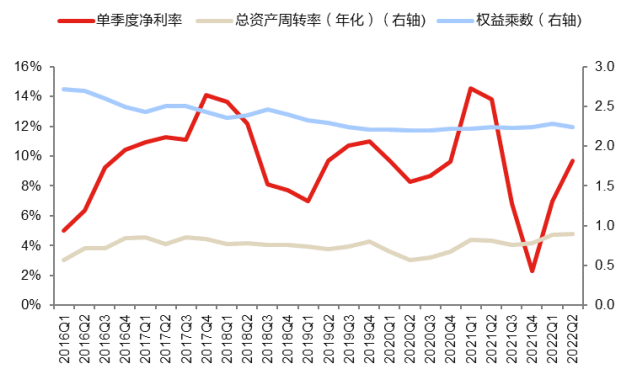
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 2：2022Q2 公司单季度年化 ROE 为 19.46%，环比提升 5pct



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 3：2022Q2 盈利能力、周转效率环比均有改善，推动 ROE 环比提升

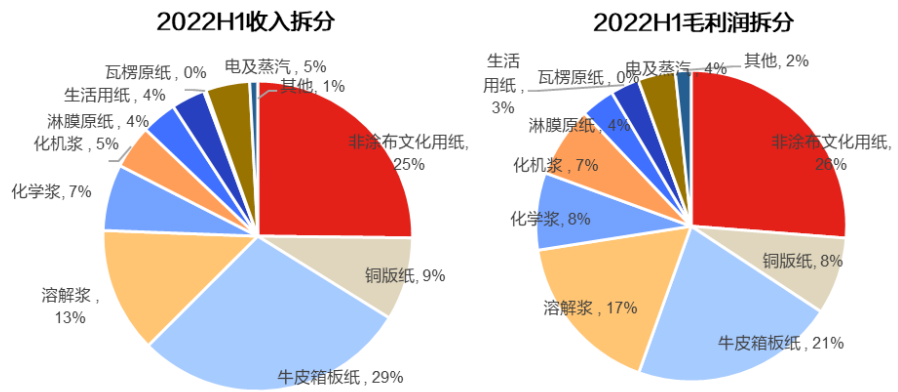


数据来源：公司公告，东方证券研究所

二季度溶解浆毛利率环比显著提升，非涂布文化纸小幅改善，铜版纸、箱板纸环比均有回落

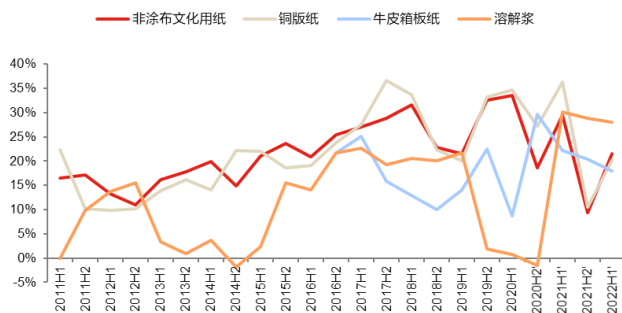
二季度溶解浆毛利率环比显著提升，非涂布文化纸小幅改善，铜版纸、箱板纸环比均有回落。拆分 2022H1 收入、毛利结构，文化纸、箱板纸、溶解浆共同构成公司三大主业，2022H1 贡献毛利润比重分别达 34%、21%、17%。其中，2022H1 公司非涂布文化纸、铜版纸分别实现毛利率 17.17%、15.29%，相较 2021H2 环比分别提升 12.07pct、9.73pct；2022H1 牛皮箱板纸实现毛利率 12.20%，环比下降 2.38pct；溶解浆实现毛利率 21.50%，环比小幅下降 0.78pct。按季度拆分，2022Q2 溶解浆环比显著提升，相较 2022Q1 提升 16pct 至 28.40%；非涂布文化用纸毛利率环比小幅改善，相较 2022Q1 提升 2.06pct 至 18.17%；铜版纸、箱板纸环比均有回落，相较 2022Q1 分别下降 3.16pct、3.04pct 至 13.58%、10.67%。

图 4：文化纸、箱板纸、溶解浆共同构成公司三大主业，2022 年上半年贡献毛利润比重分别为 34%、21%、17%



数据来源：公司公告，东方证券研究所

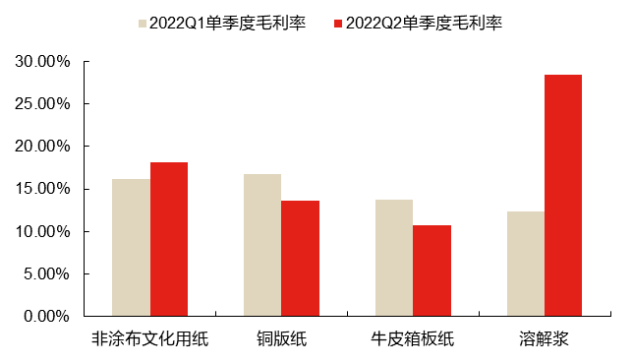
图 5：2022H1 文化纸、牛皮箱板纸毛利率整体处于历史中位以下，溶解浆毛利率仍维持历史高位水平



注：上图中 2020H2 至 2022H1 均已调整至历史同一口径，即运费按计入销售费用处理

数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 6：2022Q2 溶解浆毛利率环比显著提升，非涂布文化纸小幅改善，铜版纸、箱板纸环比均有回落



注：上图中单季度毛利率均为最新报表披露口径，即运费计入成本端

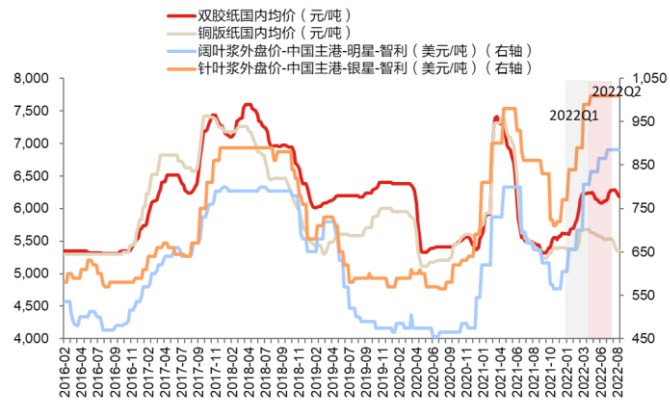
数据来源：公司公告，东方证券研究所

分业务来看：

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。

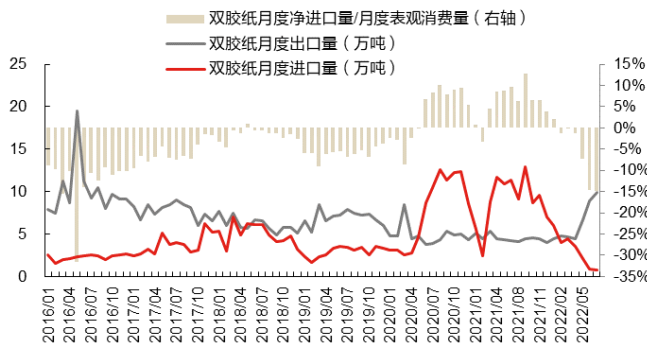
(1) 二季度双胶纸、铜版纸表现略有分化，需求为影响成本传导能力的关键因素。成本端，受海外新增产能投产时点延后、俄乌冲突背景下欧洲天然气及化工原料高企、海运运输效率下降等供给端因素推动，2022Q2 阔叶浆、针叶浆市场均价环比上涨 23%、16%至历史高位水平。收入端，受芬兰 UPM 罢工、欧洲天然气价格上涨导致海外纸价高企等因素影响，前期压制国内文化纸价格的进出口因素自 2022 年初以来显著改善，推动 3 月起文化纸价格小幅提涨，但 4-5 月后内需疲弱，因此涨幅相对有限，2022Q2 双胶纸、铜版纸市场均价环比分别上涨 5%、2%；其中，由于铜版纸下游需求与商业广告印刷等因素相关，受经济波动程度影响较双胶纸更高，因此二季度以来价格走势弱于双胶纸，当前双胶纸、铜版纸价格分别处于历史约 40%、10%的较低分位水平。根据文化纸及木浆价差测算，我们推测 2022Q2 双胶纸盈利环比小幅改善，铜版纸盈利则环比有所回落，需求疲弱导致成本传导受限。

图 7：2022Q2 双胶纸、铜版纸市场价环比分别上涨 5%、2%；阔叶浆、针叶浆均价环比上涨 23%、16%



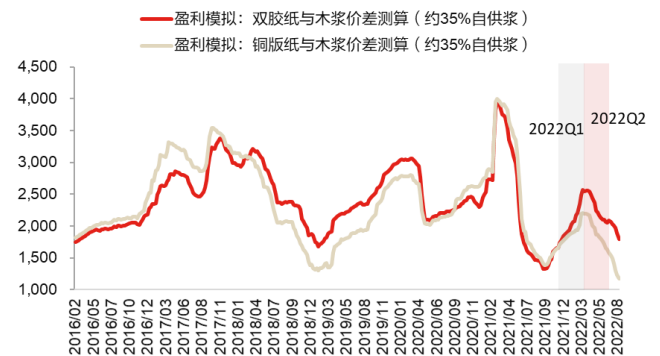
数据来源：卓创资讯，东方证券研究所

图 8：2022 年 2 月起双胶纸重回净出口特征，年初以来净进口量占需求比重下滑约 15pct



数据来源：海关总署，东方证券研究所

图 9：根据纸价与木浆价差测算，2022Q2 双胶纸盈利环比有所改善，铜版纸环比回落



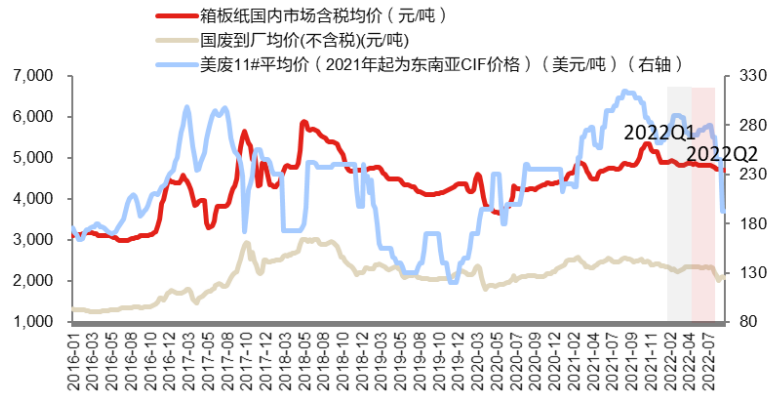
数据来源：卓创资讯，Wind，东方证券研究所

(2) 牛皮箱板纸：弱需求下箱板纸价格走势低迷，吨盈利环比回落。箱板纸终端需求与宏观经济关联度较高，受二季度以来多地疫情反复等因素拖累，2022Q2 箱板纸价格环比下跌 1%，同期国废、美废价格环比基本维稳，公司牛皮箱板纸吨盈利环比小幅回落，当前处于自身历史中位水平。7 月中旬以来受外需走弱等因素影响，外废价格快速回落至历史中位水平，有望带来老挝箱

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。

板纸吨盈利修复空间。公司计划于老挝新增 15 万吨本色化机浆产线，充分利用老挝丰富且廉价的木片原料，实现箱板纸成本进一步节降；同时有利于降低对于美废单一原料的依赖程度，未来可根据市场需求开发新的包装类纸种，提升差异化竞争力。

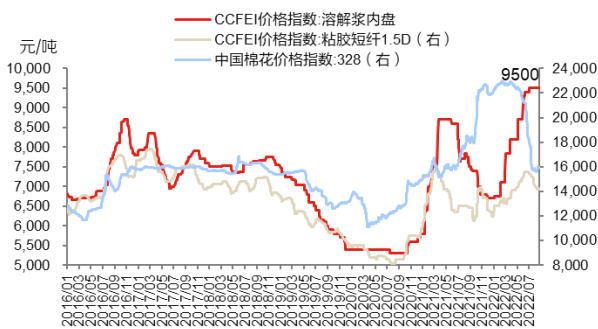
图 10：2022Q2 箱板纸价格环比下跌 1%，国废、美废价格环比基本维稳



数据来源：卓创资讯，纸业联讯，东方证券研究所

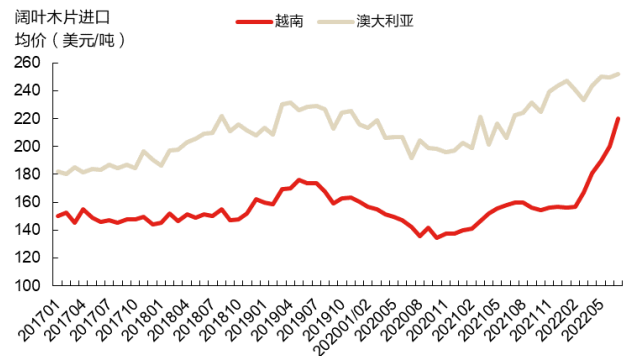
（3）溶解浆：2022Q2 溶解浆价格快速上行，盈利提升至历史高位水平。受益于纸浆价格高企，2022 年 2 月以来溶解浆价格快速提涨，二季度价格环比上涨 20% 至历史高位水平，同期越南、澳大利亚进口阔叶木片均价环比上涨 19%、3%，2022 年二季度公司海内外溶解浆产能延续满产满销趋势，吨盈利快速提升，贡献二季度主要利润增量。

图 11：溶解浆价格走势与纸浆价格较为一致，2022Q2 价格环比上涨 20% 至历史高位水平



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 12：2022Q2 越南、澳大利亚进口阔叶木片均价环比上涨 19%、3%



数据来源：海关总署，东方证券研究所

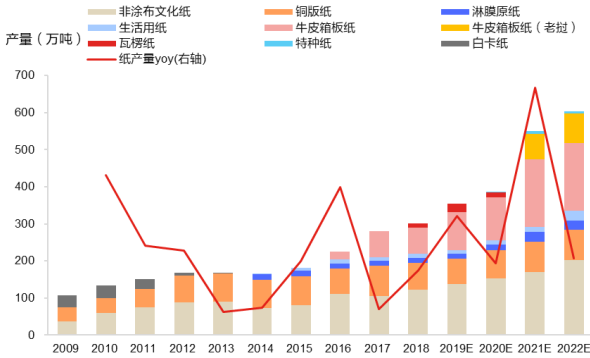
成本推动下纸价仍有提涨空间，公司中长期成长性充足

成本推动下纸价仍有提涨空间，公司中长期成长性充足。考虑到供给端 Arauco MAPA 项目 156 万吨产能推迟至 10 月底投产，以及欧洲能源价格高位、海运物流延迟等因素对全球浆纸行业供给端影响仍存，下半年纸企用浆成本预计仍将维持高位，伴随 9 月文化纸下游逐步转入传统旺季，成本推动下文化纸价格仍有提涨空间，需求将构成影响成本传导能力的关键因素。展望未来，公司广西一期 167 万吨浆纸产能已于 2021 年底前陆续投产，广西北海 15 万吨生活用纸一期项目

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。

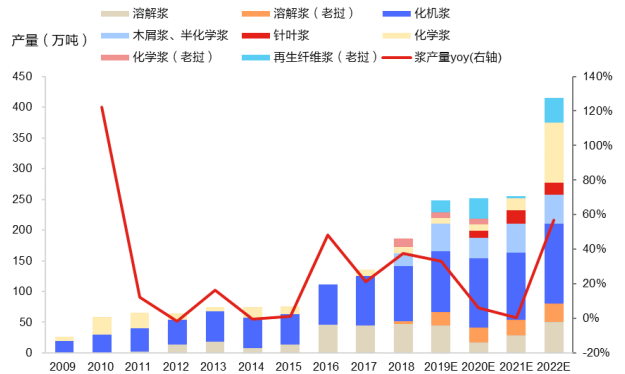
(10万吨)计划于2022年下半年投产，山东宏河3.4万吨超高强度特种纸计划于2023年一季度投产，新产能释放有望为公司持续贡献增量。此外，2022年3月初公司通过15亿元收购开启南宁布局，并拟投资200亿元新建525万吨林浆纸一体化项目，南宁基地有望进一步打开公司成长天花板，与山东、广西北海和老挝三大基地形成协同，未来成长性充足。

图 13：公司造纸产量规模稳步扩张，测算 2022 年同比增速达 10%



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 14：公司制浆产量规模持续提升，测算 2022 年同比增速达 57%

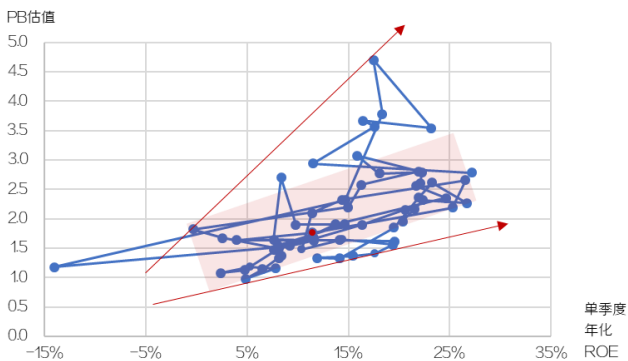


数据来源：公司公告，东方证券研究所

投资建议

按保守情形进行盈利预测（假设2022年文化纸价格将维持历史约30-40%分位，浆价维持历史高位水平），预计公司2022-2024年归母净利润分别达28.67/30.90/34.80亿元（此前预测为30.13/31.40/37.40亿元，已结合下游需求适当下调文化纸、箱板纸均价假设），对应每股净资产分别为8.38、9.53、10.83元，ROE分别达13.9%/12.8%/12.7%。结合历史ROE对应的PB估值区间，当公司单季度年化ROE位于10%以上时，与其相对应的PB估值中位数为1.8倍，给予2022年目标估值1.8倍PB，对应目标价格15.08元，维持“买入”评级。

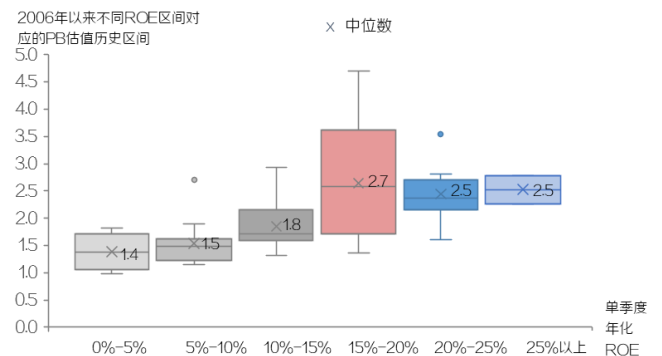
图 15：回溯公司 PB-ROE 估值历史区间，伴随 ROE 上行，公司对应的估值中枢也随之上行



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”

数据来源：Wind，东方证券研究所

图 16：当公司单季度年化 ROE 高于 10% 时，公司 PB 估值中位数在 1.8 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”

数据来源：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：**若海外疫情再次反弹，造成宏观经济增速发生较大波动，则文化纸供给端仍将存在较高等度的进口压制；若国内终端需求下滑幅度超预期，则成品纸价也将存在下跌风险，公司盈利存在大幅波动的风险。
- **公司浆纸新项目推进不达预期的风险：**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 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 单位:百万元 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 货币资金 | 2,970 | 3,468 | 8,284 | 12,220 | 16,615 | 营业收入 | 21,589 | 31,997 | 37,929 | 41,266 | 44,674 |
| 应收票据及应收账款 | 3,249 | 2,922 | 3,464 | 3,769 | 4,080 | 营业成本 | 17,392 | 26,438 | 31,796 | 34,834 | 37,592 |
| 预付账款 | 346 | 555 | 658 | 716 | 775 | 营业税金及附加 | 106 | 139 | 165 | 180 | 195 |
| 存货 | 2,897 | 3,506 | 4,217 | 4,620 | 4,986 | 营业费用 | 103 | 136 | 162 | 176 | 190 |
| 其他 | 540 | 799 | 827 | 842 | 858 | 管理费用及研发费用 | 1,063 | 1,352 | 1,601 | 1,620 | 1,749 |
| 流动资产合计 | 10,001 | 11,251 | 17,450 | 22,167 | 27,314 | 财务费用 | 533 | 565 | 732 | 728 | 720 |
| 长期股权投资 | 204 | 241 | 270 | 299 | 329 | 资产减值损失 | 91 | 31 | 47 | 26 | 27 |
| 固定资产 | 20,954 | 27,922 | 26,751 | 27,519 | 27,323 | 公允价值变动收益 | (18) | (8) | (8) | (8) | (8) |
| 在建工程 | 2,435 | 294 | 1,395 | 74 | 74 | 投资净收益 | 17 | 43 | 43 | 43 | 43 |
| 无形资产 | 1,023 | 1,274 | 1,359 | 1,455 | 1,563 | 其他 | 23 | 30 | 22 | 22 | 22 |
| 其他 | 1,249 | 1,756 | 1,747 | 1,736 | 1,725 | 营业利润 | 2,322 | 3,399 | 3,482 | 3,758 | 4,258 |
| 非流动资产合计 | 25,866 | 31,487 | 31,522 | 31,083 | 31,013 | 营业外收入 | 66 | 39 | 39 | 39 | 39 |
| 资产总计 | 35,866 | 42,737 | 48,972 | 53,250 | 58,328 | 营业外支出 | 9 | 60 | 60 | 60 | 60 |
| 短期借款 | 7,764 | 7,698 | 7,698 | 7,698 | 7,698 | 利润总额 | 2,378 | 3,379 | 3,462 | 3,738 | 4,238 |
| 应付票据及应付账款 | 2,881 | 5,105 | 6,140 | 6,727 | 7,259 | 所得税 | 410 | 412 | 582 | 629 | 738 |
| 其他 | 3,756 | 5,072 | 5,209 | 5,286 | 5,365 | 净利润 | 1,968 | 2,967 | 2,880 | 3,109 | 3,499 |
| 流动负债合计 | 14,402 | 17,875 | 19,047 | 19,711 | 20,322 | 少数股东损益 | 15 | 10 | 12 | 19 | 20 |
| 长期借款 | 3,209 | 5,391 | 6,651 | 7,156 | 8,122 | 归属于母公司净利润 | 1,953 | 2,957 | 2,867 | 3,090 | 3,480 |
| 应付债券 | 830 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股收益(元) | 0.73 | 1.10 | 1.07 | 1.15 | 1.30 |
| 其他 | 1,187 | 657 | 657 | 657 | 657 | | | | | | |
| 非流动负债合计 | 5,226 | 6,049 | 7,308 | 7,813 | 8,779 | 主要财务比率 | | | | | |
| 负债合计 | 19,628 | 23,924 | 26,355 | 27,523 | 29,101 | | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 少数股东权益 | 127 | 81 | 93 | 112 | 132 | 成长能力 | | | | | |
| 股本 | 2,625 | 2,687 | 2,687 | 2,687 | 2,687 | 营业收入 | -5.2% | 48.2% | 18.5% | 8.8% | 8.3% |
| 资本公积 | 1,851 | 1,906 | 2,426 | 2,426 | 2,426 | 营业利润 | -7.2% | 46.4% | 2.4% | 7.9% | 13.3% |
| 留存收益 | 11,663 | 14,354 | 17,222 | 20,312 | 23,792 | 归属于母公司净利润 | -10.3% | 51.4% | -3.0% | 7.8% | 12.6% |
| 其他 | (28) | (215) | 189 | 189 | 189 | 获利能力 | | | | | |
| 股东权益合计 | 16,239 | 18,814 | 22,618 | 25,727 | 29,227 | 毛利率 | 19.4% | 17.4% | 16.2% | 15.6% | 15.9% |
| 负债和股东权益总计 | 35,866 | 42,737 | 48,972 | 53,250 | 58,328 | 净利率 | 9.0% | 9.2% | 7.6% | 7.5% | 7.8% |
| | | | | | | ROE | 12.7% | 17.0% | 13.9% | 12.8% | 12.7% |
| | | | | | | ROIC | 8.3% | 10.8% | 9.3% | 8.9% | 9.0% |
| 现金流量表 | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| 单位:百万元 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 资产负债率 | 54.7% | 56.0% | 53.8% | 51.7% | 49.9% |
| 净利润 | 1,968 | 2,967 | 2,880 | 3,109 | 3,499 | 净负债率 | 63.1% | 67.5% | 40.4% | 22.2% | 7.8% |
| 折旧摊销 | 600 | 1,706 | 2,208 | 2,366 | 2,575 | 流动比率 | 0.69 | 0.63 | 0.92 | 1.12 | 1.34 |
| 财务费用 | 533 | 565 | 732 | 728 | 720 | 速动比率 | 0.49 | 0.43 | 0.69 | 0.89 | 1.10 |
| 投资损失 | (17) | (43) | (43) | (43) | (43) | 营运能力 | | | | | |
| 营运资金变动 | 2,465 | 1,122 | (258) | (144) | (167) | 应收账款周转率 | 12.4 | 17.6 | 18.3 | 17.6 | 17.5 |
| 其它 | 1,067 | (1,388) | 459 | 35 | 35 | 存货周转率 | 6.4 | 8.2 | 8.2 | 7.8 | 7.8 |
| 经营活动现金流 | 6,616 | 4,929 | 5,978 | 6,052 | 6,619 | 总资产周转率 | 0.6 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| 资本支出 | (4,888) | (6,846) | (2,213) | (1,898) | (2,476) | 每股指标(元) | | | | | |
| 长期投资 | (47) | (36) | (29) | (29) | (29) | 每股收益 | 0.73 | 1.10 | 1.07 | 1.15 | 1.30 |
| 其他 | (1,326) | (344) | 34 | 34 | 34 | 每股经营现金流 | 2.52 | 1.83 | 2.22 | 2.25 | 2.46 |
| 投资活动现金流 | (6,261) | (7,226) | (2,208) | (1,892) | (2,471) | 每股净资产 | 6.00 | 6.97 | 8.38 | 9.53 | 10.83 |
| 债权融资 | 2,390 | 2,480 | 1,259 | 505 | 966 | 估值比率 | | | | | |
| 股权融资 | 315 | 117 | 520 | 0 | 0 | 市盈率 | 16.0 | 10.6 | 10.9 | 10.1 | 9.0 |
| 其他 | (3,092) | 199 | (732) | (728) | (720) | 市净率 | 1.9 | 1.7 | 1.4 | 1.2 | 1.1 |
| 筹资活动现金流 | (387) | 2,796 | 1,047 | (223) | 247 | EV/EBITDA | 12.7 | 7.7 | 6.8 | 6.4 | 5.8 |
| 汇率变动影响 | 1 | 11 | -0 | -0 | -0 | EV/EBIT | 15.4 | 11.1 | 10.4 | 9.8 | 8.8 |
| 现金净增加额 | (31) | 511 | 4,817 | 3,936 | 4,395 | | | | | | |

资料来源：东方证券研究所

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