新时代证券-研究所晨报（20210302）

● 总量研究

宏观研究：当 TGA 缩减遇到 SLR 收紧

1 月底以来，美国债券市场内部出现了一个跷跷板现象，那就是长端美债利率上升的同时，短端美债利率下降。这和美国财政部在美联储的存款账户（treasurygeneralaccount，TGA）缩减，以及银行补充杠杆率（supplementaryleverageratio，SLR）豁免期限将至有关。

● 公司研究

太阳纸业：业绩符合预期，造纸景气度上行，看好全年增长弹性

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。

盈利预测评级：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。

天融信：2020 年网安业务营收同增 17.05%，订单增速上行

2020 年网安业务归母净利润同增 18.45%，业绩增速超预期。公司发布 2020 年业绩快报：2020 年实现营收 57.01 亿元，同比下降 19.60%，归母净利润 3.54 亿元，同比下降 11.79%，业绩下降主要由于重大资产出售导致合并报表范围变化，及增加所得税费用 12083.61 万元所致。其中，网安业务实现营收 28.29 亿元，同比增长 17.05%，归母净利润 4.66 亿元，同比增长 18.45%，下半年开始业务迅速恢复，2020Q4，网安业务实现营收 19.32 亿元，同比增长 46.21%，网安业务增速超预期。

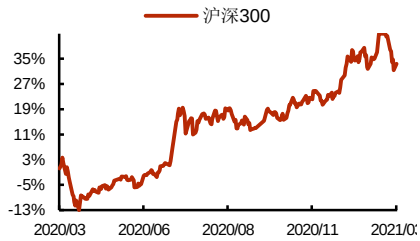
盈利预测评级：持续看好网安龙头厂商发展，维持“强烈推荐”评级。我国网络安全产业受合规、信创、新场景、新技术多重驱动，发展趋势持续向好，公司在传统安全硬件领域优势地位稳固，新兴安全领域订单表现优异，中国电科、腾讯战略入股显著增强业务协同。根据公司业绩快报，我们调整公司盈利预测，预计 2021-2022 年归母净利润为 7.16（-2.1）和 9.78（-3.25）亿元，对应 PE 为 34.4 和 25.1 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

樊继拓（分析师）
021-68865595
fanjituo@xsdzq.cn
证书编号：S0280518040001

吕卓阳（联系人）
lvzhuoyang@xsdzq.cn
证书编号：S0280120060010

大盘走势图



行业涨跌幅（日度）

涨跌幅前五		涨跌幅后五	
休闲服务	4.52%	非银金融	-0.54%
机械设备	4.02%	银行	-0.1%
钢铁	3.95%	交通运输	0.49%
电气设备	3.82%	综合	0.72%
有色金属	3.45%	房地产	0.96%

相关报告

《当 TGA 缩减遇到 SLR 收紧》2021-02-28

《业绩符合预期，造纸景气度上行，看好全年增长弹性》2021-02-28

《2020 年网安业务营收同增 17.05%，订单增速上行》2021-03-01

内容目录

1、总量研究 3
1.1、宏观研究 3
2、公司研究 3
2.1、太阳纸业：业绩符合预期，造纸景气度上行，看好全年增长弹性 3
2.2、天融信：2020 年网安业务营收同增 17.05%，订单增速上行 4

1、 总量研究

1.1、 宏观研究

1 月底以来，美国债券市场内部出现了一个跷跷板现象，那就是长端美债利率上升的同时，短端美债利率下降。这和美国财政部在美联储的存款账户（treasurygeneralaccount，TGA）缩减，以及银行补充杠杆率（supplementaryleverageratio，SLR）豁免期限将至有关。

2021 年 2 月 1 日，美国财政部公布了新的 TGA 缩减计划，预计 3 月底缩减至 8000 亿美元，6 月底缩减至 5000 亿美元。这么做是为了在 2021 年 8 月 1 日债务上限最后期限之前，满足相关法律要求，将 TGA 降至 1330 亿美元。市场将获得大量资金。

作为联邦基金利率下限的隔夜逆回购利率为 0，低于短期美债利率，加上短期美债是最优质的抵押品，金融机构充裕的资金去追逐存量减少的短期美债，短期美债利率下降。与此同时，受经济增长预期、通胀预期、通胀风险溢价影响，长端美债收益率快速上升，公允价值大幅下降，投资者减少长期美债配臵，而相应增加了短期美债持有。最终，长期美债收益率加快上升，而短期美债收益率正在滑向 0，市场自发形成了美债收益率曲线扭曲。

充足的美元资金带动了广谱短期美元利率的下降。流动性的注入还将相应地提升风险偏好，但不要抱太大希望，毕竟，原来持有短期美债的投资者在拿到现金之后，大概率还是去配臵和美债类似的资产。当然，或许和 2020 年一样，一些“散户”拿到补助款后去买股票。

需要注意的是，TGA 缩减计划并未考虑到第三轮财政刺激，新的财政刺激上路后，TGA 规模或将再次扩大，短期美债发行增加，短期利率也可能触底反弹。

资金大量流入金融系统的同时，SLR 豁免将于 2021 年 3 月 31 日到期，如果 SLR 豁免不展期，将对金融市场产生重要影响。疫情爆发之后，美联储货币宽松下，银行准备金大幅上升。对于整个银行系统来说，准备金规模是由美联储决定的，并不能转移至他处，那银行只好缩减信贷等资产，银行的经纪交易子公司也不再充当做市商以及提供回购融资，这显然不利于金融体系的运作、经济的恢复。于是，监管部门便放松了 SLR，将准备金及国债排除在 SLR 指标之外。

准备金及国债豁免纳入 SLR 将于 3 月底到期，如果不延长豁免期，在 TGA 缩减、准备金大幅上升的情况下，银行将被迫削减准备金之外的资产，甚至包括基本无风险且重要的国债，这会引起市场剧烈波动。事实上，市场已经开始定价 SLR 的收紧，这也是近期美债收益率快速上升的原因之一。如果 SLR 豁免期延长，前期卖出的债券可能重新被买回来。

风险提示：TGA 缩减过程的不确定性。

2、 公司研究

2.1、 太阳纸业：业绩符合预期，造纸景气度上行，看好全年增长弹性

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 月低位的 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。

盈利预测、估值与评级：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；

2.2、 天融信：2020 年网安业务营收同增 17.05%，订单增速上行

2020 年网安业务归母净利润同增 18.45%，业绩增速超预期。公司发布 2020 年业绩快报：2020 年实现营收 57.01 亿元，同比下降 19.60%，归母净利润 3.54 亿元，同比下降 11.79%，业绩下降主要由于重大资产出售导致合并报表范围变化，及增加所得税费用 12083.61 万元所致。其中，网安业务实现营收 28.29 亿元，同比增长 17.05%，归母净利润 4.66 亿元，同比增长 18.45%，下半年开始业务迅速恢复，2020Q4，网安业务实现营收 19.32 亿元，同比增长 46.21%，网安业务增速超预期。

研发费用同增 31.43%，市场优势地位稳固。2020 年，公司进一步加大网络安全业务研发投入，研发费用同比增加 31.43%，根据公司披露投资者交流纪要，公司在通用标准化产品和新兴产品的研发投入比例约 4.5:5.5，公司研发技术人员占比 70%左右，2020 年，公司新增 1000 多人，同比增长超 20%，预计 2021 年人员增长将更高。强技术优势不断巩固公司市场地位，根据 IDC 发布数据 2020Q3 中国 IT 安全硬件市场数据，天融信防火墙产品市场份额为 29.3%，再居榜首，VPN 和和 IDP 产品市场份额同样名列前茅。

新兴安全领域积极布局，2020 年新增订单同比增长 47.41%。公司在云安全、

数据安全、工业互联网安全等新兴安全领域重点布局，2020 年以来，公司发布 WiFi6 无线 AP、基于数据中台的安全运营解决方案、面向后工业时代的工业互联网安全解决方案、“新一代”天融信工控防火墙等个新品和方案。截至目前，公司云服务分中心已达 30+，安全云服务已累计服务 10 万+客户，探测互联网设备达亿级。根据公司披露投资者交流纪要，2020 年前三季度，公司在大数据、安全服务、数据安全、云安全、工业互联网相关产品的订单增速分为 50%+、50%+、30%、50%、100%。2020 年，公司新增订单金额同比增长 47.41%，增速较去年亦明显提高。

盈利预测、估值与评级：持续看好网安龙头厂商发展，维持“强烈推荐”评级。我国网络安全产业受合规、信创、新场景、新技术多重驱动，发展趋势持续向好，公司在传统安全硬件领域优势地位稳固，新兴安全领域订单表现优异，中国电科、腾讯战略入股显著增强业务协同。根据公司业绩快报，我们调整公司盈利预测，预计 2021-2022 年归母净利润为 7.16（-2.1）和 9.78（-3.25）亿元，对应 PE 为 34.4 和 25.1 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：下游需求不及预期，市场竞争加剧，新兴领域业务不及预期等。

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

樊继拓，新时代证券策略首席分析师，6 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

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	**郝颖销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓销售总监**	
	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/