新时代证券 New Times Securities

业绩符合预期，行业景气向上静待盈利释放

—— 2020 年中报点评 公司点评

● 事件：公司公布 2020 年中报

2020H1 营收 104.28 亿元（-3.23%），归母净利润 9.36 亿元（+5.61%）；其中 2020Q2 营收 48.76 亿元（-8.43%），归母净利润 4 亿元（-20.93%）。

● 2020H1 盈利符合预期，静待 Q3-Q4 需求旺季来临

分季度看，2020Q1 归母净利润同比增速 40.97%，Q2 同比下降 20.93%，主要是一季度疫情影响下，供给短期受抑制导致纸价上涨，二季度供需格局变化与销售竞争加剧促使纸价高位回落，对公司业绩构成一定冲击。但整体看，上半年公司毛利率 23.72%，净利率 9.03%，较上年同期分别增长 4.01pct、0.71pct。分品类看，文化纸、铜版纸、溶解浆、生活用纸、牛皮箱板纸分别实现收入 37.86 亿元、14.66 亿元、13.09 亿元、3.71 亿元、3.86 亿元、16.59 亿元，分别同比变化+7.80%、-2.94%、-28.31%、-6.16%、+15.82%。展望 Q3-Q4 行业旺季到来、规模纸厂纷纷提价，叠加浆价低位运行、预计下半年公司作为文化纸龙头企业盈利弹性有望充分释放。

● 运输费用增加、股权激励影响下，整体费用率有所上升

2020H1，公司期间费用率为 12.62%，同比增加 2.41pct；其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 4.76%/5.13%/2.73%/1.98%，分别同比+1.24/+1.25/-0.08/+0.49pct。其中，疫情导致运输费用增加；股权激励费用摊销导致管理费用率上升。

● 林浆纸一体化领先布局，三大生产基地助力未来产能投放

公司在老挝与广西领先布局林浆纸一体化，成本优势显著；其中，老挝基地难以模仿，在育苗、基建、资金投入与税收优惠上均有很高进入壁垒，核心优势明显，同时与山东兖州本部基地协同，形成国内外生产全覆盖。目前，公司已进入产能释放窗口期，广西 350 万吨林浆纸一体化项目已进入实施阶段，一期纸浆项目将在明后年陆续投产。此外，20 万吨生物质纤维已于上半年试产，5 万吨生活用纸、45 万吨文化纸、老挝 80 万吨高档包装纸项目预计在未来三年陆续投产，公司总产能有望突破 1000 万吨，规模化优势与综合实力进一步提升，业绩增厚可期。

● 财务预测预估值

预计 2020-2022 年归母净利润分别为 22.76 亿元/26.74 亿元/30.49 亿元，EPS 分别为 0.88 元/1.03 元/1.18 元，对应 PE 为 15.8/13.4/11.8X，维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示：1）浆价超预期上行；2）行业竞争加剧；3）宏观经济恢复不达预期

财务摘要和估值指标

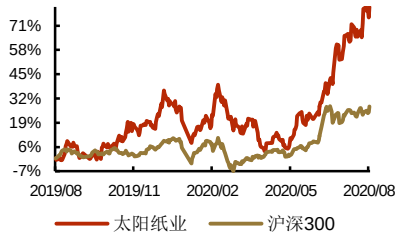
指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	21,768	22,763	24,015	27,016	30,123
增长率(%)	15.2	4.6	5.5	12.5	11.5
净利润(百万元)	2,238	2,178	2,276	2,674	3,049
增长率(%)	10.5	-2.7	4.5	17.5	14.0
毛利率(%)	23.5	22.5	23.7	23.3	23.1
净利率(%)	10.3	9.6	9.5	9.9	10.1
ROE(%)	17.8	14.9	14.4	14.5	14.2
EPS(摊薄/元)	0.86	0.84	0.88	1.03	1.18
P/E(倍)	16.1	16.5	15.8	13.4	11.8
P/B(倍)	2.9	2.5	2.2	1.9	1.7

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 2020.08.28
收盘价(元):	13.86
一年最低/最高(元):	7.45/14.3
总股本(亿股):	25.91
总市值(亿元):	359.17
流通股本(亿股):	25.7
流通市值(亿元):	356.2
近 3 月换手率:	76.47%

股价一年走势



相关报告

《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

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**10783**	**11233**	**9759**	**11347**	**12640**
现金	1971	2535	2779	3771	4824
应收票据及应收账款合计	5253	1941	0	0	0
其他应收款	111	174	127	212	165
预付账款	731	418	794	569	951
存货	2168	2456	2349	3085	2990
其他流动资产	549	3709	3709	3709	3709
非流动资产	**18740**	**21062**	**21005**	**22249**	**23349**
长期投资	137	155	162	193	223
固定资产	16618	16696	16921	18204	19308
无形资产	860	862	912	969	1034
其他非流动资产	1126	3349	3010	2882	2784
资产总计	**29523**	**32295**	**30764**	**33595**	**35990**
流动负债	**13963**	**14246**	**11095**	**11671**	**11527**
短期借款	5216	8936	8936	8936	8936
应付票据及应付账款合计	5520	2635	0	0	0
其他流动负债	3227	2675	2158	2734	2591
非流动负债	**2931**	**3349**	**2799**	**2440**	**2007**
长期借款	2778	2690	2141	1781	1348
其他非流动负债	153	659	659	659	659
负债合计	**16895**	**17595**	**13894**	**14111**	**13534**
少数股东权益	56	108	262	410	555
股本	2592	2591	2591	2591	2591
资本公积	1540	1570	1570	1570	1570
留存收益	8050	9969	12072	14545	17342
归属母公司股东权益	12573	14591	16608	19075	21901
负债和股东权益	**29523**	**32295**	**30764**	**33595**	**35990**

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**4478**	**4686**	**3343**	**4849**	**5012**
净利润	2242	2198	2429	2822	3194
折旧摊销	1151	1453	1270	1420	1607
财务费用	720	573	734	682	640
投资损失	-6	-22	17	-7	-4
营运资金变动	591	523	-1104	-65	-421
其他经营现金流	-220	-40	-3	-2	-3
投资活动现金流	**-3038**	**-4112**	**-1228**	**-2654**	**-2701**
资本支出	3035	4091	-64	1212	1071
长期投资	0	0	-7	-29	-30
其他投资现金流	-3	-20	-1299	-1471	-1660
筹资活动现金流	**-2531**	**80**	**-1872**	**-1203**	**-1258**
短期借款	-172	3720	0	0	0
长期借款	-624	-88	-550	-359	-433
普通股增加	-1	-0	0	0	0
资本公积增加	94	29	0	0	0
其他筹资现金流	-1828	-3581	-1322	-844	-825
现金净增加额	**-1146**	**657**	**244**	**992**	**1053**

利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**21768**	**22763**	**24015**	**27016**	**30123**
营业成本	16663	17631	18323	20722	23165
营业税金及附加	138	114	142	172	187
营业费用	750	942	911	1018	1124
管理费用	556	564	737	771	845
研发费用	267	412	146	197	264
财务费用	720	573	734	682	640
资产减值损失	10	-69	0	0	0
公允价值变动收益	12	8	2	2	2
其他收益	14	28	10	13	15
投资净收益	6	22	-17	7	4
营业利润	**2692**	**2503**	**3018**	**3477**	**3921**
营业外收入	37	93	66	49	54
营业外支出	9	3	13	15	16
利润总额	**2720**	**2594**	**3072**	**3511**	**3959**
所得税	477	396	643	689	765
净利润	**2242**	**2198**	**2429**	**2822**	**3194**
少数股东损益	5	19	154	148	145
归属母公司净利润	**2238**	**2178**	**2276**	**2674**	**3049**
EBITDA	4311	4690	4884	5439	6030
EPS（元）	0.86	0.84	0.88	1.03	1.18

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	15.2	4.6	5.5	12.5	11.5
营业利润(%)	-8.8	-7.0	20.6	15.2	12.8
归属于母公司净利润(%)	10.5	-2.7	4.5	17.5	14.0
获利能力					
毛利率(%)	23.5	22.5	23.7	23.3	23.1
净利率(%)	10.3	9.6	9.5	9.9	10.1
ROE(%)	17.8	14.9	14.4	14.5	14.2
ROIC(%)	13.0	11.2	11.3	12.2	12.8
偿债能力					
资产负债率(%)	57.2	54.5	45.2	42.0	37.6
净负债比率(%)	62.5	72.2	56.3	42.0	30.0
流动比率	0.8	0.8	0.9	1.0	1.1
速动比率	0.5	0.3	0.3	0.3	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	4.0	6.3	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	3.8	4.3	0.0	0.0	0.0
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.86	0.84	0.88	1.03	1.18
每股经营现金流(最新摊薄)	2.01	0.66	1.29	1.87	1.93
每股净资产(最新摊薄)	4.76	5.53	6.31	7.26	8.35
估值比率					
P/E	16.1	16.5	15.8	13.4	11.8
P/B	2.9	2.5	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	10.2	9.9	9.3	8.2	7.2

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，从事轻工和纺织服装领域研究。

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/