

# 盈利稳步改善，纸基功能材料领军者成长可期

事件：公司公告 2020 年三季报，单三季度实现收入 13.05 亿元，同比、环比分别增长 10.21%、15.63%；实现归母净利润 2.12 亿元，同比、环比分别增长 54.41%、19.24%。

## 核心观点

- **本部、夏王盈利向好，共同推动单三季度业绩再创新高。**公司单三季度实现归母净利润 2.12 亿元，再创自身盈利新高；其中对合营公司夏王纸业的投资收益为 0.54 亿（同比、环比分别增长 46%、75%），贡献净利润比重约 25%，本部、夏王销售及盈利双双向好。2020Q3 公司实现毛利率 23.22%，同比提升 2.27pct，低成本浆价红利延续，降本增效举措稳步推进；环比小幅下降 0.94pct，推测主要源于产品结构调整、淡季部分品类售价回调所致。
- **新增产能释放叠加低浆价红利延续，盈利能力稳步改善。**收入端，常山 PM5 年产 9 万吨项目、东港 PM28 项目已于 2020 年 8 月投产，格拉辛纸、热转印纸等新增产能持续释放，与此同时疫情以来食品及医疗用纸需求旺盛，该业务前三季度收入同比增长 48-50%，构成收入端重要驱动力之一；成本端，木浆原材料价格延续历史低位水平，同时新项目投产带来哲丰能源热电效率提升，公司成本稳步优化。
- **未来三年产量快速扩张，浆价低成本红利延续，公司业绩稳健增长可期。**常山 PM7/8（年产 8 万吨，热转印纸为主）、鹤丰 30 万吨高档食品卡纸项目计划分别于 2020 年底、2021 年底投产，预计未来三年公司产量 CAGR 达 24%（含夏王）；成本端当前木浆外盘价处于历史约 30% 的较低分位，带来盈利改善空间，公司作为国内纸基功能材料领军者，未来成长可期。

## 财务预测与投资建议

- 考虑到三季度公司盈利改善超预期，低成本红利延续叠加新增产能对未来业绩的贡献，上调 2020-2022 年公司归母净利润预测至 6.70/7.84/9.75 亿元（原预测分别为 5.90/6.83/8.64 亿元）。结合 DCF 绝对估值法，我们给予公司 DCF 目标估值 23.79 元，上调至“买入”评级。

## 风险提示

- 原材料价格上涨超过预期的风险；新建产能建设不达预期的风险

公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,098	4,567	5,220	7,193	9,095
同比增长(%)	34.5%	11.5%	14.3%	37.8%	26.4%
营业利润(百万元)	332	504	769	900	1,120
同比增长(%)	-24.7%	52.1%	52.5%	17.0%	24.5%
归属母公司净利润(百万元)	292	440	670	784	975
同比增长(%)	-26.7%	50.4%	52.3%	17.0%	24.4%
每股收益(元)	0.41	0.62	0.95	1.11	1.38
毛利率(%)	17.2%	18.7%	22.3%	20.8%	20.4%
净利率(%)	7.1%	9.6%	12.8%	10.9%	10.7%
净资产收益率(%)	10.5%	12.5%	14.3%	13.2%	14.3%
市盈率	44.4	29.5	19.4	16.6	13.3
市净率	4.0	3.4	2.3	2.1	1.8

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 (上调)

股价(2020年10月30日)	18.41元
目标价格	23.79元
52周最高价/最低价	27.96/13.43元
总股本/流通A股(万股)	70,597/15,597
A股市值(百万元)	12,997
国家/地区	中国
行业	造纸轻工
报告发布日期	2020年10月31日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-5.54	-4.46	-12.38	27.85
相对表现	-5.05	-6.81	-13.22	7.19
沪深300	-0.49	2.35	0.84	20.66



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

新产能释放叠加低成本红利，公司单二季度 2020-08-13  
业绩创新高：

多品类布局构筑核心优势，产能扩张助力仙 2020-04-08  
鹤腾飞：

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。

## 盈利预测与投资建议

考虑到三季度公司盈利改善超预期，低成本红利延续叠加新增产能对未来业绩的贡献，上调 2020-2022 年归母净利润预测至 6.70、7.84、9.75 亿元（原预测分别为 5.90、6.83、8.64 亿元），对应的 EPS 分别为 0.95、1.11、1.38 元。结合 DCF 绝对估值法，我们给予公司 DCF 目标估值 23.79 元，上调至“买入”评级。

**表 1：我们给予公司 DCF 目标估值 23.79 元**

目标价敏感性分析							估值假设	
		永续增长率 Gn(%)						
WACC (%)	23.79	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%	所得税税率 T	25.00%
	7.74%	27.13	30.57	35.46	42.96	55.95	永续增长率 Gn(%)	3.00%
	8.24%	24.93	27.77	31.70	37.48	46.83	无风险利率 Rf	3.19%
	8.74%	23.02	25.40	28.60	33.15	40.14	无杠杆影响的β系数	1.0347
	9.24%	21.35	23.35	26.00	29.66	35.04	考虑杠杆因素的β系数	1.3673
	9.74%	19.87	21.57	23.79	26.77	31.02	市场收益率 Rm	9.88%
	10.24%	18.55	20.01	21.88	24.35	27.76	公司特有风险	0.00%
	10.74%	17.37	18.64	20.23	22.29	25.08	股权投资成本 (Ke)	12.34%
	11.24%	16.31	17.41	18.78	20.52	22.82	债务比率 D/(D+E)	30.00%
	11.74%	15.35	16.31	17.49	18.98	20.91	债务利率 rd	4.90%
							WACC	9.74%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

**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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	239	1,280	1,463	2,016	2,550	营业收入	4,098	4,567	5,220	7,193	9,095
应收票据及应收账款	1,123	845	966	1,331	1,683	营业成本	3,392	3,713	4,056	5,699	7,244
预付账款	48	77	87	121	152	营业税金及附加	40	44	51	70	88
存货	967	1,008	1,102	1,548	1,967	营业费用	137	147	185	250	262
其他	133	659	661	666	671	管理费用及研发费用	190	194	283	354	447
<b>流动资产合计</b>	<b>2,509</b>	<b>3,870</b>	<b>4,280</b>	<b>5,682</b>	<b>7,024</b>	财务费用	105	82	59	102	124
长期股权投资	594	600	651	705	760	资产减值损失	36	22	4	17	16
固定资产	1,809	1,808	2,312	3,199	3,900	公允价值变动收益	(0)	0	0	0	0
在建工程	85	342	969	1,022	322	投资净收益	118	106	152	154	154
无形资产	363	475	467	459	451	其他	15	33	36	46	53
其他	175	284	283	282	280	<b>营业利润</b>	<b>332</b>	<b>504</b>	<b>769</b>	<b>900</b>	<b>1,120</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,026</b>	<b>3,509</b>	<b>4,683</b>	<b>5,668</b>	<b>5,713</b>	营业外收入	14	4	4	4	4
<b>资产总计</b>	<b>5,535</b>	<b>7,378</b>	<b>8,962</b>	<b>11,350</b>	<b>12,738</b>	营业外支出	3	2	2	2	2
短期借款	1,196	1,004	1,819	2,877	2,773	<b>利润总额</b>	<b>343</b>	<b>507</b>	<b>771</b>	<b>902</b>	<b>1,122</b>
应付票据及应付账款	524	946	1,034	1,452	1,846	所得税	50	67	102	119	149
其他	303	306	348	477	602	<b>净利润</b>	<b>293</b>	<b>439</b>	<b>669</b>	<b>783</b>	<b>974</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2,023</b>	<b>2,257</b>	<b>3,201</b>	<b>4,806</b>	<b>5,220</b>	少数股东损益	0	(0)	(1)	(1)	(1)
长期借款	37	0	(37)	(37)	(37)	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>292</b>	<b>440</b>	<b>670</b>	<b>784</b>	<b>975</b>
应付债券	0	1,024	0	0	0	每股收益(元)	0.41	0.62	0.95	1.11	1.38
其他	237	253	253	253	253						
<b>非流动负债合计</b>	<b>274</b>	<b>1,277</b>	<b>215</b>	<b>215</b>	<b>215</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>2,297</b>	<b>3,534</b>	<b>3,416</b>	<b>5,021</b>	<b>5,435</b>		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	3	14	14	13	12	成长能力					
股本	612	612	706	706	706	营业收入	34.5%	11.5%	14.3%	37.8%	26.4%
资本公积	1,885	1,885	3,038	3,038	3,038	营业利润	-24.7%	52.1%	52.5%	17.0%	24.5%
留存收益	737	1,116	1,786	2,569	3,544	归属于母公司净利润	-26.7%	50.4%	52.3%	17.0%	24.4%
其他	0	217	2	2	2	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>3,237</b>	<b>3,845</b>	<b>5,546</b>	<b>6,329</b>	<b>7,302</b>	毛利率	17.2%	18.7%	22.3%	20.8%	20.4%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,535</b>	<b>7,378</b>	<b>8,962</b>	<b>11,350</b>	<b>12,738</b>	净利率	7.1%	9.6%	12.8%	10.9%	10.7%
						ROE	10.5%	12.5%	14.3%	13.2%	14.3%
						ROIC	9.1%	9.8%	10.8%	10.4%	11.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	41.5%	47.9%	38.1%	44.2%	42.7%
净利润	293	439	669	783	974	净负债率	30.7%	19.5%	5.7%	13.0%	2.5%
折旧摊销	231	235	285	415	576	流动比率	1.24	1.71	1.34	1.18	1.35
财务费用	105	82	56	89	105	速动比率	0.75	1.26	0.99	0.85	0.96
投资损失	(118)	(106)	(152)	(154)	(154)	营运能力					
营运资金变动	(639)	693	(102)	(319)	(307)	应收账款周转率	5.9	5.5	5.7	6.2	6.0
其它	(193)	(888)	(211)	17	16	存货周转率	4.1	3.7	3.8	4.2	4.0
<b>经营活动现金流</b>	<b>(321)</b>	<b>456</b>	<b>546</b>	<b>831</b>	<b>1,210</b>	总资产周转率	0.8	0.7	0.6	0.7	0.8
资本支出	(189)	(592)	(1,407)	(1,346)	(567)	每股指标(元)					
长期投资	(8)	65	(52)	(54)	(54)	每股收益	0.41	0.62	0.95	1.11	1.38
其他	250	257	152	154	154	每股经营现金流	-0.52	0.74	0.77	1.18	1.71
<b>投资活动现金流</b>	<b>53</b>	<b>(270)</b>	<b>(1,307)</b>	<b>(1,246)</b>	<b>(467)</b>	每股净资产	4.58	5.43	7.84	8.95	10.33
债权融资	(67)	984	(1,062)	0	0	估值比率					
股权融资	780	0	1,247	0	0	市盈率	44.4	29.5	19.4	16.6	13.3
其他	(381)	(45)	759	968	(209)	市净率	4.0	3.4	2.3	2.1	1.8
<b>筹资活动现金流</b>	<b>332</b>	<b>940</b>	<b>944</b>	<b>968</b>	<b>(209)</b>	EV/EBITDA	20.6	16.7	12.4	9.8	7.6
汇率变动影响	1	2	-0	-0	-0	EV/EBIT	31.5	23.4	16.7	13.9	11.2
<b>现金净增加额</b>	<b>66</b>	<b>1,128</b>	<b>183</b>	<b>553</b>	<b>533</b>						

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](http://www.dfzq.com.cn)

