

投资评级 优于大市 维持

三大基地建设推进，盈利有望修复

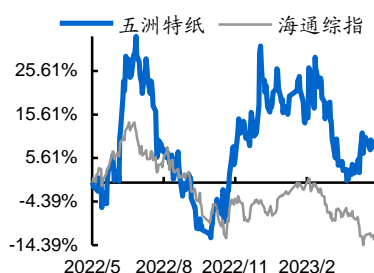
股票数据

05月10日收盘价(元)	16.99
52周股价波动(元)	13.40-21.35
总股本/流通A股(百万股)	401/83
总市值/流通市值(百万元)	6805/1409

相关研究

《产能建设逐步推进，预计受益浆价下行》
 2023.04.07

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	6.9	-7.7	-5.4
相对涨幅(%)	9.5	-8.4	-2.7

资料来源：海通证券研究所

分析师:郭庆龙

Email: gq13820@haitong.com

证书: S0850521050003

分析师:王文杰

Email: wwj14034@haitong.com

证书: S0850523020002

投资要点:

- 事件:** 公司发布22年报及23年一季报, 22年及23年一季度分别实现收入59.62、12.58亿元, 同比变动+61.59%、-5.45%; 实现归母净利润2.05、-0.30亿元, 同比减少47.41%、128.93%, 实现扣非后归母净利润1.63、-0.14亿元, 同比减少53.85%、113.93%, 基本每股收益0.51、-0.07元。
- Q1收入同比减少, 单季度亏损幅度加大:** 1Q23/4Q22公司实现营业收入14.12/12.58亿元, 同比变动+40.39%/-5.45%, 实现归母净利润-0.19/-0.30亿元(单22Q1/Q2/Q3分别为1.03/1.11/0.10亿元), 单季度亏损幅度加大。22年公司食品纸、格拉辛纸销量分别为54.78、17.37万吨, 同比增长100.16%、28.53%, 新投产产能释放推动销量持续增长。
- 毛利率环比修复, 净利率同比明显回落:** 1Q23公司毛利率3.42%, 同比下降13.02pct, 环比提升7.64pct。期间费用率方面, 销售费用率同比提升0.03pct至0.17%, 管理费用率同比提升0.27pct至1.56%, 研发费用率同比下降1.13pct至0.96%, 财务费用率同比下降0.49pct至1.41%, 综合影响下, 公司净利率同比下降10.11pct至-2.37%。
- 三大基地建设推进, 产能持续扩张:** 公司江西基地30万吨化机浆产能有望于23年三季度末投产, 30万吨产线技改正在落实中, 浙江基地2.2万吨转印纸和江西基地1.5万吨描图纸预计将于23年投产, 湖北汉川基地一期项目2条30万吨工业包装纸产线计划24年二季度末开机调试, 我们认为, 产线技改及新产能投放将持续改善公司产品结构, 随着化机浆产能投放, 公司原材料自给率提升, 成本优势也将有所增强, 盈利能力有望向好。
- 盈利预测与评级:** 我们预计公司23-24年净利润分别6.03、8.04亿元, 同比增速194.0%、33.2%, 5月10日收盘价对应23-24年PE为11.3、8.5倍, 参考可比公司给予公司23年14~16倍PE估值, 对应合理价值区间21.14~24.16元, 给予“优于大市”评级。
- 风险提示:** 下游需求不振, 公司产能投放不及预期, 原材料价格大幅波动。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3690	5962	6947	7676	8377
(+/-)YoY(%)	40.0%	61.6%	16.5%	10.5%	9.1%
净利润(百万元)	390	205	603	804	994
(+/-)YoY(%)	15.2%	-47.4%	194.0%	33.2%	23.6%
全面摊薄EPS(元)	0.97	0.51	1.51	2.01	2.48
毛利率(%)	17.3%	8.8%	15.1%	17.1%	18.6%
净资产收益率(%)	18.4%	9.3%	22.1%	23.4%	23.1%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 同业可比公司

上市公司	证券代码	主营业务	收盘价 (元)	PE (2023E, 倍)
仙鹤股份	603733	特种纸	25.10	14.98
冠豪高新	600433	特种纸	3.88	14.43

资料来源: WIND, 海通证券研究所 备注: PE 为 Wind 一致预期, 收盘价为 5 月 10 日;

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	5962	6947	7676	8377
每股收益	0.51	1.51	2.01	2.48	营业成本	5439	5897	6361	6818
每股净资产	5.50	6.81	8.57	10.75	毛利率%	8.8%	15.1%	17.1%	18.6%
每股经营现金流	0.09	2.51	2.96	3.36	营业税金及附加	22	25	28	30
每股股利	0.31	0.20	0.25	0.30	营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
价值评估 (倍)					营业费用	10	11	12	13
P/E	33.17	11.28	8.47	6.85	营业费用率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
P/B	3.09	2.50	1.98	1.58	管理费用	81	97	107	117
P/S	1.14	0.98	0.89	0.81	管理费用率%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
EV/EBITDA	18.27	8.65	6.54	5.65	EBIT	337	884	1129	1351
股息率%	1.8%	1.2%	1.5%	1.8%	财务费用	123	174	183	182
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	2.1%	2.5%	2.4%	2.2%
毛利率	8.8%	15.1%	17.1%	18.6%	资产减值损失	-4	0	0	0
净利润率	3.4%	8.7%	10.5%	11.9%	投资收益	9	0	0	0
净资产收益率	9.3%	22.1%	23.4%	23.1%	营业利润	227	687	923	1149
资产回报率	3.1%	8.2%	9.6%	10.9%	营业外收支	16	23	22	20
投资回报率	5.4%	12.6%	14.1%	15.3%	利润总额	242	710	946	1169
盈利增长 (%)					EBITDA	541	1092	1462	1651
营业收入增长率	61.6%	16.5%	10.5%	9.1%	所得税	37	106	142	175
EBIT 增长率	-33.4%	162.5%	27.7%	19.7%	有效所得税率%	15.3%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	-47.4%	194.0%	33.2%	23.6%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	205	603	804	994
资产负债率	66.4%	63.1%	58.9%	52.9%					
流动比率	0.99	0.89	0.90	0.99	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.78	0.69	0.69	0.75	货币资金	777	590	636	682
现金比率	0.24	0.16	0.16	0.18	应收账款及应收票据	1101	1237	1367	1492
经营效率指标					存货	659	711	784	859
应收账款周转天数	61.60	60.00	60.00	60.00	其它流动资产	691	690	701	713
存货周转天数	44.23	44.00	45.00	46.00	流动资产合计	3228	3227	3489	3745
总资产周转率	0.91	0.94	0.92	0.92	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	4.24	2.85	1.85	1.79	固定资产	1407	2435	4138	4674
					在建工程	1281	1081	81	81
					无形资产	309	302	296	289
					非流动资产合计	3339	4161	4858	5388
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	6567	7389	8347	9133
净利润	205	603	804	994	短期借款	2020	2147	2302	2117
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	899	1002	1080	1158
非现金支出	230	208	333	300	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	63	155	164	165	其它流动负债	341	462	483	503
营运资金变动	-461	38	-115	-113	流动负债合计	3259	3611	3865	3778
经营活动现金流	36	1004	1186	1346	长期借款	350	350	350	350
资产	-989	-1007	-1008	-810	其它长期负债	754	701	701	701
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	1104	1051	1051	1051
其他	-519	0	0	0	负债总计	4364	4662	4916	4829
投资活动现金流	-1508	-1007	-1008	-810	实收资本	400	401	401	401
债权募资	1353	73	154	-185	归属于母公司所有者权益	2203	2727	3431	4304
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-371	-258	-286	-305	负债和所有者权益合计	6567	7389	8347	9133
融资活动现金流	982	-184	-132	-490					
现金净流量	-497	-187	46	46					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 10 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

郭庆龙 造纸轻工行业
王文杰 造纸轻工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：喜临门,江山欧派,公牛集团,仙鹤股份,爱玛科技,致欧科技,箭牌家居,慕思股份,太阳纸业,居然之家,恒安国际,中宠股份,五洲特纸,王力安防,家联科技,绿源控股集团,联翔股份,奥瑞金,索菲亚,晨光股份,共创草坪,麒盛科技,奥普家居,思摩尔国际,朝云集团,泉峰控股,玛格家居,皇派家居,裕同科技,欧派家居

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。