

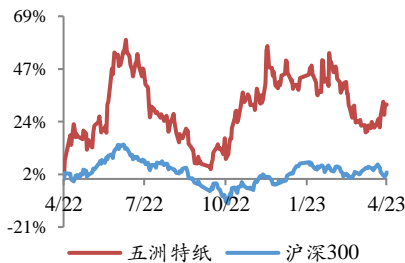
高浆价压力进入尾声，盈利复苏贯穿全年

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-29

收盘价(元) 17.23
近12个月最高/最低(元) 20.85/13.63
总股本(百万股) 401
流通股本(百万股) 83
流通股比例(%) 20.70
总市值(亿元) 69
流通市值(亿元) 14

公司价格与沪深300走势比较



分析师：马远方

执业证书号：S0010521070001

邮箱：mayf@hazq.com

相关报告

1.22A 产能释放业绩筑底，23A 迎接利润释放大年 2023-04-23

2.成本高位业绩承压，看好后期利润弹性 2022-10-28

3.销量倍增新产能消化顺利，成本压力彰显韧性 2022-08-30

主要观点：

- **公司发布 2023 年一季报。**23Q1 公司营收 12.58 亿元，同比-5.45%，归母净利润-2982.11 万元，同比-128.93%，扣非归母-1426.27 万元，同比-113.93%。
- **主力纸种量价平稳，格拉辛等持续提价，工业包装纸部分转产停机。**食品卡：主力纸种食品卡预计在 23Q1 量价平稳，产能利用率持续爬坡，依旧会在 23 年贡献增量。**格拉辛纸**：23Q1 公司继续对格拉辛纸提价，预计落地情况良好，赛道格局优异、需求跟踪持续维持景气度。**数码转印纸**：受益下游服装等行业复苏，23Q1 公司跟随行业发布两轮调价，每轮+1000 元，当前数码转印纸产能 7.2 万吨。**特种包装纸**：23Q1 箱瓦纸整体纸价承压，公司对部分产线停机改造，后续将转产特种纸提升整体盈利。
- **23Q1 是高浆价压力最大的季度，盈利逐季修复值得期待。**23Q1 受成本高位、开工不足等影响，毛利率 3.42%，同比/环比-13.02/7.64pct，净利率-2.37%，同比/环比-10.1/-1.04pct。23Q1 期间费用率 4.1%，同比-1.32pct，其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别 0.17%/1.56%/0.96%/1.41%。截至 3 月 31 日，公司存货 8.68 亿元，较 2022 年末增长 31.68%，判断高价浆陆续到库+部分产品需求波动短期累库所致。23Q1 经营性现金流净额-5700.89 万元，同比+27.35%，判断采购原材料有所增加。4 月阔叶浆外盘报价跌至 550 美金/吨，国内到港木浆累库，现货量提升，23Q2 起盈利步入上行通道。
- **投资建议：木浆超预期下行，在 22 年扩产后，看好 23 年利润弹性。**短期需求波动+成本高位拖累业绩，当前阶段性扰动进入尾声，看好景气复苏与浆价下行驱动盈利改善。我们预计公司 2023-2025E 归母净利润 5.37/7.44/8.57 亿元(前值 5.52/7.3/8.83 亿元)，同比+161.5%、38.7%、15.2%，对应 PE 为 12.86X、9.28X、8.05X，维持“买入”评级。
- **风险提示** 原材料价格上行、市场竞争加剧、产能投放不及预期等。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5962	7532	8786	10104
收入同比 (%)	61.6%	26.3%	16.6%	15.0%
归属母公司净利润	205	537	744	857
净利润同比 (%)	-47.4%	161.5%	38.7%	15.2%
毛利率 (%)	8.8%	12.6%	15.5%	15.8%
ROE (%)	9.3%	19.6%	21.3%	19.7%
每股收益 (元)	0.51	1.34	1.86	2.14
P/E	36.96	12.86	9.28	8.05
P/B	3.42	2.52	1.98	1.59
EV/EBITDA	18.27	10.34	7.26	6.23

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3228	4325	4967	6601	营业收入	5962	7532	8786	10104
现金	777	905	1914	2499	营业成本	5439	6581	7425	8509
应收账款	1006	1190	1298	1558	营业税金及附加	22	27	44	51
其他应收款	17	81	65	70	销售费用	10	12	20	20
预付账款	28	39	45	50	管理费用	81	94	114	126
存货	659	1139	832	1384	财务费用	123	168	235	284
其他流动资产	740	971	812	1038	资产减值损失	-4	-3	-8	-8
非流动资产	3339	3856	4379	4889	公允价值变动收益	3	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	9	12	14	-1
固定资产	1407	1478	1479	1445	营业利润	227	609	883	1030
无形资产	309	317	322	329	营业外收入	20	25	15	15
其他非流动资产	1624	2060	2577	3115	营业外支出	4	4	2	2
资产总计	6567	8181	9345	11490	利润总额	242	630	896	1043
流动负债	3259	4336	4756	6044	所得税	37	93	152	186
短期借款	2020	2602	3265	3953	净利润	205	537	744	857
应付账款	725	813	875	1050	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	514	920	616	1041	归属母公司净利润	205	537	744	857
非流动负债	1104	1104	1104	1104	EBITDA	541	937	1288	1516
长期借款	350	350	350	350	EPS (元)	0.51	1.34	1.86	2.14
其他非流动负债	754	754	754	754					
负债合计	4364	5440	5860	7148					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	400	401	401	401					
资本公积	464	464	464	464					
留存收益	1339	1875	2620	3477					
归属母公司股东权益	2203	2741	3485	4342					
负债和股东权益	6567	8181	9345	11490					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	36	352	1225	827	成长能力				
净利润	205	537	744	857	营业收入	61.6%	26.3%	16.6%	15.0%
折旧摊销	204	159	159	164	营业利润	-50.3%	168.6%	45.2%	16.6%
财务费用	121	164	225	266	归属于母公司净利	-47.4%	161.5%	38.7%	15.2%
投资损失	-19	-12	-14	1	获利能力				
营运资金变动	-461	-483	108	-471	毛利率 (%)	8.8%	12.6%	15.5%	15.8%
其他经营现金流	653	1006	639	1338	净利率 (%)	3.4%	7.1%	8.5%	8.5%
投资活动现金流	-1508	-642	-655	-663	ROE (%)	9.3%	19.6%	21.3%	19.7%
资本支出	-989	-654	-669	-662	ROIC (%)	5.4%	10.3%	11.9%	11.8%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	-519	12	14	-1	资产负债率 (%)	66.4%	66.5%	62.7%	62.2%
筹资活动现金流	982	419	438	422	净负债比率 (%)	198.0%	198.5%	168.2%	164.6%
短期借款	973	582	663	688	流动比率	0.99	1.00	1.04	1.09
长期借款	270	0	0	0	速动比率	0.77	0.72	0.85	0.85
普通股增加	0	1	0	0	营运能力				
资本公积增加	3	0	0	0	总资产周转率	1.07	1.02	1.00	0.97
其他筹资现金流	-265	-164	-225	-266	应收账款周转率	7.37	6.84	7.03	7.02
现金净增加额	-497	128	1008	586	应付账款周转率	9.64	8.55	8.80	8.84

每股指标 (元)				
每股收益	0.51	1.34	1.86	2.14
每股经营现金流薄)	0.09	0.88	3.06	2.06
每股净资产	5.51	6.84	8.70	10.84

估值比率				
P/E	36.96	12.86	9.28	8.05
P/B	3.42	2.52	1.98	1.59
EV/EBITDA	18.27	10.34	7.26	6.23

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：马远方，新加坡管理大学量化金融硕士，曾任职国盛证券研究所，2020年新财富轻工纺服第4名团队，2021年加入华安证券研究所，2022年水晶球轻工造纸行业（公募榜）第五名，2022年新浪金麒麟纺织服装最佳分析师，2022年Choice轻工制造行业最佳分析师。以龙头白马确立研究框架，擅长挖掘成长型企业。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。