

投资评级 优于大市 首次覆盖

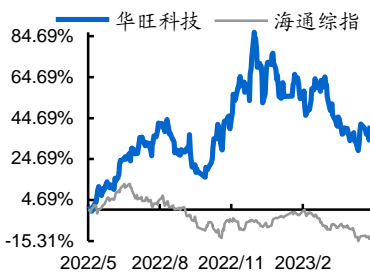
## 产能扩张&出口提升，盈利表现稳定

### 股票数据

05月11日收盘价(元)	20.15
52周股价波动(元)	14.41-27.35
总股本/流通A股(百万股)	332/169
总市值/流通市值(百万元)	6695/3396

### 相关研究

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	1.2	-11.6	-9.1
相对涨幅(%)	3.8	-12.2	-6.3

资料来源:海通证券研究所

分析师:郭庆龙

Email:gql13820@haitong.com

证书:S0850521050003

分析师:王文杰

Email:wwj14034@haitong.com

证书:S0850523020002

### 投资要点:

- 公司是国内装饰原纸龙头企业，22年及23年一季度分别实现收入34.36、9.14亿元，同比增长16.88%、20.87%；实现归母净利润4.67、1.08亿元，同比变动4.18%、-4.43%，实现扣非后归母净利润4.53、0.97亿元，同比变动6.17%、-6.48%，基本每股收益1.46、0.33元。
- **Q1收入同比增长，盈利表现较为稳定：**4Q22/1Q23公司实现营业收入9.47/9.14亿元，同比增长1.11%/20.87%，实现归母净利润1.37/1.08亿元（单22Q1/Q2/Q3分别为1.12/1.15/1.04亿元），盈利水平较为稳定。22年公司装饰原纸销量22.74万吨，同比增长12.30%，增量主要来自马鞍山基地新增5万吨产能，我们预计随着新产能持续投放，公司产销规模将继续扩张。
- **毛利率环比回落，净利率小幅下滑：**1Q23公司毛利率14.08%，同比下降7.34pct，环比下降3.47pct。期间费用率方面，销售费用率同比下降0.10pct至0.41%，管理费用率同比提升0.25pct至1.16%，研发费用率同比下降0.99pct至1.89%，财务费用率同比下降1.78pct至-2.00%，综合影响下，公司净利率同比下降3.11pct，环比下降2.65pct至11.72%。
- **产能持续扩张，出口占比提升：**截至22年底，公司共有7条装饰原纸生产线，其中包括已投产的马鞍山12万吨装饰原纸项目，目前18万吨特种纸项目一期正在推进中，公司产能预计将进一步扩张。公司出口业务表现优秀，22年主营业务中出口收入4.67亿元，同比增长34.17%，收入占比同比提升2.40pct至16.01%，毛利率同比提升4.86pct至24.05%。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司23-24年净利润分别5.79、6.78亿元，同比增速24.0%、17.1%，5月11日收盘价对应23-24年PE为11.6、9.9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24.36-27.84元，给予“优于大市”评级。
- **风险提示：**原材料成本大幅波动，下游需求不振，产能释放不及预期。

### 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万)	2940	3436	4184	4802	5359
(+/-)YoY(%)	82.4%	16.9%	21.8%	14.8%	11.6%
净利润(百万元)	449	467	579	678	758
(+/-)YoY(%)	72.5%	4.2%	24.0%	17.1%	11.8%
全面摊薄EPS(元)	1.35	1.41	1.74	2.04	2.28
毛利率(%)	21.9%	18.5%	18.5%	18.5%	18.4%
净资产收益率(%)	17.6%	13.0%	14.2%	14.6%	14.4%

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

- 我们预计公司 23-25 年 EPS 分别为 1.74、2.04、2.28 元。
  - 我们预计公司 23-25 年营业收入分别为 41.84、48.02、53.59 亿元，同比增长 21.8%、14.8%、11.6%。
  - 我们预计公司 23-25 年归母净利润分别为 5.79、6.78、7.58 亿元，同比增长 24.0%、17.1%、11.8%。
- **主要盈利预测假设:**
  - 装饰原纸业务方面，我们预计产能扩张带动收入持续增长，23-25 年收入增长 22.19%/12.09%/7.23%。
  - 木浆贸易业务方面，我们预计规模持续扩张，23-25 年收入增长 20%/20%/20%。
  - 毛利率方面，我们预计浆价回落将使得造纸业务毛利率回升，贸易毛利率回落，整体保持平稳，23-25 年毛利率分别为 18.48%/18.49%/18.38%。
  - 费用率方面，我们预计 23-25 年销售费用率保持 0.6%，管理费用率保持 1.4%，研发费用率保持 2.7%。

**表 1 华旺科技分业务盈利预测**

单位: 百万元	2022	2023E	2024E	2025E
<b>装饰原纸</b>				
销售收入	2383.25	2912.00	3264.00	3500.00
增长率 (YOY)	10.49%	22.19%	12.09%	7.23%
<b>木浆贸易</b>				
销售收入	968.75	1162.50	1395.00	1674.00
增长率 (YOY)	29.17%	20.00%	20.00%	20.00%
<b>合计</b>				
销售收入	3436.40	4184.22	4801.64	5359.43
增长率 (YOY)	16.88%	21.76%	14.76%	11.62%
销售成本	2801.58	3410.93	3913.84	4374.54
毛利率	18.47%	18.48%	18.49%	18.38%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

**表 2 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	24.70	14.74
五洲特纸	605007	特种纸	16.76	11.98

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 11 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
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>3436</b>	<b>4184</b>	<b>4802</b>	<b>5359</b>
每股收益	1.41	1.74	2.04	2.28	营业成本	2802	3411	3914	4375
每股净资产	10.86	12.30	13.98	15.84	毛利率%	18.5%	18.5%	18.5%	18.4%
每股经营现金流	1.62	1.89	2.31	2.69	营业税金及附加	12	15	17	19
每股股利	0.31	0.30	0.36	0.42	营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	20	25	29	32
P/E	14.33	11.55	9.87	8.83	营业费用率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
P/B	1.86	1.64	1.44	1.27	管理费用	48	59	67	75
P/S	1.95	1.60	1.39	1.25	管理费用率%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
EV/EBITDA	11.23	6.66	5.35	4.37	EBIT	491	597	705	781
股息率%	1.5%	1.5%	1.8%	2.1%	财务费用	-44	-65	-70	-86
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-1.3%	-1.6%	-1.5%	-1.6%
毛利率	18.5%	18.5%	18.5%	18.4%	资产减值损失	-15	0	0	0
净利润率	13.6%	13.8%	14.1%	14.2%	投资收益	1	0	0	0
净资产收益率	13.0%	14.2%	14.6%	14.4%	<b>营业利润</b>	<b>533</b>	<b>660</b>	<b>773</b>	<b>864</b>
资产回报率	8.5%	9.6%	9.8%	9.8%	营业外收支	0	-1	-1	-1
投资回报率	11.1%	12.7%	13.3%	13.0%	<b>利润总额</b>	<b>532</b>	<b>660</b>	<b>772</b>	<b>863</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	582	767	891	990
营业收入增长率	16.9%	21.8%	14.8%	11.6%	所得税	67	83	97	109
EBIT 增长率	-2.9%	21.6%	18.1%	10.8%	有效所得税率%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%
净利润增长率	4.2%	24.0%	17.1%	11.8%	少数股东损益	-2	-3	-3	-4
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>467</b>	<b>579</b>	<b>678</b>	<b>758</b>
资产负债率	34.5%	32.5%	32.6%	32.3%	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
流动比率	2.29	2.30	2.33	2.40	货币资金	1859	1591	1927	2371
速动比率	1.80	1.71	1.74	1.81	应收账款及应收票据	300	350	421	470
现金比率	1.00	0.83	0.88	0.97	存货	916	1121	1287	1438
<b>经营效率指标</b>					其它流动资产	1193	1360	1497	1621
应收账款周转天数	31.86	32.00	32.00	32.00	流动资产合计	4268	4423	5132	5899
存货周转天数	119.28	120.00	120.00	120.00	长期股权投资	0	0	0	0
总资产周转率	0.62	0.69	0.70	0.69	固定资产	921	1462	1588	1691
固定资产周转率	3.73	2.86	3.02	3.17	在建工程	203	53	53	53
					无形资产	74	72	70	68
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	非流动资产合计	1252	1641	1765	1867
净利润	467	579	678	758	<b>资产总计</b>	<b>5520</b>	<b>6064</b>	<b>6897</b>	<b>7766</b>
少数股东损益	-2	-3	-3	-4	短期借款	235	0	0	0
非现金支出	110	187	186	209	应付票据及应付账款	1484	1776	2037	2277
非经营收益	6	4	1	1	预收账款	0	0	0	0
营运资金变动	-43	-141	-96	-70	其它流动负债	142	148	164	179
<b>经营活动现金流</b>	<b>539</b>	<b>627</b>	<b>766</b>	<b>894</b>	流动负债合计	1860	1924	2202	2456
资产	-234	-561	-311	-311	长期借款	0	0	0	0
投资	0	0	0	0	其它长期负债	46	50	50	50
其他	-197	0	0	0	非流动负债合计	46	50	50	50
<b>投资活动现金流</b>	<b>-432</b>	<b>-561</b>	<b>-311</b>	<b>-311</b>	<b>负债总计</b>	<b>1906</b>	<b>1974</b>	<b>2251</b>	<b>2506</b>
债权募资	231	-231	0	0	实收资本	332	332	332	332
股权募资	821	0	0	0	归属于母公司所有者权益	3608	4087	4646	5264
其他	-371	-104	-120	-140	少数股东权益	6	3	0	-4
<b>融资活动现金流</b>	<b>682</b>	<b>-335</b>	<b>-120</b>	<b>-140</b>	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>5520</b>	<b>6064</b>	<b>6897</b>	<b>7766</b>
<b>现金净流量</b>	<b>793</b>	<b>-268</b>	<b>335</b>	<b>444</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 11 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
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> 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。