

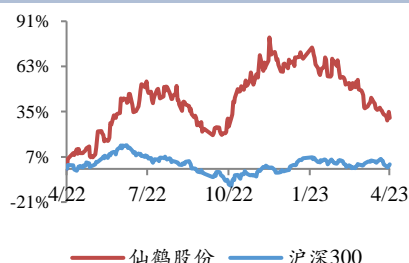
利润率环比改善初现，盈利弹性可期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-30

收盘价(元)	24.24
近12个月最高/最低(元)	33.43/19.57
总股本(百万股)	706
流通股本(百万股)	706
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	171
流通市值(亿元)	171

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

1.22Q4 业绩承压，看好23年盈利逐季向上 2023-03-31

2.高性能纸基龙头，林浆纸一体化打开成长远景 2022-12-14

主要观点：

- **公司发布2023年一季报**。23Q1 公司营收 18.37 亿元，同比+9.51%，归母净利润 1.22 亿元，同比-16.35%，扣非归母 1.15 亿元，同比-13.11%。其中夏王投资收益 0.44 亿元，同比+39.41%。
- **营收稳健，提价落地良好，高价浆拖累盈利**。量价拆分来看，1) 量：受春节及物流等影响，预计 23Q1 销量约 18.5 万吨，同比基本持平，环比减少约 4.3 万吨；2) 价：随下游节后回暖，预期部分纸种提价落地情况良好，若按 18.5 万吨销量计算，23Q1 吨纸价 9944 元/吨，环比+170 元。3) 利：高价浆成本压力仍存，剔除夏王投资收益后预计公司 23Q1 吨盈利约 424 元/吨，环比下滑约 55 元。
- **原料成本加速下滑，毛利率小幅改善**。23Q1 公司毛利率 10.01%，同比/环比-1.53/+1.1pct，净利率 6.67%，同比/环比-2.06/+0.2pct。22Q4 钛白粉市场价同比-23%，夏王业绩同比改善。均价上行+投资收益提升，公司 23Q1 利润率环比修复。23Q1 期间费用率 4.37%，同比-0.55pct，销售费率/管理费/研发费率/财务费率 0.3%/1.76%/1.27%/1.04%，同比-0.01/+0.32/+0.05/+0.19pct。截至 3 月 31 日存货 26.54 亿元，较 2022 年末+29.13%，经营性现金流净额-6.8 亿元，同比-736.43%，主因 23Q1 高价浆采购增加所致。4 月阔叶浆外盘报价急速下跌，成本压力大幅缓解。此外，4 月初公司 30 万吨食品白卡投产，23Q2 还将有 10 万吨特种纸产能投放，浆价下行+产能扩张，看好盈利弹性加速兑现。
- **投资建议**。公司进入新一轮产能扩张周期，优势产能持续加码，浆价下行与自制浆产能建设有望显著增厚业绩。我们预计公司 2023-2025E 归母净利润 11.88/15.29/18.16 亿元（前值 12.86/15.25/17.16 亿元），同比+67.3%/28.7%/18.8%，对应 PE 为 14.4X/11.19X/9.42X，维持“买入”评级。
- **风险提示** 原材料价格大幅提升、提价落地与产能投放不及预期、市场竞争加剧等。

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	7738	9587	11688	13441
收入同比(%)	28.6%	23.9%	21.9%	15.0%
归属母公司净利润	710	1188	1529	1816
净利润同比(%)	-30.1%	67.3%	28.7%	18.8%
毛利率(%)	11.5%	16.8%	17.9%	20.1%
ROE(%)	10.3%	14.7%	15.9%	15.9%
每股收益(元)	1.01	1.68	2.17	2.57
P/E	30.17	14.40	11.19	9.42
P/B	3.13	2.12	1.78	1.50
EV/EBITDA	23.24	11.77	10.32	8.20

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	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6969	8467	10530	12261	营业收入	7738	9587	11688	13441
现金	944	755	2699	2352	营业成本	6848	7972	9591	10742
应收账款	1310	1951	1958	2547	营业税金及附加	43	48	105	130
其他应收款	19	26	28	35	销售费用	26	33	44	47
预付账款	157	157	199	219	管理费用	124	163	245	228
存货	2055	2825	2649	3896	财务费用	68	174	81	391
其他流动资产	2484	2753	2997	3212	资产减值损失	-10	-10	-5	-15
非流动资产	6295	7283	8338	9314	公允价值变动收益	34	0	0	0
长期投资	864	941	1004	1071	投资净收益	140	221	468	538
固定资产	2846	3023	3176	3280	营业利润	801	1375	1797	2144
无形资产	773	949	1153	1347	营业外收入	2	2	2	3
其他非流动资产	1812	2369	3006	3616	营业外支出	9	6	2	2
资产总计	13264	15749	18868	21575	利润总额	794	1370	1796	2145
流动负债	4074	5254	6744	7544	所得税	79	178	258	317
短期借款	1771	2456	3273	4046	净利润	715	1192	1538	1827
应付账款	1182	1014	1656	1323	少数股东损益	5	4	9	11
其他流动负债	1121	1785	1815	2174	归属母公司净利润	710	1188	1529	1816
非流动负债	2278	2391	2481	2561	EBITDA	1041	1766	1913	2555
长期借款	0	90	130	160	EPS (元)	1.01	1.68	2.17	2.57
其他非流动负债	2278	2301	2351	2401					
负债合计	6352	7646	9226	10105					
少数股东权益	32	36	45	56					
股本	706	706	706	706					
资本公积	3064	3064	3064	3064					
留存收益	3109	4298	5827	7643					
归属母公司股东权益	6880	8068	9597	11413					
负债和股东权益	13264	15749	18868	21575					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	72	424	2184	119	成长能力				
净利润	715	1192	1538	1827	营业收入	28.6%	23.9%	21.9%	15.0%
折旧摊销	362	429	472	515	营业利润	-30.7%	71.6%	30.7%	19.3%
财务费用	67	211	86	366	归属于母公司净利	-30.1%	67.3%	28.7%	18.8%
投资损失	-139	-221	-468	-538	获利能力				
营运资金变动	-924	-1201	536	-2080	毛利率 (%)	11.5%	16.8%	17.9%	20.1%
其他经营现金流	1630	2407	1021	3936	净利率 (%)	9.2%	12.4%	13.1%	13.5%
投资活动现金流	-651	-1200	-1061	-954	ROE (%)	10.3%	14.7%	15.9%	15.9%
资本支出	-906	-1343	-1466	-1424	ROIC (%)	5.8%	9.3%	8.2%	9.8%
长期投资	92	-77	-62	-67	偿债能力				
其他投资现金流	162	221	468	538	资产负债率 (%)	47.9%	48.5%	48.9%	46.8%
筹资活动现金流	638	587	821	487	净负债比率 (%)	91.9%	94.3%	95.7%	88.1%
短期借款	1081	685	817	773	流动比率	1.71	1.61	1.56	1.63
长期借款	0	90	40	30	速动比率	1.02	0.92	1.04	0.99
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.64	0.66	0.68	0.66
其他筹资现金流	-443	-188	-36	-316	应收账款周转率	6.13	5.88	5.96	5.93
现金净增加额	71	-189	1944	-348	应付账款周转率	7.04	7.26	7.19	7.21

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达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。