

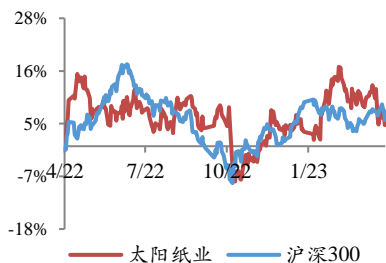
## 盈利修复可期，林浆纸确立长期壁垒

投资评级: 买入 (维持)

报告日期: 2023-04-24

收盘价 (元)	11.52
近 12 个月最高/最低 (元)	12.75/10.17
总股本 (百万股)	2,795
流通股本 (百万股)	2,744
流通股比例 (%)	98.18
总市值 (亿元)	322
流通市值 (亿元)	316

### 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. 底部盈利显韧性，林浆纸布局持续深化 2022-10-31

2. Q2 业绩超预期，浆纸布局优势彰显 2022-08-28

3. 业绩环比+258%超预期，盈利边际改善明确兑现 2022-04-29

### 主要观点:

- **公司发布 2022 年年报。**2022 年营收 397.67 亿元，同比+23.66%，归母净利润 28.1 亿元，同比-4.12%。22Q4 营收 101.3 亿元，同比/环比+19.9%/+3.48%；归母净利润 5.41 亿元，同比/环比+235.7%/ -11.14%。
- **产能爬坡+成本驱动，量价齐升营收稳健。**分产品看，1) 纸: 2022 年文化纸/牛皮箱板纸/生活用纸/淋膜原纸营收 118/104/15.3/16.8 亿元，同比+9.9%/+5.3%/+78.8%/+4.2%，成本高位下公司纸价随之提升，同时 21H2 投产的生活用纸与文化纸产能持续爬坡贡献营收增量。2) 浆: 2022 年公司溶解浆/化学浆/化机浆营收 41.7/33.6/19.9 亿元，同比+28.14%、+2140.3%、+9.1%。公司 2022 年浆产能合计约 435 万吨，较 2020 年新增 135 万吨，较 2021 年增加 15 万吨，主要系 21 年投产的 20wt 化机浆与 80wt 化学浆，以及 22 年收购的 15wt 化学浆产能。自有浆规模显著提升，2022 年浆销量合计 184 万吨，同比+71.96%。
- **成本高企 Q4 承压，原料下行盈利弹性可期。**浆价高企盈利环比承压，22Q4 公司毛利率 13.2%，同比/环比+3.3/-1.28pct，净利率 5.39%，同比/环比+3.1/-0.85pct。费用方面，22Q4 公司期间费用 6.73%，同比/环比-1.14/-0.84pct，其中销售费率/管理费率/研发费率/财务费率分别 0.41%/2.66%/1.47%/2.19%。公司盈利同比提升主因能源成本同比改善，且自有浆放量缩小成本波动。此外，22H2 疫情导致溶解浆运输受限，公司及时转产化学浆缓解部分成本压力。当前主要原材料木浆、废纸浆价格回落显著: 4 月明星阔叶浆报价低至 550 美金/吨，废纸浆 3 月进口均价同比-33.14%至 304 美金/吨，预计对盈利弹性贡献将于 23Q2 起陆续显现。需求端，年后文化纸迎小阳春，公司发布两轮提价函预计落地良好; 箱板纸则有望伴随疫后消费、出口回暖迎来需求复苏。
- **三大基地齐头并进，林浆纸一体化助力长远发展。**当前公司南宁基地正式动工建设，预计 23Q3 首批 100 万吨高档包装纸产线和 50 万吨化学浆投产。三大基地齐头并进，林浆纸一体化战略持续深入。预计 23-25 年净利润分别 31.7/35.6/41.2 亿元，同比+12.7%/+12.4%/ +15.7%。对应 PE 为 10.2X/9.1X/7.8X。维持“买入”评级。
- **风险提示** 原料价格大幅波动、产能投放不及预期、进口纸冲击等。

### 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	39767	41161	45866	50641
收入同比 (%)	23.7%	3.5%	11.4%	10.4%
归属母公司净利润	2809	3166	3559	4116
净利润同比 (%)	-4.1%	12.7%	12.4%	15.7%
毛利率 (%)	15.2%	16.0%	16.1%	16.5%
ROE (%)	12.2%	12.1%	11.9%	12.1%
每股收益 (元)	1.04	1.13	1.27	1.47
P/E	11.08	10.17	9.05	7.82
P/B	1.39	1.23	1.08	0.95

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
<b>流动资产</b>	12588	12177	13718	19087	<b>营业收入</b>	39767	41161	45866	50641
现金	2386	2000	2279	6564	营业成本	33735	34567	38465	42291
应收账款	2233	2303	2569	2835	营业税金及附加	178	185	229	253
其他应收款	79	118	118	135	销售费用	153	156	197	238
预付账款	664	694	767	845	管理费用	1033	1062	1147	1271
存货	5339	5144	5855	6399	财务费用	834	901	925	669
其他流动资产	1887	1918	2130	2308	资产减值损失	-55	-33	-21	-20
<b>非流动资产</b>	35426	37062	36683	37588	公允价值变动收益	-6	0	0	0
长期投资	256	284	309	334	投资净收益	22	14	5	0
固定资产	28874	29526	26792	25606	<b>营业利润</b>	3033	3623	4162	4861
无形资产	1767	2124	2508	2901	营业外收入	39	30	30	30
其他非流动资产	4529	5129	7073	8746	营业外支出	4	3	3	5
<b>资产总计</b>	48014	49239	50401	56675	<b>利润总额</b>	3068	3650	4189	4886
<b>流动负债</b>	17448	14329	10706	11636	所得税	251	474	620	757
短期借款	8169	4246	0	0	<b>净利润</b>	2817	3175	3569	4129
应付账款	3915	4355	4719	5235	少数股东损益	8	10	11	12
其他流动负债	5364	5728	5987	6402	<b>归属母公司净利润</b>	2809	3166	3559	4116
<b>非流动负债</b>	7392	8561	9776	10991	EBITDA	2112	8752	12486	11058
长期借款	6640	7799	8999	10199	EPS (元)	1.04	1.13	1.27	1.47
其他非流动负债	753	763	778	793					
<b>负债合计</b>	24840	22890	20482	22628					
少数股东权益	90	99	110	122					
股本	2795	2795	2795	2795					
资本公积	3574	3574	3574	3574					
留存收益	16715	19881	23440	27556					
归属母公司股东权益	23084	26250	29809	33925					
<b>负债和股东权益</b>	48014	49239	50401	56675					

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	
<b>经营活动现金流</b>	3824	9109	11226	10160	<b>成长能力</b>				
净利润	2809	3166	3559	4116	营业收入	23.7%	3.5%	11.4%	10.4%
折旧摊销	2112	4210	7382	5515	营业利润	-10.0%	19.5%	14.9%	16.8%
财务费用	633	912	930	677	归属于母公司净利	-4.1%	12.7%	12.4%	15.7%
投资损失	-22	-14	-5	0	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-1754	814	-644	-156	毛利率 (%)	15.2%	16.0%	16.1%	16.5%
其他经营现金流	4609	2372	4207	4280	净利率 (%)	7.1%	7.7%	7.8%	8.1%
<b>投资活动现金流</b>	-6121	-5823	-6987	-6412	ROE (%)	12.2%	12.1%	11.9%	12.1%
资本支出	-4682	-5827	-6962	-6385	ROIC (%)	0.0%	9.7%	10.5%	10.1%
长期投资	-1446	-30	-24	-23	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	7	34	0	-4	资产负债率 (%)	51.7%	46.5%	40.6%	39.9%
<b>筹资活动现金流</b>	1803	-3672	-3961	538	净负债比率 (%)	107.2%	86.9%	68.5%	66.5%
短期借款	472	-3923	-4246	0	流动比率	0.72	0.85	1.28	1.64
长期借款	1248	1159	1200	1200	速动比率	0.38	0.44	0.66	1.02
普通股增加	108	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	1148	0	0	0	总资产周转率	0.83	0.84	0.91	0.89
其他筹资现金流	-1173	-908	-915	-662	应收账款周转率	17.81	17.87	17.85	17.86
<b>现金净增加额</b>	-490	-386	279	4285	应付账款周转率	8.62	7.94	8.15	8.08
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	1.04	1.13	1.27	1.47
					每股经营现金流薄)	1.37	3.26	4.02	3.64
					每股净资产	8.26	9.39	10.67	12.14
					<b>估值比率</b>				
					P/E	11.08	10.17	9.05	7.82
					P/B	1.39	1.23	1.08	0.95
					EV/EBITDA	22.22	5.09	3.30	3.45

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。