

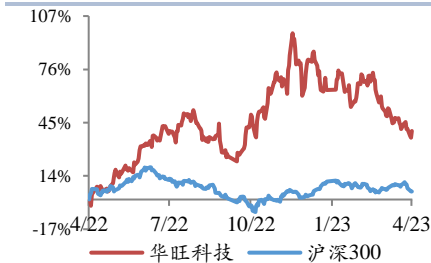
23Q1 收入靓丽，产能加码叠加盈利修复可期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-26

收盘价(元)	18.92
近12个月最高/最低(元)	26.61/13.03
总股本(百万股)	332
流通股本(百万股)	169
流通股比例(%)	50.72
总市值(亿元)	63
流通市值(亿元)	32

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

- 1.2022 年韧性彰显，2023 年迎接更好的环境 2023-03-08
- 2.收入利润彰显韧性，多纸种布局持续打开空间 2022-10-28
- 3.新产能持续释放，医疗、食品包装打开更大空间 2022-08-31

主要观点：

- **公司发布 2023 年一季报。**公司 23Q1 实现营收 9.14 亿元，同比 +20.87%，归母净利润 1.08 亿元，同比 -4.43%，扣非归母 9669.65 万元，同比 -6.48%。
- **产销高位运行，预计新产能及出口驱动收入靓丽。**在疫情、春节停工影响下，23Q1 公司营收仍保持稳健增长，一方面基于产能规模提升，我们预计 22Q1 投产的 5 万吨装饰原纸基本实现满产，预计 23Q1 公司销量约 6.5 万吨，同比提升约 16%。另一方面公司持续优化产品结构，提高新品销售占比，销售均价环比提升，且 2 月下旬针对部分产品小幅提价，预计 3 月出货采用新价格。此外，公司 8 万吨装饰原纸产能预计将于 6 月末投产，22Q3 起陆续放量。公司产品力行业领先且持续迭代新品，产品售价较为稳定，新产能投放将持续带动公司营收规模向上。
- **Q1 或为全年利润率低点，浆价超预期下行盈利弹性可期。**23Q1 公司毛利率 14.08%，同比/环比 -7.34/-3.47pct，净利率 11.72%，同比/环比 -3.11/-2.65pct。23Q1 公司高价浆成本压力仍存，22Q4 明星外盘价同比 +50.4%，钛白粉 22Q4 市场均价同比下滑约 23%。费用方面，23Q1 公司期间费用率 1.46%，同比/环比 -2.62/-0.82pct，费用管控良好。其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别 0.41%/1.16%/1.89%/-2%。随阔叶浆供应宽松需求低迷，4 月阔叶浆外盘报价跌至 550 美金/吨，预计公司实际采购价或低于 500 美金/吨。截至 3 月 31 日公司存货 7.88 亿元，较 2022 年末 -13.97%，考虑公司产销旺盛，推测存货下滑主因高价原材料耗用所致。预计 23Q2 起低价浆陆续投入使用，公司盈利弹性可期。
- **多元产能持续推进，迎接新一轮成长周期。**除 6 月底 8 万吨装饰原纸投产外，公司还规划 40 万吨特种纸产能，包含格拉辛、食品及医疗用纸等，预计首批产能于 24 年末投产，2025 年迎接新一轮成长周期。预计公司 2023E-2025E 归母净利润 5.96/6.81/7.55 亿元，同比 +27.6%/14.2%/10.9%，对应 PE 10.6X/9.2X/8.3X，维持买入评级。
- **风险提示。**原材料大幅上行、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	3436	3986	4548	5056
收入同比 (%)	16.9%	16.0%	14.1%	11.2%
归属母公司净利润	467	596	681	755
净利润同比 (%)	4.2%	27.6%	14.2%	10.9%
毛利率 (%)	18.5%	21.1%	20.2%	20.5%
ROE (%)	13.0%	14.2%	13.9%	13.4%
每股收益 (元)	1.46	1.79	2.05	2.27
P/E	16.81	10.55	9.24	8.33
P/B	2.26	1.50	1.29	1.11
EV/EBITDA	11.23	5.79	4.88	3.68

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	4268	4784	5629	6526	营业收入	3436	3986	4548	5056
现金	1859	1883	2284	2832	营业成本	2802	3146	3628	4018
应收账款	300	329	383	426	营业税金及附加	12	17	16	19
其他应收款	0	1	1	1	销售费用	20	24	25	20
预付账款	6	7	8	9	管理费用	48	52	54	53
存货	916	959	1134	1248	财务费用	-44	-9	2	2
其他流动资产	1187	1605	1819	2010	资产减值损失	-15	-5	-2	-1
非流动资产	1252	1360	1466	1570	公允价值变动收益	-4	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	1	3	20	5
固定资产	921	1205	1163	1127	营业利润	533	688	786	872
无形资产	74	78	82	87	营业外收入	0	1	0	0
其他非流动资产	257	78	221	356	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	5520	6144	7095	8096	利润总额	532	689	786	872
流动负债	1860	1890	2164	2413	所得税	67	95	109	120
短期借款	235	0	0	0	净利润	465	594	678	752
应付账款	766	853	986	1091	少数股东损益	-2	-2	-3	-3
其他流动负债	859	1037	1177	1322	归属母公司净利润	467	596	681	755
非流动负债	46	46	46	46	EBITDA	582	761	822	939
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.46	1.79	2.05	2.27
其他非流动负债	46	46	46	46					
负债合计	1906	1936	2209	2459					
少数股东权益	6	4	1	-2					
股本	332	332	332	332					
资本公积	1936	1936	1936	1936					
留存收益	1339	1935	2616	3371					
归属母公司股东权益	3608	4204	4884	5639					
负债和股东权益	5520	6144	7095	8096					

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	539	696	705	821	成长能力				
净利润	467	596	681	755	营业收入	16.9%	16.0%	14.1%	11.2%
折旧摊销	91	129	118	124	营业利润	1.6%	29.2%	14.2%	10.9%
财务费用	2	4	0	0	归属于母公司净利	4.2%	27.6%	14.2%	10.9%
投资损失	-6	-3	-20	-5	获利能力				
营运资金变动	-43	-34	-75	-51	毛利率 (%)	18.5%	21.1%	20.2%	20.5%
其他经营现金流	538	635	757	803	净利率 (%)	13.6%	15.0%	15.0%	14.9%
投资活动现金流	-432	-433	-304	-273	ROE (%)	13.0%	14.2%	13.9%	13.4%
资本支出	-234	-239	-228	-232	ROIC (%)	11.1%	12.9%	12.4%	12.4%
长期投资	0	-197	-96	-46	偿债能力				
其他投资现金流	-197	3	20	5	资产负债率 (%)	34.5%	31.5%	31.1%	30.4%
筹资活动现金流	682	-239	0	0	净负债比率 (%)	52.7%	46.0%	45.2%	43.6%
短期借款	235	-235	0	0	流动比率	2.29	2.53	2.60	2.70
长期借款	0	0	0	0	速动比率	1.80	2.02	2.07	2.18
普通股增加	45	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	773	0	0	0	总资产周转率	0.62	0.65	0.64	0.62
其他筹资现金流	-372	-4	0	0	应收账款周转率	11.46	12.10	11.87	11.87
现金净增加额	793	24	401	548	应付账款周转率	3.66	3.69	3.68	3.68
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.46	1.79	2.05	2.27
					每股经营现金流	1.62	2.09	2.12	2.47
					每股净资产	10.86	12.65	14.70	16.97
					估值比率				
					P/E	16.81	10.55	9.24	8.33
					P/B	2.26	1.50	1.29	1.11
					EV/EBITDA	11.23	5.79	4.88	3.68

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。