

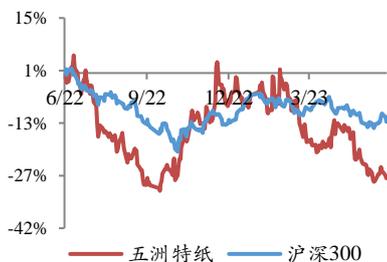
发布定增及股权激励方案，底部增持看好发展

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-06-25

收盘价(元)	14.15
近12个月最高/最低(元)	20.62/13.48
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)	57
流通市值(亿元)	12

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. 高浆价压力进入尾声，盈利复苏贯穿全年 2023-04-30

2. 22A 产能释放业绩筑底，23A 迎接利润释放大年 2023-04-23

3. 成本高位业绩承压，看好后期利润弹性 2022-10-28

主要观点：

- **公司发布定增与 2023 限制性股票激励方案。**1) **定增：控股股东全额认购增持定增：**拟向控股股东、实控人赵磊先生，赵晨佳女士、赵云福先生、林彩玲女士发行募集资金总额不超过人民币 8.5 亿元，扣除发行费用后用于补充流动资金；2) **限制性股票激励方案：**拟向激励对象（高管及核心骨干等在内的 118 人）授予限制性股票 352.30 万股，授予价格 7.28 元，考核指标为 23-25 年扣非归母净利润目标 2.5/5.5/7 亿元，即同比增速 53.34%/120%/27.3%。**大股东增持+股权激励彰显发展信心。**
- **产品矩阵持续优化升级，自有浆线建设稳步推进。**公司持续优化升级产品矩阵：1) **食品卡：**精益生产下产能利用率持续爬坡，预期 23 年产量仍有小幅增量。2) **特种包装纸：**根据公开交流信息，江西基地工业包装纸产线改造有序推进，改造后将生产文化纸及格拉辛纸，预期格拉辛纸新产能将最早于 23Q4 投放。3) **数码转印纸：**除原有热转印纸改造升级为数码转印纸外，公司另新增一条 2.2wt 数码转印纸产线。根据公开交流信息，新产线已于 23Q1 落地，随产能爬坡逐渐释放利润。4) **描图纸：**根据公开交流信息，公司新增的 1.8wt 描图纸产线有望 23Q4 投产。除上述产线升级优化外，首条 30wt 化机浆产线也将于 23Q4 在江西基地释放，在热电联产基础上提升中长期盈利稳定性。
- **高价浆压力消退，需求复苏带动吨盈利扩张。**今年以来整体行业复苏不及预期，但上半年浆价下跌幅度及速度略超预期，且在木浆供给端持续扩张背景下，预计浆价低位盘整将持续。我们认为全年公司盈利呈现逐季阶梯式增长，23Q3 开始持续有食品卡、文化纸及热转印销量产能爬坡带来的量增，成本下行幅度大于纸价，盈利能力逐季边际修复明显，等待宏观需求复苏，吨盈利将迎来较大弹性。
- **24 年新一轮产能扩张，底部增持看好发展。**湖北基地有序推进，根据公开交流信息，首批箱板瓦楞纸（各 30wt）有望于 24Q3 释放，进入新一轮产能扩张周期，由特种纸领军企业迈向综合性浆纸一体化龙头。预计 23-25 年归母净利润 3.1/6.2/7.3 亿元（前值 5.4/7.4/8.6 亿元），同比 +50.3%/101.6%/17%。对应 PE 18.4X/9.1X/7.8X。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	6703	7687	8633
收入同比(%)	61.6%	12.4%	14.7%	12.3%
归属母公司净利润	205	308	622	728
净利润同比(%)	-47.4%	50.3%	101.6%	17.0%
毛利率(%)	8.8%	10.6%	15.7%	15.9%
ROE(%)	9.3%	12.6%	20.3%	19.2%
每股收益(元)	0.51	0.77	1.55	1.82
P/E	36.96	18.38	9.11	7.79
P/B	3.42	2.31	1.85	1.49

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	3816	4427	5733	营业收入	5962	6703	7687	8633
现金	777	871	1573	2317	营业成本	5439	5990	6482	7260
应收账款	1006	947	1228	1209	营业税金及附加	22	27	38	43
其他应收款	17	70	58	58	销售费用	10	13	18	17
预付账款	28	36	40	43	管理费用	81	107	123	108
存货	659	977	742	1147	财务费用	123	168	235	284
其他流动资产	740	915	786	959	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	11	12	-1
固定资产	1407	1478	1479	1445	营业利润	227	340	726	853
无形资产	309	317	322	329	营业外收入	20	20	15	15
其他非流动资产	1624	2060	2577	3115	营业外支出	4	2	2	2
资产总计	6567	7672	8806	10622	利润总额	242	358	739	866
流动负债	3259	4119	4631	5720	所得税	37	49	117	139
短期借款	2020	2602	3265	3953	净利润	205	308	622	728
应付账款	725	675	799	843	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	514	841	567	923	归属母公司净利润	205	308	622	728
非流动负债	1104	1104	1104	1104	EBITDA	541	669	1131	1340
长期借款	350	350	350	350	EPS (元)	0.51	0.77	1.55	1.82
其他非流动负债	754	754	754	754					
负债合计	4364	5223	5735	6824					
少数股东权益	0	0	0	0	主要财务比率				
股本	400	401	401	401	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	464	464	464	464	成长能力				
留存收益	1339	1583	2205	2933	营业收入	61.6%	12.4%	14.7%	12.3%
归属母公司股东权	2203	2449	3071	3798	营业利润	-50.3%	50.0%	113.5%	17.6%
负债和股东权益	6567	7672	8806	10622	归属于母公司净利	-47.4%	50.3%	101.6%	17.0%
					获利能力				
					毛利率 (%)	8.8%	10.6%	15.7%	15.9%
					净利率 (%)	3.4%	4.6%	8.1%	8.4%
					ROE (%)	9.3%	12.6%	20.3%	19.2%
					ROIC (%)	5.4%	7.2%	11.0%	11.2%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	66.4%	68.1%	65.1%	64.2%
					净负债比率 (%)	198.0%	213.3%	186.8%	179.7%
					流动比率	0.99	0.93	0.96	1.00
					速动比率	0.77	0.67	0.78	0.79
					营运能力				
					总资产周转率	1.07	0.94	0.93	0.89
					应收账款周转率	7.37	6.84	7.03	7.02
					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	0.77	1.55	1.82
					每股经营现金流薄)	0.09	0.96	2.30	2.46
					每股净资产	5.51	6.11	7.67	9.48
					估值比率				
					P/E	36.96	18.38	9.11	7.79
					P/B	3.42	2.31	1.85	1.49
					EV/EBITDA	18.27	12.68	7.47	6.26

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。