

# 上半年业绩承压，看好下半年盈利改善

## 冠豪高新(600433)

评级:	买入	股票代码:	600433
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	4.78/3.27
目标价格:		总市值(亿)	61.73
最新收盘价:	3.34	自由流通市值(亿)	48.08
		自由流通股数(百万)	1,439.46

### 事件概述

公司发布 2023 年半年度业绩预告，2023H1，公司预计实现归属于母公司所有者的净利润为-5,017 万元左右，同比下降 133.55%。归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润为-5,967 万元左右，同比下降 141.04%。

### 分析判断:

#### ► 受库存周期影响，上半年木浆成本仍处高位，预计下半年将明显改善。

2023 年上半年造纸行业整体受到了供给端新增产能投放和市场需求不旺的影响，供需格局失衡导致大部分纸种价格出现下滑，同时纸张的主要原材料木浆价格快速下跌，导致纸张价格进一步失去支撑。公司业绩承压，主要还是因为公司采购的木浆以进口为主，并非现货采购，而受到采购周期的影响，公司 2023 年上半年入库的木浆成本仍处高位，导致公司产品成本较高。同时，由于当前国际形势复杂严峻，经济环境持续低迷，出口海外高毛利订单较去年同期大幅减少。我们预计公司高价库存木浆已经基本消化完毕，下半年成本端将明显改善，同时海外复活节和圣诞节采购季将至，也有利于行业整体需求恢复，公司下半年利润盈利能力将得到较大改善。

#### ► 拟收购湛江中纸，推进浆纸一体化布局。

公司 2023 年 6 月 9 日发公告称拟以现金方式收购中国纸业全资子公司湛江中纸纸业有限公司 100% 股权及中国纸业对湛江中纸的债权，以便更好的发挥资源协同效应，进一步扩大公司的浆纸产能。近年来，国内造纸企业开始大力推进林浆纸一体化项目布局，增加自身的纸浆生产与供应能力，降低对海外木浆的依赖，同时进一步控制成本。目前湛江中纸已具备新建白卡纸及化机浆产能的相关前提条件（根据湛江中纸纸业有限公司的环评公告，湛江中纸纸业有限公司中国纸业南方基地高端包装新材项目拟建设 1 条年产 102 万吨涂布白卡纸生产线，2 条共年产 61.2 万吨化机浆生产线，配套 1 条年产 20.4 万吨碳酸钙生产线，1 条年回收 27540 吨碱回收线，自动化的中间仓及成品库，配备给水处理站和污水处理系统），通过新建化机浆产能来提高公司的木浆自给率，有利于公司更好的控制成本，抵御纸浆市场价格波动的风险。且湛江中纸所属土地位于湛江市东海岛，与公司东海岛厂区相邻，可有效形成规模效应和协同效应，未来将大大提升公司核心竞争力和持续盈利能力。我们认为在收购完成后，公司将发挥产业链协同效应，控制上游原材料成本；另一方面也将减少关联交易，进一步规范公司治理。

### 投资建议

我们看好冠豪高新，公司作为特种纸行业里的龙头企业，产品线主要包括特种纸、不干胶标签以及特种白卡纸。短期来看，我们预计公司高价库存木浆已经基本消化完毕，利好公司下半年利润快速修复。中长期看，公司特种纸业务和白卡纸业务均将受益于公司自身的产能扩张以及在优质客户供应体系里的份额提升。考虑到公司上半年业绩承压，我们下调公司的盈利预测，预计公司 23-25 年的营收由 84.96/98.1/111.36 亿元下调至 81.2/93.47/106.06 亿元，EPS 由 0.28/0.33/0.4 元下调至 0.21/0.32/0.39 元，对应 2023 年 7 月 12 日 3.34 元/股收盘价，PE 分别为 15.88/10.28/8.48 倍，维持公司“买入”评级。

### 风险提示

- 1) 宏观经济波动导致下游需求不及预期。2) 新项目的建设具有一定的建设周期，可能会受宏观经济变化、行业竞争加剧、产业政策变化以及项目建设过程其他相关不确定因素影响，存在一定的不确定性。3) 收购湛江中纸事宜存在一定的不确定性。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,398	8,086	8,120	9,347	10,606
YoY (%)	13.9%	9.3%	0.4%	15.1%	13.5%
归母净利润(百万元)	139	387	388	599	727
YoY (%)	-56.4%	179.1%	0.2%	54.5%	21.3%
毛利率 (%)	18.3%	14.2%	13.8%	18.3%	17.8%
每股收益 (元)	0.08	0.21	0.21	0.32	0.39
ROE	2.8%	7.3%	6.8%	9.5%	10.4%
市盈率	41.75	15.90	15.88	10.28	8.48

资料来源: wind, 华西证券研究所

**分析师: 徐林锋**

邮箱: xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系电话:

**分析师: 戚志圣**

邮箱: qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

联系电话:

**研究助理: 宋姝旺**

邮箱: songsw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523070002

联系电话:

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	8,086	8,120	9,347	10,606	净利润	474	478	810	903
YoY (%)	9.3%	0.4%	15.1%	13.5%	折旧和摊销	292	440	487	477
营业成本	6,936	6,997	7,637	8,717	营运资金变动	30	-117	-217	-230
营业税金及附加	48	48	59	66	经营活动现金流	787	764	1,132	1,186
销售费用	77	79	95	106	资本开支	-257	-599	-116	-3
管理费用	249	251	288	326	投资	11	0	0	0
财务费用	-13	58	30	15	投资活动现金流	-606	-556	-100	15
研发费用	314	313	370	421	股权募资	101	0	0	0
资产减值损失	4	0	0	0	债务募资	69	-40	0	0
投资收益	16	42	16	18	筹资活动现金流	-17	-98	-57	-57
营业利润	511	467	905	998	现金净流量	168	110	975	1,145
营业外收支	0	49	-14	-1					
利润总额	512	516	891	997	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	38	39	82	94	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	474	478	810	903	营业收入增长率	9.3%	0.4%	15.1%	13.5%
归属于母公司净利润	387	388	599	727	净利润增长率	179.1%	0.2%	54.5%	21.3%
YoY (%)	179.1%	0.2%	54.5%	21.3%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	0.21	0.21	0.32	0.39	毛利率	14.2%	13.8%	18.3%	17.8%
					净利率	5.9%	5.9%	8.7%	8.5%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	3.9%	3.8%	5.3%	5.8%
货币资金	1,720	1,829	2,804	3,949	净资产收益率 ROE	7.3%	6.8%	9.5%	10.4%
预付款项	161	185	194	225	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	1,086	1,048	1,161	1,319	流动比率	1.80	1.88	2.26	2.60
其他流动资产	1,728	1,858	2,124	2,439	速动比率	<b>1.32</b>	<b>1.41</b>	<b>1.77</b>	<b>2.09</b>
流动资产合计	4,695	4,921	6,284	7,931	现金比率	0.66	0.70	1.01	1.29
长期股权投资	686	686	686	686	资产负债率	27.5%	25.9%	25.2%	25.0%
固定资产	3,507	3,104	3,152	2,812	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	353	378	358	338	总资产周转率	0.82	0.79	0.83	0.85
非流动资产合计	5,204	5,415	5,033	4,561	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	9,899	10,336	11,316	12,492	每股收益	0.21	0.21	0.32	0.39
短期借款	792	792	792	792	每股净资产	2.87	3.08	3.40	3.80
应付账款及票据	1,121	1,165	1,259	1,442	每股经营现金流	0.43	0.41	0.61	0.64
其他流动负债	699	655	732	822	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2,612	2,611	2,783	3,055	<b>估值分析</b>				
长期借款	50	10	10	10	PE	15.90	15.88	10.28	8.48
其他长期负债	60	60	60	60	PB	1.42	1.09	0.98	0.88
非流动负债合计	110	70	70	70					
负债合计	2,723	2,681	2,853	3,125					
股本	1,845	1,845	1,845	1,845					
少数股东权益	1,889	1,978	2,189	2,365					
股东权益合计	7,176	7,654	8,464	9,366					
负债和股东权益合计	9,899	10,336	11,316	12,492					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，9年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，5年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

宋姝旺：轻工行业助理分析师。2021年7月加入华西证券，悉尼大学金融学硕士，阿德莱德大学会计学学士。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。