

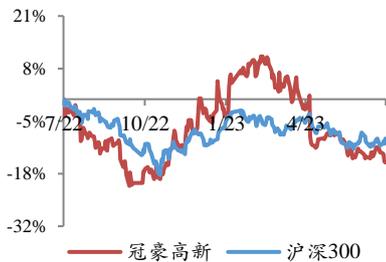
高浆价库存及纸价压力集中释放，看好下半年盈利弹性

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-07-16

收盘价(元)	3.32
近12个月最高/最低(元)	4.37/3.10
总股本(百万股)	1,848
流通股本(百万股)	1,439
流通股比例(%)	77.88
总市值(亿元)	61
流通市值(亿元)	48

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

- 1.23Q1 业绩筑底，成本加速下行弹性逐季兑现 2023-04-19
- 2.结构、出口表现亮眼，看好高端产品盈利弹性 2023-03-11
- 3.老牌特种纸领军，纵横延伸进入成长新纪元 2023-01-17

主要观点：

- **公司发布 2023 年半年度业绩预告**：预计 23H1 实现归母净利润约-5017 万元，扣非归母净利润约-5967 万元，与上年同期（归母净利润 1.50 亿元，扣非归母净利润 1.45 亿元）相比出现亏损。其中 23Q2 预计归母净利润-5811 万元，扣非归母净利润-6684 万元（上年同期归母净利润 11128.5 万元，扣非归母净利润 11076.4 万元）。
- **高价木浆库存消化+纸价下行，23Q2 盈利承压**。公司 Q2 业绩承压主因：1) 纸价承压，行业需求修复慢于预期，叠加供给端扩张使得纸价承压，木浆大幅下行进一步拖累纸价。根据卓创资讯，23Q2 国内白卡纸均价 4487 元/吨，同比/环比-29.6%/-12.1%。基于公司白卡产品定位高端、客户渠道稳定合作稳固，预计公司高档涂布白卡纸价或小幅回落；2) 受采购周期与汇率波动影响，公司上半年入库木浆成本仍处高位。但阔叶浆外盘报价自 3 月起超预期回落，最新 7 月明星阔叶浆报价 515 美元/吨，若按两个月运输周期计算，公司用浆成本自 5 月起有望逐月降低。3) 出口具备高基数，外需走弱及格局影响，我们判断出口订单同比略有下滑。
- **23Q2 高价木浆集中消化，看好下半年逐季反转**。短期来看，全球阔叶浆供应充足，进口木浆大比例增长，2023 年 1-5 月阔叶浆累计进口同比+14.7%，23H2 起成本压力将迎来快速释放；长期来看，公司拟收购湛江中纸积极布局上游，其在建项目包括 102 万吨涂布白卡纸、61.2 万吨化机浆以及配套 20.4 万吨碳酸钙，预计最早将于 25Q4 达产。届时公司将进一步扩张高档涂布白卡产能，23-25 年高档涂布白卡产能有望达 60/90/192 万吨，实现产能倍增。
- **压力集中释放，左侧布局价值凸显**。公司拥有优异高端客户矩阵及高端产品矩阵，低浆价环境将在高价库存消耗后，带来显著利润弹性。23H2 将迎传统旺季+成本改善双重利好，当前左侧布局价值凸显，看好盈利弹性释放。预计 23-25 年归母净利润 3.61/5.44/6.7 亿元，同比-6.8%、+50.9%、+23.1%，对应 PE 为 17.0X/11.3X/9.2X，维持“买入”评级。
- **风险提示** 原材料价格大幅上涨、产能投放与需求修复不及预期。

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	8086	7581	9651	11097
收入同比 (%)	9.3%	-6.2%	27.3%	15.0%
归属母公司净利润	387	361	544	670
净利润同比 (%)	179.1%	-6.8%	50.9%	23.1%
毛利率 (%)	14.2%	15.8%	17.4%	18.3%
ROE (%)	7.3%	7.0%	9.5%	10.5%
每股收益 (元)	0.21	0.20	0.29	0.36
P/E	19.38	17.01	11.28	9.16
P/B	1.42	1.18	1.07	0.96
EV/EBITDA	8.65	5.09	5.31	4.24

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	4695	3574	4482	4011	营业收入	8086	7581	9651	11097
现金	1720	1707	839	1265	营业成本	6936	6382	7974	9068
应收账款	891	641	1282	437	营业税金及附加	48	38	54	73
其他应收款	23	27	32	30	销售费用	77	73	101	133
预付账款	161	160	215	236	管理费用	249	243	309	355
存货	1086	500	1351	1168	财务费用	-13	20	27	46
其他流动资产	814	538	764	875	资产减值损失	4	-48	-23	-28
非流动资产	5204	6265	6975	7739	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	686	696	705	715	投资净收益	16	7	9	22
固定资产	3507	4508	5120	5799	营业利润	511	505	785	967
无形资产	353	287	245	195	营业外收入	5	3	5	5
其他非流动资产	658	773	904	1030	营业外支出	5	1	0	0
资产总计	9899	9839	11457	11750	利润总额	512	507	790	973
流动负债	2612	2590	3553	3029	所得税	38	66	126	156
短期借款	792	992	1292	1592	净利润	474	442	664	817
应付账款	820	474	1121	139	少数股东损益	87	81	119	147
其他流动负债	1001	1124	1141	1298	归属母公司净利润	387	361	544	670
非流动负债	110	91	82	83	EBITDA	772	1081	1253	1541
长期借款	50	30	20	20	EPS (元)	0.21	0.20	0.29	0.36
其他非流动负债	60	61	62	63					
负债合计	2723	2681	3636	3112					
少数股东权益	1889	1969	2089	2236	主要财务比率				
股本	1845	1848	1848	1848	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	888	888	888	888	成长能力				
留存收益	2556	2453	2997	3667	营业收入	9.3%	-6.2%	27.3%	15.0%
归属母公司股东权	5288	5188	5732	6402	营业利润	8.3%	-1.2%	55.4%	23.2%
负债和股东权益	9899	9839	11457	11750	归属于母公司净利	179.1%	-6.8%	50.9%	23.1%
					获利能力				
					毛利率 (%)	14.2%	15.8%	17.4%	18.3%
					净利率 (%)	4.8%	4.8%	5.6%	6.0%
					ROE (%)	7.3%	7.0%	9.5%	10.5%
					ROIC (%)	5.5%	6.1%	7.6%	8.4%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	27.5%	27.2%	31.7%	26.5%
					净负债比率 (%)	37.9%	37.5%	46.5%	36.0%
					流动比率	1.80	1.38	1.26	1.32
					速动比率	1.29	1.09	0.80	0.83
					营运能力				
					总资产周转率	0.84	0.77	0.91	0.96
					应收账款周转率	9.74	9.86	10.00	12.86
					应付账款周转率	10.05	9.86	10.00	14.40
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.21	0.20	0.29	0.36
					每股经营现金流(薄)	0.43	1.02	0.01	0.78
					每股净资产	2.87	2.81	3.10	3.46
					估值比率				
					P/E	19.38	17.01	11.28	9.16
					P/B	1.42	1.18	1.07	0.96
					EV/EBITDA	8.65	5.09	5.31	4.24

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。