

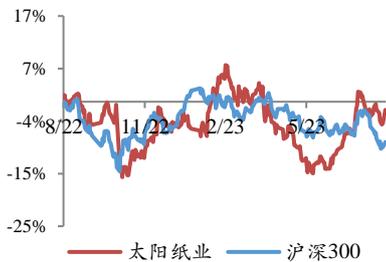
23Q2 盈利回暖，下半年趋势延续

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-08-29

收盘价(元)	11.60
近12个月最高/最低(元)	12.68/9.98
总股本(百万股)	2,795
流通股本(百万股)	2,766
流通股比例(%)	98.97
总市值(亿元)	324
流通市值(亿元)	321

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. 盈利修复可期，林浆纸确立长期壁垒 2023-04-24
2. 底部盈利显韧性，林浆纸布局持续深化 2022-10-31

主要观点：

- **公司发布2023年半年报。**23H1 公司营收 193.42 亿元，同比-2.58%，归母净利润 12.51 亿元，同比-24.59%。23Q2 营收 95.37 亿元，同比/环比-6.4%/ -2.7%，归母净利润 6.86 亿元，同比/环比-30.3%/+21.2%。
- **产品结构升级+产能释放，木浆系增速靓丽。**分产品看，纸：23H1 公司双胶纸/铜版纸/箱板纸/生活用纸/淋膜原纸营收 65.4/15.8/45.6/9.0/6.9 亿元，同比分别+30.9%/ -8.3%/ -20.0%/+28.9%/ -5.9%。双胶纸、生活用纸增速靓丽主因 1) 产品结构升级：加大差异化产品开发力度，其中文化纸差异化产品 23H1 同比增长 50%；2) 产能持续释放：年初公司广西 40 万吨双胶纸 PM3 产线(原山东基地 PM23)搬迁完成并顺利投产、4 月特种文化纸机 PM1 技改落地投产，广西生活用纸一期 15 万吨产能年初竣工投产。浆：23H1 溶解浆、化学浆、化机浆营收 19.08/10.48/9.56 亿元，同比-26.5%/ -23.8%/+5.4%，浆价迅速回落制浆业务同比下滑。
- **23Q2 盈利环比持续改善。**23H1 公司毛利率/净利率 14.8%/6.5%，同比分别-1.7/-1.9pct。上半年高价浆库存影响仍存，公司当前木浆自给率约 55%~60%，一定程度抵消高价浆压力。23Q2 毛利率 16.13%，同比/环比-2.8/+2.6pct，净利率 7.22%，同比/环比-2.4/+1.4pct，23Q2 盈利环比改善。根据海关数据，年初至今进口木片价格持续走低，6 月进口阔叶木片较年初-17.3%，23Q2 溶解浆均价环比-1.3%，预计 Q2 溶解浆盈利边际改善。费用方面，23Q2 销售费率/管理费率/研发费率/财务费率 0.4%/2.5%/3.0%/2.7%，同比+0.01/-0.1/+0.6/+0.3pct，汇兑损失与研发投入使得期间费用同比小幅提升。7 月以来，公司文化纸发布两轮幅度 200 元的提价函，随教辅教材招标旺季来临，提价有望逐步落地。
- **投资建议。**公司三大基地全面协同发展，南宁一期项目中 100 万吨高档包装纸及配套 50 万吨本色浆线将于 23Q3 陆续投产，公司纸、浆合计产能将接近 1200 万吨，看好林浆纸优势持续深化。预计公司 23-25E 归母净利润分别 29.85/35.41/40.18 亿元，同比+6.3%/18.6%/13.5%，对应 PE 为 10.6X/8.9X/7.9X，维持“买入”评级。
- **风险提示** 木浆价格大幅波动、产能投放不及预期、市场竞争加剧。

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	40137	44437	45570
收入同比(%)	23.7%	0.9%	10.7%	2.6%
归属母公司净利润	2809	2985	3541	4018
净利润同比(%)	-4.1%	6.3%	18.6%	13.5%
毛利率(%)	15.2%	15.8%	16.5%	17.1%
ROE(%)	12.2%	11.5%	12.0%	11.9%
每股收益(元)	1.04	1.07	1.27	1.44
P/E	11.08	10.56	8.90	7.85
P/B	1.39	1.21	1.06	0.94
EV/EBITDA	7.83	5.14	3.26	3.43

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	12588	11947	13243	17818	营业收入	39767	40137	44437	45570
现金	2386	2000	2175	6568	营业成本	33735	33796	37124	37767
应收账款	2233	2245	2489	2551	营业税金及附加	178	181	222	228
其他应收款	79	115	114	122	销售费用	153	153	191	159
预付账款	664	678	740	755	管理费用	1033	1036	1111	1048
存货	5339	5029	5651	5714	财务费用	834	907	930	669
其他流动资产	1887	1878	2073	2109	资产减值损失	-55	-33	-21	-20
非流动资产	35426	37055	36667	37563	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	13	4	0
固定资产	28874	29526	26792	25606	营业利润	3033	3414	4141	4744
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	5121	7057	8721	营业外支出	4	3	3	5
资产总计	48014	49001	49909	55381	利润总额	3068	3441	4168	4769
流动负债	17448	14272	10414	10641	所得税	251	447	617	739
短期借款	8169	4364	0	0	净利润	2817	2994	3551	4030
应付账款	3915	4258	4554	4675	少数股东损益	8	9	11	12
其他流动负债	5364	5651	5860	5966	归属母公司净利润	2809	2985	3541	4018
非流动负债	7392	8561	9776	10991	EBITDA	5997	8557	12478	10951
长期借款	6640	7799	8999	10199	EPS (元)	1.04	1.07	1.27	1.44
其他非流动负债	753	763	778	793					
负债合计	24840	22834	20190	21632					
少数股东权益	90	99	109	121					
股本	2795	2795	2795	2795					
资本公积	3574	3574	3574	3574					
留存收益	16715	19700	23241	27259					
归属母公司股东权益	23084	26069	29610	33628					
负债和股东权益	48014	49001	49909	55381					

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	3824	8997	11244	10267	成长能力				
净利润	2809	2985	3541	4018	营业收入	23.7%	0.9%	10.7%	2.6%
折旧摊销	2112	4217	7390	5524	营业利润	-10.0%	12.6%	21.3%	14.6%
财务费用	633	918	934	677	归属于母公司净利	-4.1%	6.3%	18.6%	13.5%
投资损失	-22	-13	-4	0	获利能力				
营运资金变动	-1754	871	-621	41	毛利率 (%)	15.2%	15.8%	16.5%	17.1%
其他经营现金流	4609	2134	4166	3984	净利率 (%)	7.1%	7.4%	8.0%	8.8%
投资活动现金流	-6121	-5823	-6987	-6412	ROE (%)	12.2%	11.5%	12.0%	11.9%
资本支出	-4682	-5827	-6962	-6385	ROIC (%)	8.9%	9.3%	10.6%	9.9%
长期投资	-1446	-30	-24	-23	偿债能力				
其他投资现金流	7	33	-1	-4	资产负债率 (%)	51.7%	46.6%	40.5%	39.1%
筹资活动现金流	1803	-3561	-4083	538	净负债比率 (%)	107.2%	87.3%	67.9%	64.1%
短期借款	472	-3806	-4364	0	流动比率	0.72	0.84	1.27	1.67
长期借款	1248	1159	1200	1200	速动比率	0.38	0.44	0.66	1.07
普通股增加	108	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	1148	0	0	0	总资产周转率	0.83	0.82	0.89	0.82
其他筹资现金流	-1173	-914	-919	-662	应收账款周转率	17.81	17.87	17.85	17.86
现金净增加额	-490	-386	175	4393	应付账款周转率	8.62	7.94	8.15	8.08
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.04	1.07	1.27	1.44
					每股经营现金流(薄)	1.37	3.22	4.02	3.67
					每股净资产	8.26	9.33	10.59	12.03
					估值比率				
					P/E	11.08	10.56	8.90	7.85
					P/B	1.39	1.21	1.06	0.94
					EV/EBITDA	7.83	5.14	3.26	3.43

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。