

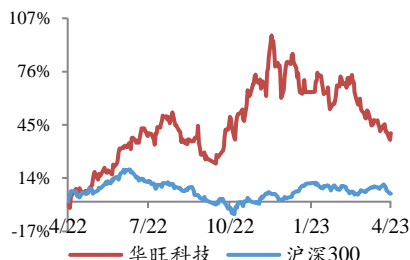
外销强势增长，产能释放期待 H2 更大弹性

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-08-29

收盘价(元)	20.45
近12个月最高/最低(元)	25.94/16.10
总股本(百万股)	332
流通股本(百万股)	169
流通股比例(%)	50.88
总市值(亿元)	68
流通市值(亿元)	35

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 收入靓丽，产能加码叠加盈利修复可期 2023-04-27

2.2022 年韧性彰显，2023 年迎接更好的环境 2023-03-08

3.收入利润彰显韧性，多纸种布局持续打开空间 2022-10-28

主要观点：

- **公司发布 2023 年半年报。**23H1 营收 18.61 亿元，同比+15.84%，归母净利润 2.36 亿元，同比+3.91%。23Q2 营收 9.47 亿元，同比/环比+11.4%/+3.6%，归母净利润 1.28 亿元，同比/环比+12.1%/19.8%。
- **装饰原纸量增价稳，外销增长强劲。**分业务来看，23H1 公司装饰原纸/木浆贸易营收 14.52/3.85 亿元，同比+23.02%/-1.72%，装饰原纸量增价稳，增长稳健。量：我们预期 23Q2 公司销量约 7 万吨，环比小幅提升 0.5 吨。22Q1 投产的 5 万吨装饰原纸产线产销旺盛，此外 23 年 6 月公司 8 万吨装饰原纸投产，预期下半年进一步贡献增量；价：23Q2 预期装饰原纸均价约 10540 元/吨，环比下滑约 160 元，产品售价仍具备韧性。分地区来看，23H1 公司内销/外销分别 14.74/3.87 亿元，同比分别+6.68%/+72.04%，外销占比提升 6.8pct 至 20.82%。
- **期待 H2 盈利弹性。**价格 Q3 支撑力度更强，伴随新产能释放，期待 H2 盈利弹性。23H1 毛利率/净利率 16.5%/12.6%，同比-4.1/-1.4pct。其中 23Q2 毛利率 18.8%，同比/环比-1.0/+4.7pct，净利率 13.5%，同比/环比+0.1/+1.8pct。随高价浆耗用完毕、同时钛白粉 23H1 均价同比下降 21.4%，成本压力持续释放，盈利逐季向上。下半年随新产能爬坡+低价浆使用，将迎接更大盈利弹性。费用方面，23Q2 公司期间费用率为 4.18%，同比-1.04pct，费用管控良好，其中销售/管理/研发/财务费率 0.68%/1.1%/3.1%/-0.7%，同比-0.02/-0.13/-0.38/-0.51pct。23H1 经营活动净现金流同比-78.4%，我们判断系公司适当增加低价原材料储备。
- **多元成长路径清晰。**公司 23 年 6 月 8 万吨装饰原纸投产后，公司当前装饰原纸产能 35 万吨，处于行业第一梯队，24Q4 预期还将新增一条 8 万吨装饰原纸，届时装饰原纸产能将达 43 万吨。此外，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 2023E-2025E 归母净利润分别 5.74/6.86/7.93 亿元，同比+22.7%/19.6%/15.7%，对应 PE 分别 11.9X/9.9X/8.6X，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	4018	4650	5528
收入同比(%)	16.9%	16.9%	15.7%	18.9%
归属母公司净利润	467	574	686	793
净利润同比(%)	4.2%	22.7%	19.6%	15.7%
毛利率(%)	18.5%	20.3%	20.6%	20.6%
ROE(%)	13.0%	13.7%	14.1%	14.0%
每股收益(元)	1.46	1.73	2.06	2.39
P/E	16.81	11.85	9.91	8.57
P/B	2.26	1.62	1.40	1.20
EV/EBITDA	11.23	6.50	5.36	4.05

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	4793	5649	6761	营业收入	3436	4018	4650	5528
现金	1859	1881	2249	2804	营业成本	2802	3202	3692	4387
应收账款	300	316	392	462	营业税金及附加	12	17	20	25
其他应收款	0	1	1	1	销售费用	20	22	25	33
预付账款	6	7	8	9	管理费用	48	45	52	65
存货	916	976	1156	1363	财务费用	-44	-4	16	5
其他流动资产	1187	1612	1843	2122	资产减值损失	-15	-5	0	-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	21	6
固定资产	921	1205	1163	1127	营业利润	533	663	794	919
无形资产	74	78	82	87	营业外收入	0	0	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	6153	7115	8332	利润总额	532	663	794	919
流动负债	1860	1922	2201	2628	所得税	67	92	111	129
短期借款	235	0	0	0	净利润	465	571	683	790
应付账款	766	868	1004	1192	少数股东损益	-2	-2	-3	-3
其他流动负债	859	1054	1197	1436	归属母公司净利润	467	574	686	793
非流动负债	46	46	46	46	EBITDA	582	756	849	987
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.46	1.73	2.06	2.39
其他非流动负债	46	46	46	46					
负债合计	1906	1968	2247	2673					
少数股东权益	6	4	1	-2	主要财务比率				
股本	332	332	332	332	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	1936	1936	1936	1936	成长能力				
留存收益	1339	1913	2598	3392	营业收入	16.9%	16.9%	15.7%	18.9%
归属母公司股东权益	3608	4181	4867	5660	营业利润	1.6%	24.4%	19.8%	15.7%
负债和股东权益	5520	6153	7115	8332	归属于母公司净利	4.2%	22.7%	19.6%	15.7%
					获利能力				
					毛利率 (%)	18.5%	20.3%	20.6%	20.6%
					净利率 (%)	13.6%	14.3%	14.7%	14.3%
					ROE (%)	13.0%	13.7%	14.1%	14.0%
					ROIC (%)	11.1%	12.9%	12.9%	13.1%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	34.5%	32.0%	31.6%	32.1%
					净负债比率 (%)	52.7%	47.0%	46.2%	47.2%
					流动比率	2.29	2.49	2.57	2.57
					速动比率	1.80	1.98	2.04	2.05
					营运能力				
					总资产周转率	0.62	0.65	0.65	0.66
					应收账款周转率	11.46	12.72	11.87	11.97
					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	1.73	2.06	2.39
					每股经营现金流(薄)	1.62	2.09	2.02	2.49
					每股净资产	10.86	12.59	14.65	17.04
					估值比率				
					P/E	16.81	11.85	9.91	8.57
					P/B	2.26	1.62	1.40	1.20
					EV/EBITDA	11.23	6.50	5.36	4.05

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年新财富轻工纺织第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;
- 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。