

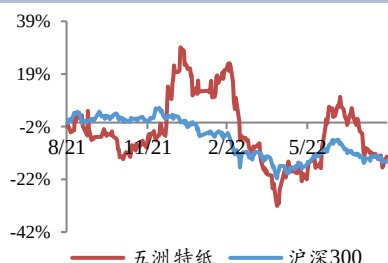
销量倍增新产能消化顺利，成本压力彰显韧性

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-08-30

收盘价(元) 16.51
近12个月最高/最低(元) 24.45/12.91
总股本(百万股) 400
流通股本(百万股) 82
流通股比例(%) 20.59
总市值(亿元) 66
流通市值(亿元) 14

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

1.22Q1 净利润环比+36%，逐季兑现延续趋势 2022-04-28

2.六问六答，当前位置我们坚定看好的原因 2022-02-14

3.向浆纸一体化、多品类综合性特纸领军企业进发 2022-01-27

主要观点：

- **事件：公司发布 2022 年半年报。**公司 22H1 实现营收 29.73 亿元，同比+81.87%；归母净利润 2.14 亿元，同比-18.17%。22Q2 实现营收 16.42 亿元，同比+87.98%；归母净利润 1.11 亿元，同比-25.36%。
- **上半年销量倍增，新产能市场消化顺利打消先前忧虑。**公司去年底江西基地产能全部达产，上半年产能快速爬坡。当前公司已具备 8 条原纸生产线，产能接近 135wt。22H1 产量、销量分别 50.91、49.46wt，同比分别+77.01%/96.59%，产能利用率 75.42%，销量同比接近翻倍增长。其中食品卡 78wt 位居行业龙一，格拉辛纸 21wt 产能行业第一。公司上半年食品卡、格拉辛多轮提价侧面验证需求空间，新产能市场消化顺利打消市场先前忧虑。8 月公司格拉辛纸再度提价 500 元/吨，受需求复苏驱动，格拉辛供需关系更优。受益于海外产能上半年受能源价格及局部冲突影响，公司积极拓展出口销售渠道，开发新客户，取得较好成绩。
- **上半年成本压力逐季加大，二季度库存管理、规模效应提升体现韧性。**公司一季度毛利率坚挺，二季度成本压力下小幅下行，22H1 毛利率同比-9.88pct 至 15.15%，其中 Q2 毛利率 14.1%，同比/环比分别-7.48、-2.34pct；Q2 净利率 6.73%，同比/环比分别-10.23/-1.01pct。毛利率下滑主因木浆上半年持续高位震荡。公司通过 1) 多方位开发木浆采购渠道，加强与国内中小浆厂的深度合作，有效降低采购成本；2) 产能占比 75% 的江西基地通过大机台和热电联产，以及合理产品结构配置，实现电及蒸汽自给与规模效益。当前，相同的产品及产线，江西基地的成本优势已经初步凸显。中长期来看，江西 30wt 自有浆线正加速建设，预计最早将于明年 7 月投产；湖北 449wt 浆纸一体化项目也在有序推进，全部达产后将有效提升木浆自有率，实现长期利润增厚与盈利波动缩小。预计公司 22-24 年归母净利润分别 5.27/7.56/9.9 亿元，同比分别+35%/43.5%/31%，对应 PE 分别为 12.54X、8.74X、6.67X，维持“买入”评级。
- **风险提示** 原材料价格大幅波动、产能投放不及预期、疫情反复风险、市场竞争加剧风险等。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3690	6390	8163	9222
收入同比(%)	40.0%	73.2%	27.7%	13.0%
归属母公司净利润	390	527	756	990
净利润同比(%)	15.2%	35.0%	43.5%	31.0%
毛利率(%)	17.3%	16.3%	17.5%	19.6%
ROE(%)	18.4%	20.9%	23.0%	23.2%
每股收益(元)	0.98	1.32	1.89	2.47
P/E	23.48	12.54	8.74	6.67
P/B	4.35	2.62	2.01	1.55
EV/EBITDA	16.05	5.21	3.38	2.47

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	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2198	3296	3370	5901	营业收入	3690	6390	8163	9222
现金	757	-395	771	1349	营业成本	3052	5346	6738	7418
应收账款	613	1561	1206	1923	营业税金及附加	17	32	41	46
其他应收款	9	16	19	20	销售费用	8	13	20	23
预付账款	25	36	49	53	管理费用	60	88	140	166
存货	572	1501	1083	1771	财务费用	38	100	51	37
其他流动资产	222	577	241	786	资产减值损失	-2	-8	-10	-8
非流动资产	2347	2240	2002	1557	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-12	1	-1	-1
固定资产	1680	1523	1195	674	营业利润	455	657	949	1266
无形资产	82	91	96	102	营业外收入	29	20	20	20
其他非流动资产	585	626	711	782	营业外支出	0	2	0	0
资产总计	4546	5536	5372	7459	利润总额	484	675	969	1285
流动负债	1794	2328	1375	2440	所得税	94	149	213	296
短期借款	1047	308	0	0	净利润	390	527	756	990
应付账款	403	1152	756	1364	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	344	868	620	1076	归属母公司净利润	390	527	756	990
非流动负债	636	686	719	752	EBITDA	633	1539	1946	2443
长期借款	80	97	102	107	EPS（元）	0.98	1.32	1.89	2.47
其他非流动负债	556	589	617	645					
负债合计	2430	3013	2094	3191					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	400	400	400	400					
资本公积	461	461	461	461					
留存收益	1254	1661	2417	3406					
归属母公司股东权益	2116	2522	3278	4268					
负债和股东权益	4546	5536	5372	7459					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	272	317	2191	1291	成长能力				
净利润	390	527	756	990	营业收入	40.0%	73.2%	27.7%	13.0%
折旧摊销	127	776	935	1132	营业利润	9.0%	44.2%	44.5%	33.4%
财务费用	34	102	51	38	归属于母公司净利	15.2%	35.0%	43.5%	31.0%
投资损失	-1	-1	1	1	获利能力				
营运资金变动	-281	-1075	458	-858	毛利率（%）	17.3%	16.3%	17.5%	19.6%
其他经营现金流	674	1591	288	1836	净利率（%）	10.6%	8.2%	9.3%	10.7%
投资活动现金流	-461	-558	-698	-709	ROE（%）	18.4%	20.9%	23.0%	23.2%
资本支出	-604	-649	-678	-668	ROIC（%）	10.7%	16.8%	19.6%	20.0%
长期投资	0	90	-20	-40	偿债能力				
其他投资现金流	142	1	-1	-1	资产负债率（%）	53.5%	54.4%	39.0%	42.8%
筹资活动现金流	741	-910	-327	-5	净负债比率（%）	114.8%	119.5%	63.9%	74.8%
短期借款	286	-739	-308	0	流动比率	1.23	1.42	2.45	2.42
长期借款	-40	17	5	5	速动比率	0.83	0.72	1.57	1.63
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.93	1.27	1.50	1.44
其他筹资现金流	495	-189	-23	-10	应收账款周转率	6.94	5.88	5.90	5.89
现金净增加额	558	-1152	1166	577	应付账款周转率	8.06	6.88	7.06	7.00

每股指标（元）					估值比率				
每股收益	0.98	1.32	1.89	2.47	P/E	23.48	12.54	8.74	6.67
每股经营现金流薄）	0.68	0.79	5.48	3.23	P/B	4.35	2.62	2.01	1.55
每股净资产	5.29	6.31	8.19	10.67	EV/EBITDA	16.05	5.21	3.38	2.47

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，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 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。