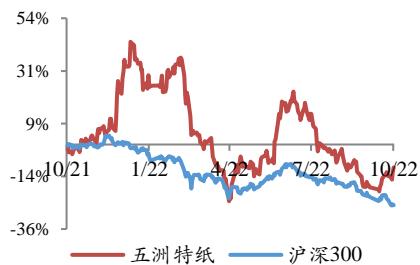


成本高位业绩承压，看好后期利润弹性

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-10-27

收盘价（元）	15.36
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）	61
流通市值（亿元）	13

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. 销量倍增新产能消化顺利，成本压力彰显韧性 2022-08-30
2. 22Q1 净利润环比+36%，逐季兑现延续趋势 2022-04-28
3. 六问六答，当前位置我们坚定看好的原因 2022-02-14

主要观点：

- **事件：**公司发布 2022 年三季报。公司前三季度实现营收 45.51 亿元，同比+69.54%，归母净利润 2.24 亿元，同比-28.69%；22Q3 营收 15.77 亿元，同比+50.33%，归母净利润 1031.84 万元，同比-80.54%。
- **营收高增持续验证市场，景气纸种扩产加速。**前三季度营收高增主要源于 50wt 食品卡产能持续释放，以及格拉辛纸高景气下多轮提价带来量价齐升。公司 21H1 总销量 49.46wt，同比+96.59%，销量倍增、多轮提价落地均验证需求旺盛，产能消化顺利。22Q3 起重点城市疫情好转，消费回暖下预计公司食品卡、格拉辛纸销量仍将保持旺盛。为持续提升份额，满足多元客户需求，公司加速景气纸种扩产，格拉辛纸目前存在供给缺口，新增产能有望加速落地。远期湖北项目也将于 24 年起陆续投产。景气纸种快速扩产持续提升市场份额，产品多元化丰富客户结构。
- **成本压力环比增长明显，关注涨价拐点后业绩弹性。**公司前三季度毛利率/净利率分别 12.81%/4.92%，同比-6.76/-6.78pct，利润率下滑主因原材料木浆成本年初至今居高不下。22Q3 毛利率 8.42%，同比/环比分别-2.65/-5.68pct，净利率 0.65%，同比/环比分别-4.4/-6.08pct。22Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率同比+0.11/+0.53/+1.58/+0.9pct。环比+0.07/+0.67/+0.23/+0.31pct。Q3 期间费用及固定成本摊销增加，叠加木浆成本压力，利润率短期承压明显。预计随海外阔叶浆厂产能陆续释放供给改善（预计 MAPA156wt 项目于 2022 年年底投产，UPM 210wt 项目 23Q1 投产），浆价有望迎来拐点。届时看好公司盈利弹性兑现。此外，公司将于 23Q3 投产 30wt 化机浆产线，中长期带来利润增厚及盈利波动缩小。
- **投资建议。**公司产能周期在 2023 年持续演绎，浆价下行有望带来利润明显弹性。预计 22-24 年净利润分别 3.03/6.57/8.90 亿元（前值 5.3、7.6、9.9 亿元），同比-22.2%/+116.4%/+35.6%，对应 PE 20.3X、9.4X、6.9X，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	6057	8555	10097
收入同比（%）	40.0%	64.2%	41.2%	18.0%
归属母公司净利润	390	303	657	890
净利润同比（%）	15.2%	-22.2%	116.4%	35.6%
毛利率（%）	17.3%	12.7%	14.7%	17.1%
ROE（%）	18.4%	13.2%	22.2%	23.1%
每股收益（元）	0.98	0.76	1.64	2.23
P/E	23.48	20.25	9.36	6.90
P/B	4.35	2.67	2.08	1.60
EV/EBITDA	16.05	5.87	3.73	2.58

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					
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产					营业收入	3690	6057	8555	10097
现金	2198	3039	3310	5649	营业成本	3052	5285	7299	8369
应收账款	757	-450	167	891	营业税金及附加	17	18	43	50
其他应收款	613	1417	1453	1964	销售费用	8	12	15	20
预付账款	9	15	22	20	管理费用	60	97	111	162
存货	25	36	53	59	财务费用	38	94	55	38
其他流动资产	572	1478	1323	1899	资产减值损失	-2	-8	-10	-8
非流动资产	222	544	292	814	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	2347	2240	2002	1557	投资净收益	-12	1	-1	-1
固定资产	0	0	0	0	营业利润	455	360	799	1136
无形资产	1680	1523	1195	674	营业外收入	29	20	20	20
其他非流动资产	82	91	96	102	营业外支出	0	4	0	0
资产总计	585	626	711	782	利润总额	484	376	819	1156
流动负债	4546	5278	5312	7206	所得税	94	73	162	266
短期借款	1794	2294	1637	2609	净利润	390	303	657	890
应付账款	1047	308	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	403	1134	932	1459	归属母公司净利润	390	303	657	890
非流动负债	344	851	705	1150	EBITDA	633	1296	1799	2335
长期借款	636	686	719	752	EPS (元)	0.98	0.76	1.64	2.23
其他非流动负债	80	97	102	107					
负债合计	556	589	617	645					
少数股东权益	2430	2979	2356	3360					
股本	0	0	0	0					
资本公积	400	400	400	400					
留存收益	461	461	461	461					
归属母公司股东权	1254	1438	2094	2985					
负债和股东权益	2116	2299	2956	3846					
	4546	5278	5312	7206					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	272	256	1645	1438	成长能力				
净利润	390	303	657	890	营业收入	40.0%	64.2%	41.2%	18.0%
折旧摊销	127	776	935	1132	营业利润	9.0%	-21.0%	121.9%	42.2%
财务费用	34	95	55	38	归属于母公司净利润	15.2%	-22.2%	116.4%	35.6%
投资损失	-1	-1	1	1	盈利能力				
营运资金变动	-281	-938	8	-621	毛利率 (%)	17.3%	12.7%	14.7%	17.1%
其他经营活动现金流	674	1263	639	1509	净利率 (%)	10.6%	5.0%	7.7%	8.8%
投资活动现金流	-461	-560	-698	-709	ROE (%)	18.4%	13.2%	22.2%	23.1%
资本支出	-604	-651	-678	-668	ROIC (%)	10.7%	12.7%	18.7%	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%	56.4%	44.4%	46.6%
筹资活动现金流	741	-903	-330	-5	净负债比率 (%)	114.8%	129.6%	79.7%	87.4%
短期借款	286	-739	-308	0	流动比率	1.23	1.32	2.02	2.17
长期借款	-40	17	5	5	速动比率	0.83	0.63	1.13	1.38
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	1.23	1.62	1.61
其他筹资现金流	495	-182	-27	-10	应收账款周转率	6.94	5.88	5.90	5.89
现金净增加额	558	-1207	617	725	应付账款周转率	8.06	6.88	7.06	7.00
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.98	0.76	1.64	2.23
					每股经营现金流薄	0.68	0.64	4.11	3.60
					每股净资产	5.29	5.75	7.39	9.61
					估值比率				
					P/E	23.48	20.25	9.36	6.90
					P/B	4.35	2.67	2.08	1.60
					EV/EBITDA	16.05	5.87	3.73	2.58

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。