

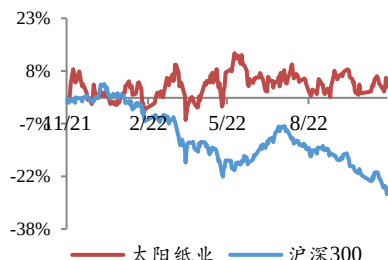
底部盈利显韧性，林浆纸布局持续深化

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-10-31

收盘价（元） 11.66
近 12 个月最高/最低（元） 12.75/10.58
总股本（百万股） 2,687
流通股本（百万股） 2,636
流通股比例（%） 98.11
总市值（亿元） 313
流通市值（亿元） 307

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.Q2 业绩超预期，浆纸布局优势彰显
2022-08-28

2.业绩环比+258%超预期，盈利边际改善明确兑现
2022-04-29

3.营收符合预期，盈利进入向上通道
2022-04-16

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 296.40 亿元，同比+24.99%；归母净利润 22.68 亿元，同比-18.07%；22Q3 实现营收 97.85 亿元，同比+23.84%；归母净利润 6.09 亿元，同比+13.37%。
- **淡季叠加浆价高企、溶解浆转产，Q3 盈利能力承压。**公司前三季度毛利率/净利率分别 15.83%/7.66%，同比分别-4.15/-4.05pct。22Q3 毛利率 14.5%，同比/环比分别+0.08/-4.38pct；净利率 6.24%，同比/环比分别-0.58/-3.43pct。公司 Q3 盈利承压主因：1）高价浆影响在 Q3 逐渐体现，且 Q3 成品纸需求普遍疲软，成本传导有限，仅文化纸在旺季催化下提价表现较好。2）Q3 起溶解浆价格小幅回落，同时受局部地区疫情影响，公司溶解浆生产及运输受阻，预计 Q3 有部分产能转产，溶解浆对盈利贡献减弱。
- **美废回落、浆价预期下行，Q4 起利润率修复可期。**22Q4 起海外木浆新增产能陆续释放，供需缓解浆价存下行预期，浆纸系成本压力有望缓解。此外美废报价自 22H2 起出现明显回落，且老挝基地 15wt 本色化机浆预计将于 23Q1 投产，废纸系盈利能力有望改善。故在 21Q4 同期盈利低基数下，预计公司 22Q4 起盈利能力同比/环比均有望向上修复。
- **南宁一期项目启动，持续深化林浆纸一体化优势。**公司于 10 月 29 日发布公告，广西南宁 525 万吨浆纸一体化项目中一期项目启动，包括 220wt 高档包装纸、50wt 本色化学浆与 15wt 漂白化学木浆产线。公司持续深化林浆纸一体化布局，提升原料自给率巩固成本优势，为公司长期发展奠定基石。
- **投资建议。**公司作为多元化浆纸龙头在成本高位下仍具备经营韧性，广西基地打开未来成长天花板。预计 22-24 年净利润分别 27.33、31.57、35.13 亿元（前值 31.8/36.8/39.5 亿元），同比分别-7.6%、+15.5%、+11.3%，对应 PE 分别为 11.46X/9.92X/8.92X，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、市场竞争加剧、疫情反复。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	31997	38929	42352	44398
收入同比（%）	48.2%	21.7%	8.8%	4.8%
归属母公司净利润	2957	2733	3157	3513
净利润同比（%）	51.4%	-7.6%	15.5%	11.3%
毛利率（%）	17.4%	15.1%	15.6%	16.9%
ROE（%）	15.8%	12.7%	12.8%	12.5%
每股收益（元）	1.12	1.02	1.17	1.31
P/E	10.26	11.46	9.92	8.92
P/B	1.65	1.46	1.27	1.11
EV/EBITDA	7.65	2.07	1.17	0.36

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	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	11251	17143	30657	47383	营业收入	31997	38929	42352	44398
现金	3468	5977	19497	35337	营业成本	26438	33062	35725	36878
应收账款	1787	2538	2563	2791	营业税金及附加	139	195	212	209
其他应收款	150	159	186	188	销售费用	136	179	199	209
预付账款	555	676	740	759	管理费用	814	973	1059	1465
存货	3506	4926	5041	5360	财务费用	565	625	618	662
其他流动资产	1785	2868	2630	2948	资产减值损失	-17	-20	0	0
非流动资产	31487	24226	15458	3842	公允价值变动收益	-8	0	0	0
长期投资	241	283	323	364	投资净收益	43	23	4	0
固定资产	27922	21428	14019	3522	营业利润	3399	3081	3695	4042
无形资产	1274	1480	1709	1926	营业外收入	39	30	30	30
其他非流动资产	2050	1034	-593	-1970	营业外支出	60	2	3	5
资产总计	42737	41369	46115	51226	利润总额	3379	3109	3722	4067
流动负债	17875	12572	12889	13366	所得税	412	373	558	549
短期借款	7698	145	0	0	净利润	2967	2736	3164	3518
应付账款	3884	4748	5189	5327	少数股东损益	10	3	7	6
其他流动负债	6293	7678	7699	8039	归属母公司净利润	2957	2733	3157	3513
非流动负债	6049	7248	8513	9628	EBITDA	5701	17003	19476	22477
长期借款	5391	6550	7750	8950	EPS (元)	1.12	1.02	1.17	1.31
其他非流动负债	657	697	762	677	主要财务比率				
负债合计	23924	19819	21401	22994	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	81	84	90	96	成长能力				
股本	2687	2687	2687	2687	营业收入	48.2%	21.7%	8.8%	4.8%
资本公积	2426	2426	2426	2426	营业利润	46.4%	-9.4%	19.9%	9.4%
留存收益	13620	16353	19510	23023	归属于母公司净利	51.4%	-7.6%	15.5%	11.3%
归属母公司股东权	18733	21466	24624	28136	获利能力				
负债和股东权益	42737	41369	46115	51226	毛利率 (%)	17.4%	15.1%	15.6%	16.9%
现金流量表					净利率 (%)	9.2%	7.0%	7.5%	7.9%
单位:百万元					ROE (%)	15.8%	12.7%	12.8%	12.5%
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	ROIC (%)	9.9%	10.5%	10.3%	10.1%
经营活动现金流	4929	15463	19374	21514	偿债能力				
净利润	2957	2733	3157	3513	资产负债率 (%)	56.0%	47.9%	46.4%	44.9%
折旧摊销	1772	13272	15142	17753	净负债比率 (%)	127.2%	92.0%	86.6%	81.4%
财务费用	585	635	631	676	流动比率	0.63	1.36	2.38	3.55
投资损失	-43	-23	-4	0	速动比率	0.40	0.92	1.93	3.09
营运资金变动	-367	-1149	468	-408	营运能力				
其他经营现金流	3351	3877	2669	3901	总资产周转率	0.75	0.94	0.92	0.87
投资活动现金流	-7226	-5960	-6343	-6113	应收账款周转率	17.91	15.34	16.52	15.91
资本支出	-7234	-5829	-6303	-6069	应付账款周转率	6.81	6.96	6.88	6.92
长期投资	-7	-44	-39	-40	每股指标 (元)				
其他投资现金流	15	-87	-1	-4	每股收益	1.12	1.02	1.17	1.31
筹资活动现金流	2796	-6994	489	439	每股经营现金流薄)	1.83	5.75	7.21	8.01
短期借款	-67	-7553	-145	0	每股净资产	6.97	7.99	9.16	10.47
长期借款	2182	1159	1200	1200	估值比率				
普通股增加	62	0	0	0	P/E	10.26	11.46	9.92	8.92
资本公积增加	575	0	0	0	P/B	1.65	1.46	1.27	1.11
其他筹资现金流	43	-600	-566	-761	EV/EBITDA	7.65	2.07	1.17	0.36
现金净增加额	511	2509	13520	15841					

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。