

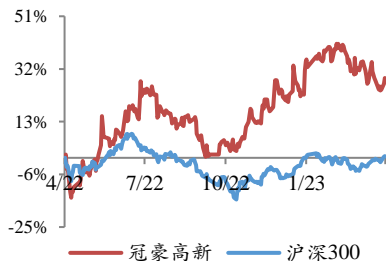
## 23Q1 业绩筑底，成本加速下行弹性逐季兑现

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-19

收盘价(元)	4.27
近12个月最高/最低(元)	4.68/2.83
总股本(百万股)	1,848
流通股本(百万股)	1,439
流通股比例(%)	77.88
总市值(亿元)	79
流通市值(亿元)	61

### 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. 结构、出口表现亮眼，看好高端产品盈利弹性 2023-03-11

2. 老牌特种纸领军，横纵延伸进入成长新纪元 2023-01-17

### 主要观点：

- **公司发布2023年一季报。**公司23Q1实现营收16.25亿元，同比-5.4%，环比-26.02%，归母净利润793.78万元，同比-79.24%，环比-94.13%，扣非归母716.64万元，同比-79.3%，环比-94.52%。
- **下游备货前移去库放缓，Q1或为全年低位。高档涂布白卡Q1需求承压：**四季度为液包等食品包装纸下游备货旺季，故公司收购粤华包以来一季度营收基本为全年低点。2023年受1)春节前后疫情、2)下游备货前移去库放缓以及3)中烟烟标改版工作影响，公司高档涂布白卡23Q1订单需求转弱，营收同比/环比-5.4%/-26.02%。待下游库存去化完毕、烟卡改版完成，高档涂布白卡需求有望加速回暖。**特种纸预期23Q1表现稳健：**前期疫情承压的服装等行业复工复产带动部分特种纸需求回暖，公司3月5日起对热转印纸(产能约6万吨，占总产能7.6%)提价1000元/吨，预计落地情况良好。
- **浆价加速下行，Q2逐步兑现业绩弹性。**公司23Q1毛利率10%，同比/环比-4.54/-0.99pct，净利率0.22%，同比/环比-3.9/-6.05pct，22H2起公司原材料与能源成本攀升到高位并延续至23Q1，同时年初部分费用集中投放影响短期盈利(23Q1期间费用率环比+3.4pct)。随海外阔叶浆产能密集投放供给宽松，当前阔叶浆已进入快速下跌通道，最新外盘报价部分已跌至550美金/吨。考虑运输周期及库存消耗，预计23Q2起成本弹性将逐季兑现。此外，公司主要生产中高端、差异化产品，直销模式下产品价格相对趋稳，成本的快速下跌将显著增厚盈利空间。
- **优势产能持续加码突破成长瓶颈。**公司现有高档涂布白卡产能60万吨，特种纸原纸产能18.5万吨，在建的30万吨高档涂布白卡及6万吨特种纸预计24年陆续投产(届时原纸产能近115万吨)，达产后产能增量同比分别增长50%/32%，进一步突破接单瓶颈。此外，化工、自有浆线等纵向产业布局持续深化强链补链。预计公司23-25年归母净利润分别5.14/6.47/7.18亿元(前值5.77/6.56/7.16亿元)，同比+32.8%、25.8%、11%，对应PE为15.4X/12.2X/11X，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	8086	8302	10116	11427
收入同比(%)	9.3%	2.7%	21.8%	13.0%
归属母公司净利润	387	514	647	718
净利润同比(%)	179.1%	32.8%	25.8%	11.0%
毛利率(%)	14.2%	19.0%	18.6%	18.5%
ROE(%)	7.3%	8.9%	10.0%	10.0%
每股收益(元)	0.21	0.28	0.35	0.39
P/E	19.38	15.35	12.20	10.99
P/B	1.42	1.36	1.22	1.10
EV/EBITDA	8.65	5.18	5.53	4.75

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
<b>流动资产</b>	4695	4368	5250	4955	<b>营业收入</b>	8086	8302	10116	11427
现金	1720	2214	1646	1978	营业成本	6936	6723	8238	9318
应收账款	891	788	1228	542	营业税金及附加	48	63	74	75
其他应收款	23	32	30	34	销售费用	77	108	111	126
预付账款	161	168	222	242	管理费用	249	278	322	366
存货	1086	585	1327	1261	财务费用	-13	20	22	38
其他流动资产	814	581	796	898	资产减值损失	4	-48	-23	-28
<b>非流动资产</b>	5204	6265	6975	7739	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	686	696	705	715	投资净收益	16	7	9	23
固定资产	3507	4508	5120	5799	<b>营业利润</b>	511	727	912	1031
无形资产	353	287	245	195	营业外收入	5	5	5	5
其他非流动资产	658	773	904	1030	营业外支出	5	5	0	0
<b>资产总计</b>	9899	10633	12225	12694	<b>利润总额</b>	512	727	917	1036
<b>流动负债</b>	2612	2734	3546	3139	所得税	38	98	128	161
短期借款	792	992	1292	1592	<b>净利润</b>	474	629	789	876
应付账款	820	543	1104	190	少数股东损益	87	115	142	158
其他流动负债	1001	1199	1150	1358	<b>归属母公司净利润</b>	387	514	647	718
<b>非流动负债</b>	110	91	82	83	EBITDA	772	1302	1374	1596
长期借款	50	30	20	20	EPS (元)	0.21	0.28	0.35	0.39
其他非流动负债	60	61	62	63					
<b>负债合计</b>	2723	2825	3628	3222					
少数股东权益	1889	2004	2146	2303	<b>主要财务比率</b>				
股本	1845	1848	1848	1848	<b>会计年度</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
资本公积	888	888	888	888	<b>成长能力</b>				
留存收益	2556	3068	3715	4433	营业收入	9.3%	2.7%	21.8%	13.0%
归属母公司股东权益	5288	5804	6450	7168	营业利润	8.3%	42.2%	25.4%	13.0%
<b>负债和股东权益</b>	9899	10633	12225	12694	归属于母公司净利	179.1%	32.8%	25.8%	11.0%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	14.2%	19.0%	18.6%	18.5%
					净利率 (%)	4.8%	6.2%	6.4%	6.3%
					ROE (%)	7.3%	8.9%	10.0%	10.0%
					ROIC (%)	5.5%	7.8%	8.2%	8.2%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	27.5%	26.6%	29.7%	25.4%
					净负债比率 (%)	37.9%	36.2%	42.2%	34.0%
					流动比率	1.80	1.60	1.48	1.58
					速动比率	1.29	1.29	1.02	1.07
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.84	0.81	0.89	0.92
					应收账款周转率	9.74	9.86	10.00	12.86
					应付账款周转率	10.05	9.86	10.00	14.40
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.21	0.28	0.35	0.39
					每股经营现金流(薄)	0.43	1.05	0.17	0.73
					每股净资产	2.87	3.14	3.49	3.88
					<b>估值比率</b>				
					P/E	19.38	15.35	12.20	10.99
					P/B	1.42	1.36	1.22	1.10
					EV/EBITDA	8.65	5.18	5.53	4.75

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。