

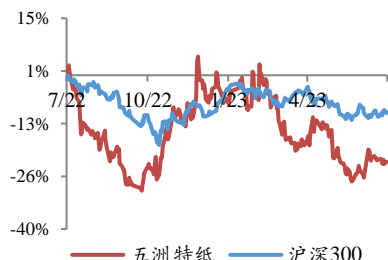
23Q2 环比扭亏，迎接需求与成本利好共振

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-07-17

收盘价(元) 14.95
近12个月最高/最低(元) 20.28/13.48
总股本(百万股) 401
流通股本(百万股) 83
流通股比例(%) 20.70
总市值(亿元) 60
流通市值(亿元) 12

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.发布定增及股权激励方案，底部增持看好发展 2023-06-25
- 2.高浆价压力进入尾声，盈利复苏贯穿全年 2023-04-30
- 3.22A 产能释放业绩筑底，23A 迎接利润释放大年 2023-04-23

主要观点：

- **公司发布 2023 年半年度业绩预告：**公司 23H1 预计实现归母净利润 -1234.79~-1010.28 万元，扣非归母净利润-168.51~55.99 万元，（去年同期归母净利润 2.14 亿元，扣非归母净利润 1.92 亿元）。23Q2 归母净利润 1747.32~1971.83 万元，同比下降 84.2%~82.2%，扣非归母净利润 2813.6~3038.1 万元，同比下滑 68.6%~66.1%，环比较 23Q1（归母净利润-2982.11 万元，扣非归母净利润-1426.27 万元）实现扭亏转盈。
- **纸价承压，及 Q2 消化高价木浆库存盈利承压。**成本端，木浆价格 23H1 超预期下行，7 月明星阔叶浆报价 515 美元/吨，同比-41.8%，预示下半年成本端将显著改善；前期采购高价浆在 23H1 集中消化致使利润承压，但 23Q2 盈利拐点已经出现，23H1 盈利逐季改善的趋势明确。**需求端**，整体终端复苏略逊于预期、二季度食品卡等淡季，叠加浆价超跌带动纸价走弱。根据卓创资讯，浙江五星纸杯原纸 23Q2 均价 6541.3 元/吨，同比/环比分别-14.31%/-8.49%，其余纸种例如格拉辛纸、数码转印纸在内需平淡、外需同期高基数背景下 23Q2 纸价亦有小幅回落，整体纸价跌幅高于成本端，业绩阶段性承压。三季度旺季补库，纸价有望企稳回升增厚盈利。
- **低价浆+产能释放开启盈利反转序幕。**全球阔叶浆供应宽松，国内纸浆进口量、港口库存持续攀升，浆价超跌后维持低位盘整。伴随低价浆到库+高价浆耗用完毕，以及食品卡、文化纸及格拉辛纸（30 万吨工业纸改造转产文化纸、格拉辛纸）、数码转印纸（23Q1 投产 2.2 万吨）、描图纸（23Q4 预计投产 1.8 万吨）的销量爬坡，23H2 吨盈利有望兑现较大弹性。同时 30 万吨化机浆 23Q4 投产，中长期稳定成本波动。
- **大股东增持+股权激励，迎接需求+成本共振改善。**二季度是公司消化高价库存、需求淡季及纸价压力较大的季度，大股东底部增持并推出股权激励，我们认为全年公司单位盈利呈现逐季改善，23Q2 已经实现扭亏为盈，三季度开始有望迎接需求+原材料下行利好共振。我们预计公司 23-25 年归母净利润分别 2.85/6.2/7.5 亿元，同比+39%/+117%/+21%，对应 PE 为 21X/9.7X/8.0X，维持“买入”评级。
- **风险提示** 原材料价格上行、市场竞争加剧、产能投放不及预期等。

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 | 5962 | 6495 | 7687 | 8633 |
| 收入同比(%) | 61.6% | 8.9% | 18.4% | 12.3% |
| 归属母公司净利润 | 205 | 285 | 620 | 748 |
| 净利润同比(%) | -47.4% | 39.0% | 117.3% | 20.6% |
| 毛利率(%) | 8.8% | 10.5% | 15.7% | 16.4% |
| ROE(%) | 9.3% | 11.8% | 20.4% | 19.7% |
| 每股收益(元) | 0.51 | 0.71 | 1.55 | 1.87 |
| P/E | 36.96 | 21.00 | 9.66 | 8.01 |
| P/B | 3.42 | 2.47 | 1.97 | 1.58 |

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 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 3228 | 3729 | 4461 | 5654 | 营业收入 | 5962 | 6495 | 7687 | 8633 |
| 现金 | 777 | 911 | 1486 | 2372 | 营业成本 | 5439 | 5813 | 6482 | 7215 |
| 应收账款 | 1006 | 887 | 1289 | 1149 | 营业税金及附加 | 22 | 26 | 38 | 43 |
| 其他应收款 | 17 | 67 | 61 | 55 | 销售费用 | 10 | 13 | 18 | 17 |
| 预付账款 | 28 | 35 | 40 | 43 | 管理费用 | 81 | 105 | 125 | 129 |
| 存货 | 659 | 929 | 791 | 1086 | 财务费用 | 123 | 168 | 235 | 284 |
| 其他流动资产 | 740 | 901 | 796 | 949 | 资产减值损失 | -4 | -3 | -8 | -8 |
| 非流动资产 | 3339 | 3856 | 4379 | 4889 | 公允价值变动收益 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | 9 | 10 | 12 | -1 |
| 固定资产 | 1407 | 1478 | 1479 | 1445 | 营业利润 | 227 | 313 | 723 | 877 |
| 无形资产 | 309 | 317 | 322 | 329 | 营业外收入 | 20 | 20 | 15 | 15 |
| 其他非流动资产 | 1624 | 2060 | 2577 | 3115 | 营业外支出 | 4 | 2 | 2 | 2 |
| 资产总计 | 6567 | 7584 | 8839 | 10543 | 利润总额 | 242 | 331 | 736 | 890 |
| 流动负债 | 3259 | 4055 | 4690 | 5646 | 所得税 | 37 | 46 | 116 | 142 |
| 短期借款 | 2020 | 2602 | 3265 | 3953 | 净利润 | 205 | 285 | 620 | 748 |
| 应付账款 | 725 | 634 | 840 | 792 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 514 | 818 | 584 | 901 | 归属母公司净利润 | 205 | 285 | 620 | 748 |
| 非流动负债 | 1104 | 1104 | 1104 | 1104 | EBITDA | 541 | 643 | 1129 | 1364 |
| 长期借款 | 350 | 350 | 350 | 350 | EPS（元） | 0.51 | 0.71 | 1.55 | 1.87 |
| 其他非流动负债 | 754 | 754 | 754 | 754 | | | | | |
| 负债合计 | 4364 | 5159 | 5794 | 6751 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 股本 | 400 | 401 | 401 | 401 | | | | | |
| 资本公积 | 464 | 464 | 464 | 464 | | | | | |
| 留存收益 | 1339 | 1560 | 2180 | 2927 | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 2203 | 2425 | 3045 | 3793 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 6567 | 7584 | 8839 | 10543 | | | | | |

| 现金流量表 | | | | | 主要财务比率 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元 | | | | | 会计年度 | | | | |
| 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | |
| 经营活动现金流 | 36 | 426 | 793 | 1127 | 成长能力 | | | | |
| 净利润 | 205 | 285 | 620 | 748 | 营业收入 | 61.6% | 8.9% | 18.4% | 12.3% |
| 折旧摊销 | 204 | 159 | 159 | 164 | 营业利润 | -50.3% | 38.1% | 131.1% | 21.2% |
| 财务费用 | 121 | 164 | 225 | 266 | 归属于母公司净利 | -47.4% | 39.0% | 117.3% | 20.6% |
| 投资损失 | -19 | -10 | -12 | 1 | 获利能力 | | | | |
| 营运资金变动 | -461 | -162 | -201 | -61 | 毛利率（%） | 8.8% | 10.5% | 15.7% | 16.4% |
| 其他经营现金流 | 653 | 437 | 824 | 818 | 净利率（%） | 3.4% | 4.4% | 8.1% | 8.7% |
| 投资活动现金流 | -1508 | -647 | -656 | -663 | ROE（%） | 9.3% | 11.8% | 20.4% | 19.7% |
| 资本支出 | -989 | -657 | -669 | -662 | ROIC（%） | 5.4% | 6.8% | 11.0% | 11.4% |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 偿债能力 | | | | |
| 其他投资现金流 | -519 | 10 | 12 | -1 | 资产负债率（%） | 66.4% | 68.0% | 65.5% | 64.0% |
| 筹资活动现金流 | 982 | 354 | 438 | 422 | 净负债比率（%） | 198.0% | 212.7% | 190.2% | 178.0% |
| 短期借款 | 973 | 582 | 663 | 688 | 流动比率 | 0.99 | 0.92 | 0.95 | 1.00 |
| 长期借款 | 270 | 0 | 0 | 0 | 速动比率 | 0.77 | 0.68 | 0.77 | 0.80 |
| 普通股增加 | 0 | 1 | 0 | 0 | 营运能力 | | | | |
| 资本公积增加 | 3 | 0 | 0 | 0 | 总资产周转率 | 1.07 | 0.92 | 0.94 | 0.89 |
| 其他筹资现金流 | -265 | -229 | -225 | -266 | 应收账款周转率 | 7.37 | 6.84 | 7.03 | 7.02 |
| 现金净增加额 | -497 | 134 | 575 | 886 | 应付账款周转率 | 9.64 | 8.55 | 8.80 | 8.84 |

| 每股指标（元） | | | | | 估值比率 | | | | |
|-----------|------|------|------|------|-----------|-------|-------|------|------|
| 每股收益 | 0.51 | 0.71 | 1.55 | 1.87 | P/E | 36.96 | 21.00 | 9.66 | 8.01 |
| 每股经营现金流薄） | 0.09 | 1.06 | 1.98 | 2.81 | P/B | 3.42 | 2.47 | 1.97 | 1.58 |
| 每股净资产 | 5.51 | 6.06 | 7.60 | 9.47 | EV/EBITDA | 18.27 | 13.65 | 7.84 | 6.35 |

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。