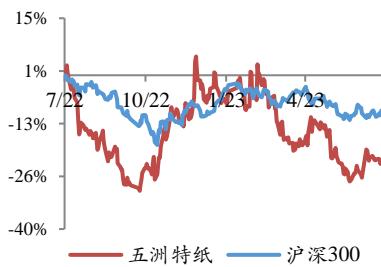


23Q2 环比扭亏，迎接需求与成本利好共振

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

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 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				单位:百万元	利润表				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	2203	2425	3045	3793					
负债和股东权益	6567	7584	8839	10543					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	36	426	793	1127					
净利润	205	285	620	748					
折旧摊销	204	159	159	164					
财务费用	121	164	225	266					
投资损失	-19	-10	-12	1					
营运资金变动	-461	-162	-201	-61					
其他经营现金流	653	437	824	818					
投资活动现金流	-1508	-647	-656	-663					
资本支出	-989	-657	-669	-662					
长期投资	0	0	0	0					
其他投资现金流	-519	10	12	-1					
筹资活动现金流	982	354	438	422					
短期借款	973	582	663	688					
长期借款	270	0	0	0					
普通股增加	0	1	0	0					
资本公积增加	3	0	0	0					
其他筹资现金流	-265	-229	-225	-266					
现金净增加额	-497	134	575	886					

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形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。