

华旺科技 (605377)

证券研究报告
2024年06月20日

欧盟反倾销预计影响有限

欧盟委员会发布反倾销调查公告，公司积极应诉，预计影响有限

欧盟委员会6月14日发布公告，应欧洲四家装饰纸生产商申诉，对中国装饰纸产品发起反倾销调查。倾销调查期为2023年4月1日至2024年3月31日。损害调查期为2020年1月1日至倾销调查期结束。我们认为本次反倾销政策影响有限，主要系：

2023年欧盟地区销量占公司总体装饰原纸销量低于5%，占比较低；此外公司在欧洲区域销售均采用高品质、同价竞争策略，不存在低价竞争。目前反倾销调查尚处于初步阶段，预计对公司24年装饰原纸在欧盟销售影响有限。

参考前期公司应诉印度装饰纸反倾销，公司申诉后税率有所降低（由542美元/公吨调整为297美元/公吨），我们认为公司具备充分应诉经验；此外，中国林产工业协会已组织行业内企业进行应诉，公司也将积极提供相关材料应对调查。

公司在开拓新市场和客户方面做了充分的准备，客户储备丰富，海外业务量快速增长，我们预计海外市场份额或持续有效提升。

短期经营无虞，装饰原纸壁垒深厚

目前公司在手订单较为充足，产销情况良好，生产经营按照年初既定目标稳步有序推进；此外成本端钛白粉价格有所回落，海运价格变动对公司整体盈利水平影响相对有限，我们预计吨盈利保持稳健。

装饰原纸对生产工艺、设备要求较高，公司产线技术控制节点达5000余个，通过精准系统参数设定、多环节节控跟踪，确保原纸各项指标性能稳定，整体技术壁垒较高，在行业内拥有良好的口碑与客户黏性，伴随产能有序扩张，预计市场份额提升稳健。

维持盈利预测，维持“买入”评级

公司系国内装饰原纸龙头，产品质量稳定、品质领先，海外市场积极拓展，预计本次欧盟反倾销影响有限；此外公司持续高分红强化价值成长，此前公告董事长提议开展2024年中期分红，且建议2024年在2023年基础上进一步提升分红比例（23年为64%）。我们预计公司24-26年归母净利润分别为6.5/7.7/8.6亿元，对应PE分别为9/8/7X，维持“买入”评级。

风险提示：主要原材料价格波动风险；市场需求波动风险；反倾销政策风险，产能投放不及预期，价格传导不及预期等

| 财务数据和估值 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 3,436.40 | 3,975.79 | 4,664.39 | 5,405.57 | 6,193.16 |
| 增长率(%) | 16.88 | 15.70 | 17.32 | 15.89 | 14.57 |
| EBITDA(百万元) | 655.91 | 794.45 | 835.33 | 949.77 | 1,040.56 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 467.34 | 566.09 | 652.56 | 768.05 | 862.39 |
| 增长率(%) | 4.18 | 21.13 | 15.27 | 17.70 | 12.28 |
| EPS(元/股) | 1.01 | 1.22 | 1.40 | 1.65 | 1.86 |
| 市盈率(P/E) | 13.24 | 10.93 | 9.48 | 8.05 | 7.17 |
| 市净率(P/B) | 1.71 | 1.54 | 1.29 | 1.11 | 0.96 |
| 市销率(P/S) | 1.80 | 1.56 | 1.33 | 1.14 | 1.00 |
| EV/EBITDA | 9.29 | 5.53 | 4.31 | 3.09 | 2.40 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|-------|----------|
| 行业 | 轻工制造/造纸 |
| 6个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 13.31元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|-------------|-------------|
| A股总股本(百万股) | 464.74 |
| 流通A股股本(百万股) | 463.81 |
| A股总市值(百万元) | 6,185.68 |
| 流通A股市值(百万元) | 6,173.31 |
| 每股净资产(元) | 12.51 |
| 资产负债率(%) | 28.04 |
| 一年内最高/最低(元) | 24.41/13.07 |

作者

| | |
|--------------------------|-----|
| 孙海洋 | 分析师 |
| SAC执业证书编号：S1110518070004 | |
| sunhaiyang@tfzq.com | |
| 张彤 | 联系人 |
| zhangtong@tfzq.com | |

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《华旺科技-年报点评报告:出海靓丽产销两旺，高分红价值显现》2024-05-05
- 《华旺科技-公司点评:增强现金分红，强化价值成长》2024-03-03
- 《华旺科技-季报点评:业绩增长靓丽，深耕主业，优质细分龙头表现优异》2023-11-02

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | | | | | | 利润表(百万元) | | | | | |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 货币资金 | 1,859.28 | 2,294.45 | 2,800.78 | 3,519.02 | 3,933.37 | 营业收入 | 3,436.40 | 3,975.79 | 4,664.39 | 5,405.57 | 6,193.16 |
| 应收票据及应收账款 | 299.91 | 338.57 | 1,086.66 | 805.28 | 1,431.13 | 营业成本 | 2,801.58 | 3,218.42 | 3,752.50 | 4,343.37 | 5,004.07 |
| 预付账款 | 6.13 | 4.99 | 8.47 | 7.23 | 10.55 | 营业税金及附加 | 12.33 | 14.23 | 17.90 | 19.83 | 22.89 |
| 存货 | 915.54 | 978.78 | 793.23 | 895.86 | 911.17 | 销售费用 | 20.23 | 24.39 | 25.65 | 28.65 | 34.06 |
| 其他 | 1,187.22 | 1,141.49 | 656.45 | 865.50 | 887.76 | 管理费用 | 47.84 | 52.06 | 55.97 | 62.16 | 72.46 |
| 流动资产合计 | 4,268.08 | 4,758.28 | 5,345.59 | 6,092.89 | 7,173.98 | 研发费用 | 92.78 | 120.66 | 130.60 | 161.09 | 182.70 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 财务费用 | (43.92) | (50.38) | (66.24) | (87.83) | (106.80) |
| 固定资产 | 920.78 | 1,294.38 | 1,514.77 | 1,613.82 | 1,583.67 | 资产/信用减值损失 | (19.57) | (27.71) | (11.41) | (9.38) | (7.93) |
| 在建工程 | 203.03 | 22.24 | 252.24 | 463.24 | 647.24 | 公允价值变动收益 | (3.62) | 0.00 | 1.24 | 0.41 | (0.68) |
| 无形资产 | 73.62 | 108.99 | 106.45 | 103.91 | 101.37 | 投资净收益 | 1.24 | (0.82) | 5.75 | 2.06 | 2.33 |
| 其他 | 54.15 | 34.84 | 44.09 | 41.17 | 38.13 | 其他 | (5.34) | (23.77) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 非流动资产合计 | 1,251.58 | 1,460.45 | 1,917.55 | 2,222.15 | 2,370.41 | 营业利润 | 532.85 | 648.70 | 743.57 | 871.38 | 977.50 |
| 资产总计 | 5,519.65 | 6,218.72 | 7,263.14 | 8,315.03 | 9,544.39 | 营业外收入 | 0.00 | 0.08 | 0.24 | 0.11 | 0.14 |
| 短期借款 | 235.00 | 370.01 | 253.00 | 312.00 | 283.00 | 营业外支出 | 0.44 | 0.31 | 0.92 | 0.56 | 0.60 |
| 应付票据及应付账款 | 1,483.63 | 1,628.79 | 1,995.40 | 2,235.44 | 2,613.44 | 利润总额 | 532.41 | 648.47 | 742.89 | 870.93 | 977.04 |
| 其他 | 119.15 | 114.56 | 158.20 | 147.61 | 161.74 | 所得税 | 66.97 | 83.43 | 92.86 | 105.38 | 117.25 |
| 流动负债合计 | 1,837.79 | 2,113.35 | 2,406.60 | 2,695.05 | 3,058.18 | 净利润 | 465.44 | 565.04 | 650.02 | 765.54 | 859.80 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 少数股东损益 | (1.90) | (1.05) | (2.53) | (2.51) | (2.59) |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 归属于母公司净利润 | 467.34 | 566.09 | 652.56 | 768.05 | 862.39 |
| 其他 | 45.58 | 77.48 | 47.80 | 56.95 | 60.74 | 每股收益(元) | 1.01 | 1.22 | 1.40 | 1.65 | 1.86 |
| 非流动负债合计 | 45.58 | 77.48 | 47.80 | 56.95 | 60.74 | | | | | | |
| 负债合计 | 1,905.72 | 2,203.90 | 2,454.40 | 2,752.00 | 3,118.92 | 主要财务比率 | | | | | |
| 少数股东权益 | 6.14 | 5.10 | 2.57 | 0.06 | (2.53) | | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 股本 | 332.24 | 332.21 | 464.74 | 464.74 | 464.74 | 成长能力 | | | | | |
| 资本公积 | 1,936.40 | 1,938.82 | 1,935.59 | 1,935.59 | 1,935.59 | 营业收入 | 16.88% | 15.70% | 17.32% | 15.89% | 14.57% |
| 留存收益 | 1,403.89 | 1,798.86 | 2,451.42 | 3,219.47 | 4,081.86 | 营业利润 | 1.62% | 21.74% | 14.63% | 17.19% | 12.18% |
| 其他 | (64.75) | (60.16) | (45.57) | (56.83) | (54.19) | 归属于母公司净利润 | 4.18% | 21.13% | 15.27% | 17.70% | 12.28% |
| 股东权益合计 | 3,613.93 | 4,014.82 | 4,808.74 | 5,563.03 | 6,425.47 | 获利能力 | | | | | |
| 负债和股东权益总计 | 5,519.65 | 6,218.72 | 7,263.14 | 8,315.03 | 9,544.39 | 毛利率 | 18.47% | 19.05% | 19.55% | 19.65% | 19.20% |
| | | | | | | 净利率 | 13.60% | 14.24% | 13.99% | 14.21% | 13.92% |
| | | | | | | ROE | 12.95% | 14.12% | 13.58% | 13.81% | 13.42% |
| | | | | | | ROIC | 32.32% | 33.70% | 28.80% | 31.05% | 33.07% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 | 34.53% | 35.44% | 33.79% | 33.10% | 32.68% |
| | | | | | | 净负债率 | -44.90% | -47.87% | -52.95% | -57.62% | -56.78% |
| | | | | | | 流动比率 | 2.29 | 2.24 | 2.22 | 2.26 | 2.35 |
| | | | | | | 速动比率 | 1.80 | 1.78 | 1.89 | 1.93 | 2.05 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 5.05 | 12.45 | 6.55 | 5.71 | 5.54 |
| | | | | | | 存货周转率 | 4.51 | 4.20 | 5.26 | 6.40 | 6.85 |
| | | | | | | 总资产周转率 | 0.72 | 0.68 | 0.69 | 0.69 | 0.69 |
| | | | | | | 每股指标(元) | | | | | |
| | | | | | | 每股收益 | 1.01 | 1.22 | 1.40 | 1.65 | 1.86 |
| | | | | | | 每股经营现金流 | 1.16 | 0.94 | 2.14 | 2.23 | 1.38 |
| | | | | | | 每股净资产 | 7.76 | 8.63 | 10.34 | 11.97 | 13.83 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | 市盈率 | 13.24 | 10.93 | 9.48 | 8.05 | 7.17 |
| | | | | | | 市净率 | 1.71 | 1.54 | 1.29 | 1.11 | 0.96 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 9.29 | 5.53 | 4.31 | 3.09 | 2.40 |
| | | | | | | EV/EBIT | 10.74 | 6.35 | 5.16 | 3.68 | 2.82 |

| 现金流量表(百万元) | | | | | |
|----------------|-----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 净利润 | 465.44 | 565.04 | 652.56 | 768.05 | 862.39 |
| 折旧摊销 | 88.88 | 104.88 | 138.14 | 150.49 | 156.69 |
| 财务费用 | 2.40 | 18.18 | (66.24) | (87.83) | (106.80) |
| 投资损失 | (6.06) | (4.24) | (5.75) | (2.06) | (2.33) |
| 营运资金变动 | (821.55) | (565.90) | 276.90 | 211.73 | (267.17) |
| 其它 | 809.87 | 320.63 | (1.30) | (2.10) | (3.27) |
| 经营活动现金流 | 538.97 | 438.60 | 994.32 | 1,038.28 | 639.51 |
| 资本支出 | 180.38 | 299.20 | 615.69 | 448.84 | 304.21 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (612.14) | (250.13) | (1,195.94) | (904.79) | (609.88) |
| 投资活动现金流 | (431.77) | 49.07 | (580.25) | (455.94) | (305.67) |
| 债权融资 | 280.01 | 186.14 | (51.63) | 147.16 | 77.87 |
| 股权融资 | 594.18 | (357.55) | 143.90 | (11.26) | 2.64 |
| 其他 | (192.50) | 155.25 | 0.00 | 0.00 | (0.00) |
| 筹资活动现金流 | 681.69 | (16.16) | 92.27 | 135.90 | 80.51 |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 788.90 | 471.51 | 506.34 | 718.24 | 414.35 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|-----------------------|--|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088 | 邮编：570102 | 邮编：200086 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(0898)-65365390 | 电话：(8621)-65055515 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 传真：(8621)-61069806 | 传真：(86755)-82571995 |
| | | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |