

2022 年 07 月 19 日

华旺科技 (605377.SH)

新产能扩张推动持续成长， 回购股权彰显长期发展信心

■事件：华旺科技发布扩产公告及股权回购计划。公司拟在安徽马鞍山投资建设年产 30 万吨高性能纸基新材料项目，总投资达 25 亿元，计划分两期建设，主要生产高品质食品级用纸、医疗级用纸、工业用纸等各类新型纸基材料。此外，公司拟回购股份 232.07-464.14 万股，占总股本 0.70%-1.40%，回购价格不超过 23.70 元/股，回购金额为 0.55-1.10 亿元，回购股份拟用于股权激励或员工持股计划。

■产能有序扩张，原材料积极备库推动成本端稳定，盈利修复可期
 尽管疫情反复等外部压力持续影响，公司 2021 年公司营收逆势高增，主要系 IPO 募投产能马鞍山 7 万吨（一期）充分释放，产销两旺驱动业绩增长。22Q1 公司 IPO 募投项目马鞍山 5 万吨产能（二期）投产，公司装饰原纸产能已达到 27 万吨，同时公司也继续加快推进马鞍山 18 万吨产能建设。公司聚焦中高端市场，积极拓展高端价值客户，优化客户结构，同时重点开拓欧洲市场，订单整体饱满推动产能持续良好消化。21 年公司木浆贸易表现亮眼，实现营收 7.50 亿元，同比增长 153.56%；22 年以来公司继续发挥木浆贸易领域优势，提前积极进行原材料备库，22 年 3 月末存货同比增长 36%至 6.05 亿元，成本端有望保持稳定。伴随中高端装饰原纸格局持续优化，龙头原纸价格协同性增强，后续公司盈利持续修复可期。

■股权回购彰显发展信心，有望推动公司持续成长

7 月 18 日，公司公告拟以不超过 23.70 元/股价格回购股份，回购股份 232.07-464.14 万股，占总股本 0.70%-1.40%，回购价格不超过 23.70 元/股，回购金额为 0.55-1.10 亿元。后续回购股份拟用于股权激励或员工持股计划，一方面有望进一步绑定核心研发人员和销售骨干，另一方面也充分彰显公司坚定信心，有助于提升员工积极性、企业凝聚力，推动公司中长期持续发展。

■投资建议：公司为装饰原纸细分领域龙头，技术研发能力出众，成本管控到位，盈利韧性十足，股权回购也充分彰显长期发展信心。伴随中高端装饰原纸行业格局优化，公司产能稳步扩张，未来公司业绩有望持续增长。我们预计华旺科技 2022-2024 年营业收入为 35.65、40.52、45.21 亿元，同比增长 21.26%、13.66%、11.57%；归母净利润为 5.08、6.13、6.91 亿元，同比增长 13.25%、20.59%、12.74%，对应 PE 为 12.6x、10.4x、9.2x，维持买入-A 的投资评

公司快报

证券研究报告

造纸

投资评级 买入-A

维持评级

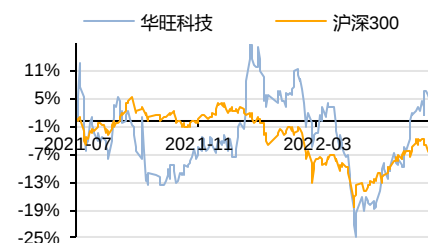
6 个月目标价：24.58 元

股价 (2022-07-18) 19.30 元

交易数据

总市值 (百万元)	6,414.12
流通市值 (百万元)	2,584.91
总股本 (百万股)	332.34
流通股本 (百万股)	133.93
12 个月价格区间	13.47/20.97 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	19.79	17.57	16.37
绝对收益	18.62	20.16	8.99

罗乾生

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522010002
 luogs1@essence.com.cn

级。

■风险提示：疫情反复影响需求和生产、出货风险；原材料价格大幅波动；产能投放不及预期；海外贸易环境恶化；行业竞争加剧风险。

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	1,612.0	2,940.2	3,565.2	4,052.3	4,521.1
净利润	260.0	448.6	508.0	612.6	690.7
每股收益(元)	0.78	1.35	1.53	1.84	2.08
每股净资产(元)	6.68	7.67	8.76	9.86	11.11

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	24.5	14.2	12.6	10.4	9.2
市净率(倍)	2.9	2.5	2.2	1.9	1.7
净利率	16.1%	15.3%	14.2%	15.1%	15.3%
净资产收益率	11.7%	17.6%	17.5%	18.7%	18.7%
股息收益率	1.9%	2.7%	3.2%	3.8%	4.3%
ROIC	28.5%	37.3%	38.4%	40.4%	39.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,612.0	2,940.2	3,565.2	4,052.3	4,521.1	成长性					
减:营业成本	1,216.2	2,297.5	2,790.1	3,122.7	3,485.7	营业收入增长率	-2.5%	82.4%	21.3%	13.7%	11.6%
营业税费	8.1	12.8	16.0	18.2	20.3	营业利润增长率	48.8%	81.4%	13.7%	20.5%	12.7%
销售费用	41.7	18.1	21.4	24.3	27.1	净利润增长率	52.2%	72.5%	13.3%	20.6%	12.7%
管理费用	21.3	40.7	42.8	52.7	58.8	EBITDA 增长率	34.6%	73.1%	19.4%	21.0%	13.9%
研发费用	54.1	88.4	103.4	121.6	126.6	EBIT 增长率	39.6%	81.7%	19.9%	20.1%	12.7%
财务费用	7.5	0.5	1.8	2.0	2.3	NOPLAT 增长率	41.1%	68.3%	13.5%	20.5%	12.7%
资产减值损失	-2.8	-3.4	-3.7	-3.3	-3.5	投资资本增长率	28.8%	10.1%	14.6%	14.1%	9.4%
加:公允价值变动收益	-2.2	2.0	-6.5	-0.1	0.0	净资产增长率	105.2%	14.8%	14.1%	12.5%	12.5%
投资和汇兑收益	6.8	16.8	16.6	11.0	13.0						
营业利润	289.0	524.3	596.1	718.4	809.8	利润率					
加:营业外净收支	-0.2	-1.4	-0.2	-0.6	-0.7	毛利率	24.6%	21.9%	21.7%	22.9%	22.9%
利润总额	288.9	522.9	595.9	717.8	809.1	营业利润率	17.9%	17.8%	16.7%	17.7%	17.9%
减:所得税	29.8	76.9	89.4	107.7	121.4	净利润率	16.1%	15.3%	14.2%	15.1%	15.3%
净利润	260.0	448.6	508.0	612.6	690.7	EBITDA/营业收入	20.6%	19.6%	19.3%	20.5%	20.9%
						EBIT/营业收入	17.2%	17.2%	17.0%	17.9%	18.1%
						运营效率					
						固定资产周转天数	118	107	111	114	117
						流动营业资本周转天数	88	38	22	14	9
						流动资产周转天数	442	333	315	318	326
						应收帐款周转天数	34	23	26	28	30
						存货周转天数	94	67	68	72	77
						总资产周转天数	600	455	443	452	465
						投资资本周转天数	238	154	143	144	144
						投资回报率					
						ROE	11.7%	17.6%	17.5%	18.7%	18.7%
						ROA	7.6%	11.1%	10.7%	11.2%	11.0%
						ROIC	28.5%	37.3%	38.4%	40.4%	39.9%
						费用率					
						销售费用率	2.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
						管理费用率	1.3%	1.4%	1.2%	1.3%	1.3%
						研发费用率	3.4%	3.0%	2.9%	3.0%	2.8%
						财务费用率	0.5%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
						四费/营业收入	7.7%	5.0%	4.8%	5.0%	4.8%
						偿债能力					
						资产负债率	34.7%	36.4%	38.5%	39.6%	40.9%
						负债权益比	53.0%	57.3%	62.7%	65.7%	69.3%
						流动比率	2.25	2.00	1.84	1.77	1.73
						速动比率	1.82	1.58	1.44	1.36	1.31
						利息保障倍数	36.86	1,048.77	339.54	358.83	362.33
						分红指标					
						DPS(元)	0.37	0.52	0.61	0.74	0.83
						分红比率	47.0%	38.5%	40.0%	40.0%	40.0%
						股息收益率	1.9%	2.7%	3.2%	3.8%	4.3%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	259.1	446.0	508.0	612.6	690.7	EPS(元)	0.78	1.35	1.53	1.84	2.08
加:折旧和摊销	54.4	70.3	81.8	104.3	127.9	BVPS(元)	6.68	7.67	8.76	9.86	11.11
资产减值准备	2.8	3.4	-	-	-	PE(X)	24.5	14.2	12.6	10.4	9.2
公允价值变动损失	2.2	-2.0	-6.5	-0.1	0.0	PB(X)	2.9	2.5	2.2	1.9	1.7
财务费用	2.5	5.8	1.8	2.0	2.3	P/FCF	206.1	61.1	20.3	16.0	12.1
投资损失	-6.8	-16.8	-16.6	-11.0	-13.0	P/S	4.0	2.2	1.8	1.6	1.4
少数股东损益	-0.9	-2.6	-1.5	-2.5	-2.9	EV/EBITDA	9.2	6.8	7.3	5.8	4.8
营运资金的变动	-91.5	81.7	86.9	32.6	55.9	CAGR(%)	33.0%	15.5%	43.7%	33.0%	15.5%
经营活动产生现金流量	214.9	527.0	653.9	738.1	860.8	PEG	0.7	0.9	0.3	0.3	0.6
投资活动产生现金流量	-253.1	-294.7	-319.5	-338.2	-336.2	ROIC/WACC	2.7	3.5	3.6	3.8	3.8
融资活动产生现金流量	916.2	-337.0	-148.5	-247.1	-278.5	REP	0.9	0.8	0.9	0.7	0.6

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;

增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;

中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;

卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034