

投资评级 **优于大市** 维持

## 单季度亏损收窄，盈利有望持续修复

### 股票数据

05月05日收盘价(元)	2.35
52周股价波动(元)	2.26-2.94
总股本/流通A股(百万股)	4616/4616
总市值/流通市值(百万元)	10940/10940

### 相关研究

《22年盈利见底,23年有望修复》2023.04.07

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-4.8	-12.2	-5.2
相对涨幅(%)	-5.6	-11.2	-1.6

资料来源:海通证券研究所

分析师:郭庆龙

Email:gql13820@haitong.com

证书:S0850521050003

分析师:王文杰

Email:wwj14034@haitong.com

证书:S0850523020002

### 投资要点:

- 事件:** 公司发布22年报及23年一季报,22年及23年一季度分别实现收入340.14、63.51亿元,同比变动2.97%、-20.22%;实现归母净利润-22.56、-3.41亿元,同比减少248.87%、270.67%,实现扣非后归母净利润-24.07、-3.77亿元,同比减少300.54%、318.24%,基本每股收益-0.52、-0.079元。
- Q1收入同比减少,单季度亏损收窄:** 4Q22/1Q23公司实现营业收入85.65/63.51亿元,同比减少4.61%/20.22%,实现归母净利润-23.11/-3.41亿元(单22Q1/Q2/Q3分别为2.00/-0.72/-0.73亿元),4Q22大幅亏损主要由于产生14.15亿元资产减值损失,1Q23亏损有所收窄。22年公司原纸、纸制品销量分别为616.29万吨、21.36万平,同比增长5.88%、5.49%,驱动22年收入实现增长,我们预计随着浙江山鹰、吉林山鹰逐步投产,以及包装客户持续开拓,收入规模有望持续提升。
- 毛利率环比修复,期间费用率提升:** 1Q23公司毛利率7.72%,同比下降2.98pct,环比提升4.27pct。期间费用率方面,销售费用率同比提升0.36pct至1.40%,管理费用率同比提升2.19pct至6.11%,研发费用率同比提升0.25pct至3.00%,财务费用率同比提升2.48pct至4.82%,我们认为主要由于收入下滑导致费用率提升,综合影响下,公司净利率同比下降8.29pct至-5.92%。
- 23年开年需求不振,造纸包装量价齐降:** 根据公司2023年3月经营数据快报,23年1-3月公司国内造纸板块销量120.56万吨,同比下滑7.64%,均价3232.41元/吨,同比减少18.92%,包装板块销量4.26亿平米,同比减少13.67%,均价3.54元/平米,同比减少12.17%。
- 盈利预测与评级:** 我们预计公司23-24年净利润分别10.21、15.94亿元,同比增速145.2%、56.2%,5月5日收盘价对应23-24年PE为10.7、6.9倍,参考可比公司给予公司23年12-13倍PE估值,对应合理价值区间2.64~2.86元,给予“优于大市”评级。
- 风险提示:** 需求复苏不及预期,原材料价格大幅波动。

### 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	33033	34014	34163	39881	41508
(+/-)YoY(%)	32.3%	3.0%	0.4%	16.7%	4.1%
净利润(百万元)	1516	-2256	1021	1594	1868
(+/-)YoY(%)	9.7%	-248.9%	145.2%	56.2%	17.2%
全面摊薄EPS(元)	0.33	-0.49	0.22	0.35	0.40
毛利率(%)	12.2%	7.2%	12.6%	13.4%	13.8%
净资产收益率(%)	9.2%	-16.6%	6.4%	9.2%	9.9%

 资料来源:公司年报(2021-2022),海通证券研究所  
 备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 同业可比公司

上市公司	证券代码	主营业务	收盘价 (元)	PE (2023E, 倍)
玖龙纸业	2689	箱板瓦楞纸	5.37	5.79
理文造纸	2314	箱板瓦楞纸	3.06	7.38
太阳纸业	002078	文化纸、箱板纸	11.39	10.28

资料来源: WIND, 海通证券研究所 备注: PE 为 Wind 一致预期, 收盘价为 4 月 28 日; 玖龙纸业、理文造纸单位为港元; 玖龙纸业为 2024 财年 PE

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>34014</b>	<b>34163</b>	<b>39881</b>	<b>41508</b>
每股收益	-0.49	0.22	0.35	0.40	营业成本	31554	29862	34517	35783
每股净资产	2.94	3.45	3.74	4.08	毛利率%	7.2%	12.6%	13.4%	13.8%
每股经营现金流	0.04	0.89	0.91	1.06	营业税金及附加	213	229	267	278
每股股利	0.04	0.00	0.05	0.06	营业税金率%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	393	376	439	457
P/E	-4.85	10.72	6.86	5.86	营业费用率%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%
P/B	0.81	0.69	0.63	0.58	管理费用	1591	1572	1835	1909
P/S	0.23	0.32	0.27	0.26	管理费用率%	4.7%	4.6%	4.6%	4.6%
EV/EBITDA	22.67	9.17	7.59	6.70	EBIT	-17	2168	2823	3092
股息率%	<b>1.7%</b>	<b>0.0%</b>	<b>2.3%</b>	<b>2.7%</b>	财务费用	863	968	948	894
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	2.5%	2.8%	2.4%	2.2%
毛利率	7.2%	12.6%	13.4%	13.8%	资产减值损失	-1421	0	0	0
净利润率	-6.6%	3.0%	4.0%	4.5%	投资收益	44	51	0	0
净资产收益率	-16.6%	6.4%	9.2%	9.9%	<b>营业利润</b>	<b>-2175</b>	<b>1266</b>	<b>1931</b>	<b>2245</b>
资产回报率	-4.3%	1.9%	2.8%	3.3%	营业外收支	-98	-66	-56	-48
投资回报率	0.0%	3.9%	5.0%	5.4%	<b>利润总额</b>	<b>-2272</b>	<b>1201</b>	<b>1875</b>	<b>2198</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	1548	4072	4784	5159
营业收入增长率	3.0%	0.4%	16.7%	4.1%	所得税	81	180	281	330
EBIT 增长率	-100.8%	12994.4%	30.2%	9.5%	有效所得税率%	-3.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	-248.9%	145.2%	56.2%	17.2%	少数股东损益	-97	0	0	0
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>-2256</b>	<b>1021</b>	<b>1594</b>	<b>1868</b>
资产负债率	73.1%	70.0%	68.6%	65.9%					
流动比率	0.54	0.55	0.62	0.68	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	0.39	0.42	0.47	0.51	货币资金	3738	4479	5178	5367
现金比率	0.15	0.18	0.21	0.23	应收账款及应收票据	4389	4240	4950	5152
<b>经营效率指标</b>					存货	3330	3109	3594	3725
应收账款周转天数	46.82	45.00	45.00	45.00	其它流动资产	1847	1818	1950	1987
存货周转天数	38.52	38.00	38.00	38.00	流动资产合计	13304	13646	15671	16232
总资产周转率	0.65	0.62	0.70	0.73	长期股权投资	2326	2326	2326	2326
固定资产周转率	1.33	1.12	1.28	1.31	固定资产	25567	30373	31070	31668
					在建工程	5992	2992	2092	1092
					无形资产	2512	2700	2776	2845
					非流动资产合计	39213	41133	40995	40651
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>52517</b>	<b>54778</b>	<b>56666</b>	<b>56882</b>
净利润	-2256	1021	1594	1868	短期借款	15817	16047	15737	14153
少数股东损益	-97	0	0	0	应付票据及应付账款	4885	4582	5296	5490
非现金支出	3000	1903	1960	2067	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	878	1074	1124	1073	其它流动负债	3990	3993	4132	4170
营运资金变动	-1322	100	-474	-138	流动负债合计	24691	24622	25165	23813
<b>经营活动现金流</b>	<b>203</b>	<b>4098</b>	<b>4205</b>	<b>4870</b>	长期借款	7365	7365	7365	7365
资产	-3762	-3860	-1861	-1753	其它长期负债	6333	6333	6333	6333
投资	-25	0	0	0	非流动负债合计	13699	13699	13699	13699
其他	228	33	-18	-18	<b>负债总计</b>	<b>38390</b>	<b>38320</b>	<b>38864</b>	<b>37512</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3559</b>	<b>-3827</b>	<b>-1879</b>	<b>-1771</b>	实收资本	3306	4616	4616	4616
债权募资	4507	230	-309	-1584	归属于母公司所有者权益	13587	15917	17262	18830
股权募资	16	1310	0	0	少数股东权益	541	541	541	541
其他	-1446	-1070	-1318	-1326	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>52517</b>	<b>54778</b>	<b>56666</b>	<b>56882</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>3078</b>	<b>470</b>	<b>-1628</b>	<b>-2910</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-291</b>	<b>741</b>	<b>698</b>	<b>190</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 05 日; (2) 以上各表均为简表  
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

# 信息披露

## 分析师声明

郭庆龙 造纸轻工行业  
王文杰 造纸轻工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：喜临门,江山欧派,公牛集团,仙鹤股份,爱玛科技,致欧科技,箭牌家居,慕思股份,太阳纸业,居然之家,恒安国际,中宠股份,五洲特纸,王力安防,家联科技,绿源控股集团,联翔股份,奥瑞金,索菲亚,晨光股份,共创草坪,麒盛科技,奥普家居,思摩尔国际,朝云集团,泉峰控股,玛格家居,皇派家居,裕同科技,欧派家居

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通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, 未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。