

成本压力延续，四季度业绩承压

核心观点

事件：公司公布 2022 年报，2022 年实现营业收入 77.38 亿元，同比增长 28.61%，同期实现归母净利润 7.10 亿元，同比下降 30.14%；单四季度公司实现营业收入 22.28 亿元，同比、环比分别增长 34.65%、16.56%，同期公司实现归母净利润 1.43 亿元，同比增长 26.27%，环比下降 32.65%。

核心观点

- **四季度吨纸售价小幅下调，业绩环比承压。**公司单四季度实现营收 22.28 亿元，环比增长 17%，拆分量、价来看，推测春节前下游备货需求带动四季度销量环比提升，若四季度机制纸销量按约 24 万吨计算，我们预计公司四季度吨纸售价环比小幅下降约 1.0%。利润端，四季度公司实现归母净利润 1.43 亿元，环比下降 33%，盈利承压。拆分本部、夏王来看，剔除对联营企业和合营企业的投资收益后，我们推测四季度公司本部吨净利约 457 元，环比下降约 53%；四季度对联营企业和合营企业的投资收益（主要来源于夏王纸业）约 0.34 亿元，环比增长 53%，推测主要系钛白粉价格下跌带动装饰原纸业务盈利改善。
- **木浆成本压力延续，四季度盈利水平走低。**2022 年四季度公司实现毛利率 8.91%，环比下降约 3pct，推测主要系前期采购的高价木浆逐步用于生产，同时终端需求相对疲软的情况下特种纸成本压力传导不畅。同期公司持续加大控费力度，四季度期间费用率同比下滑约 1pct。四季度公司实现归母净利率 6.43%，环比下降约 5pct。
- **盈利有望逐步恢复，中长期新增产能投产节奏稳健。**近期阔叶浆外盘报价较 2022 年高点已累计下调近 200 美元/吨，同期钛白粉价格亦由前期历史最高分位回落至 2014 年至今的中位水平，考虑到木浆采购到库通常需要 3-4 个月，预计公司 2023 年二季度开始盈利水平或逐渐改善。新增产能方面，公司常山 30 万吨食品卡纸项目已于 4 月初投产，东港 PM29、PM30 预计将于 2023 年二季度投产，广西、湖北两大“林浆纸一体化”一期项目均有望于 2023 年底逐步投产，测算未来三年公司产量年均复合增速达 43%（不含夏王）。中长期看，公司自供木浆项目将陆续投产，公司抵御原材料价格波动的能力有望得到提升。

盈利预测与投资建议

- 结合原料价格走势调整毛利率及投资收益假设，结合新增产能规划调整产销量假设，同时适当调整费用率假设，预测 2023-2025 年归母净利润为 10.54/15.36/17.96 亿元(此前预测 2023-2024 年为 10.85/12.92 亿元)，给予 DCF 目标估值 32.99 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 原材料价格上涨超过预期的风险；新建产能建设不达预期的风险

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,017	7,738	10,109	14,333	18,311
同比增长(%)	24.2%	28.6%	30.6%	41.8%	27.8%
营业利润(百万元)	1,157	801	1,185	1,724	2,015
同比增长(%)	38.7%	-30.7%	48.0%	45.4%	16.9%
归属母公司净利润(百万元)	1,017	710	1,054	1,536	1,796
同比增长(%)	41.8%	-30.1%	48.4%	45.7%	16.9%
每股收益(元)	1.44	1.01	1.49	2.18	2.54
毛利率(%)	20.0%	11.5%	14.7%	15.9%	15.3%
净利率(%)	16.9%	9.2%	10.4%	10.7%	9.8%
净资产收益率(%)	17.3%	10.7%	14.4%	18.4%	18.5%
市盈率	17.7	25.3	17.0	11.7	10.0
市净率	2.8	2.6	2.3	2.0	1.7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2023年04月18日）	25.17 元
目标价格	32.99 元
52 周最高价/最低价	33.64/17.98 元
总股本/流通 A 股（万股）	70,598/70,598
A 股市值（百万元）	17,769
国家/地区	中国
行业	造纸轻工
报告发布日期	2023 年 04 月 19 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-2.86	-10.84	-19.51	11.73
相对表现	-4.37	-15.97	-20.28	11.83
沪深 300	1.51	5.13	0.77	-0.1



证券分析师

李雪君	021-63325888*6069
	lixuejun@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860517020001
	香港证监会牌照：BSW124

联系人

黄宗坤	huangzongkun@orientsec.com.cn
谢雨辰	xieyuchen@orientsec.com.cn

相关报告

三季度业绩环比改善，期待后续盈利修复	2022-11-02
产品提价逐步落地，单二季度盈利环比修复	2022-08-22
前瞻性布局下游高增长赛道，产能扩张助力份额提升	2022-01-10

盈利预测与投资建议

结合原料价格走势调整毛利率及投资收益假设，结合新增产能规划调整产销量假设，同时适当调整费用率假设，预测 2023-2025 年归母净利润为 10.54/15.36/17.96 亿元(此前预测 2023-2024 年为 10.85/12.92 亿元)，对应的 EPS 分别为 1.49/2.18/2.54 元。结合 DCF 绝对估值法，我们给予公司 DCF 目标估值 32.99 元，维持“买入”评级。

表 1：我们给予公司 DCF 目标估值 32.99 元

目标价敏感性分析							估值假设	
		永续增长率Gn(%)						
WACC (%)	32.99	0.0%	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	所得税税率T	25.00%
	5.64%	41.95	48.00	57.39	73.89	110.57	永续增长率Gn(%)	2.00%
	6.14%	37.35	42.07	49.06	60.52	82.71	无风险利率Rf	2.86%
	6.64%	33.46	37.19	42.54	50.83	65.40	无杠杆影响的β系数	0.6988
	7.14%	30.13	33.13	37.29	43.48	53.60	考虑杠杆因素的β系数	0.9234
	7.64%	27.25	29.68	32.99	37.71	45.04	市场收益率Rm	10.08%
	8.14%	24.73	26.73	29.38	33.07	38.54	公司特有风险	0.00%
	8.64%	22.52	24.17	26.33	29.25	33.44	股权投资成本 (Ke)	9.53%
	9.14%	20.55	21.94	23.71	26.06	29.33	债务比率D/(D+E)	30.00%
	9.64%	18.81	19.97	21.44	23.35	25.94	债务利率rd	4.30%
							WACC	7.64%

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 2：盈利预测调整表

核心假设及盈利预测变动分析表					
人民币百万元（标注除外）					
	调整前		调整后		
	2023E	2024E	2023E	2024E	2025E
核心假设					
毛利率	14.9%	18.0%	14.7%	15.9%	15.3%
变动幅度			-0.2%	-2.0%	
投资收益	211	211	182	231	273
变动幅度			-13.7%	9.6%	
分产品盈利预测					
日用消费系列					
销售收入	4,448	5,298	4,633	6,413	8,010
变动幅度			4.2%	21.1%	
毛利率	19%	20%	16%	17%	16%
变动幅度			-3.0%	-3.8%	
食品与医疗包装材料系列					
销售收入	4,131	3,883	2,838	5,362	7,723
变动幅度			-31.3%	38.1%	
毛利率	11%	18%	13%	15%	14%
变动幅度			1.7%	-2.5%	
商务交流及出版印刷材料系列					
销售收入	835	835	735	713	713
变动幅度			-12.0%	-14.7%	
毛利率	7%	7%	12%	13%	13%
变动幅度			5.0%	6.3%	
烟草行业配套系列					
销售收入	802	802	799	751	751
变动幅度			-0.4%	-6.4%	
毛利率	16.2%	16.2%	18%	18%	18%
变动幅度			1.7%	2.2%	
电气及工业用纸系列					
销售收入	563	534	572	543	543
变动幅度			1.7%	1.7%	
毛利率	21.2%	17.1%	15.5%	15.7%	15.5%
变动幅度			-5.8%	-1.4%	
其他系列					
销售收入	173	173	152	152	152
变动幅度			-11.9%	-11.9%	
毛利率	13.9%	13.9%	10.5%	10.5%	10.5%
变动幅度			-3.5%	-3.5%	
其他					
销售收入	292	307	380	399	419
变动幅度			30.2%	30.2%	
毛利率	15%	15%	14%	14%	14%
变动幅度			-1.3%	-1.3%	
销售收入合计	11,244	11,832	10,109	14,333	18,311
变动幅度			-10.1%	21.1%	
综合毛利率	15%	18%	15%	16%	15%
变动幅度			-0.2%	-2.0%	
主要财务数据变动分析表					
人民币百万元（标注除外）					
	调整前		调整后		
	2023E	2024E	2023E	2024E	2025E
营业收入	11,244	11,832	10,109	14,333	18,311
变动幅度			-10.1%	21.1%	
营业利润	1,234	1,468	1,185	1,724	2,015
变动幅度			-3.9%	17.5%	
归属母公司净利润	1,085	1,292	1,054	1,536	1,796
变动幅度			-2.9%	18.9%	
每股收益（元）	1.54	1.83	1.49	2.18	2.54
变动幅度			-2.9%	18.9%	
毛利率(%)	15%	18%	15%	16%	15%
变动幅度			-0.2%	-2.0%	
净利率(%)	10%	11%	10%	11%	10%
变动幅度			0.8%	-0.2%	

数据来源：东方证券研究所

风险提示

- 原材料价格上涨超过预期的风险
- 新建产能建设不达预期的风险

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	794	944	1,233	1,748	2,234	营业收入	6,017	7,738	10,109	14,333	18,311
应收票据、账款及款项融资	1,938	2,157	2,818	3,995	5,104	营业成本	4,815	6,848	8,621	12,052	15,516
预付账款	63	157	205	291	372	营业税金及附加	37	43	56	79	101
存货	1,925	2,055	2,587	3,617	4,656	销售费用	22	26	34	48	62
其他	1,730	1,656	1,662	1,672	1,682	管理费用及研发费用	272	228	298	423	595
流动资产合计	6,451	6,969	8,505	11,324	14,048	财务费用	20	68	133	249	309
长期股权投资	831	864	923	1,087	1,110	资产、信用减值损失	30	15	30	55	52
固定资产	2,532	2,846	3,923	9,279	9,544	公允价值变动收益	(7)	34	0	0	0
在建工程	357	1,150	3,385	41	41	投资净收益	287	140	182	231	273
无形资产	516	773	759	745	731	其他	56	116	66	66	66
其他	362	662	659	656	653	营业利润	1,157	801	1,185	1,724	2,015
非流动资产合计	4,598	6,295	9,649	11,807	12,078	营业外收入	3	2	2	2	2
资产总计	11,049	13,264	18,154	23,131	26,126	营业外支出	12	9	9	9	9
短期借款	690	1,771	4,984	7,482	8,098	利润总额	1,148	794	1,178	1,717	2,008
应付票据及应付账款	1,408	2,022	2,545	3,558	4,581	所得税	129	79	117	171	200
其他	364	281	329	415	496	净利润	1,019	715	1,061	1,546	1,808
流动负债合计	2,462	4,074	7,858	11,455	13,175	少数股东损益	2	5	7	10	11
长期借款	0	0	253	343	184	归属于母公司净利润	1,017	710	1,054	1,536	1,796
应付债券	1,775	1,864	1,900	1,900	1,900	每股收益(元)	1.44	1.01	1.49	2.18	2.54
其他	364	414	377	377	377						
非流动负债合计	2,140	2,278	2,529	2,620	2,461	主要财务比率					
负债合计	4,602	6,352	10,388	14,074	15,635		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	28	32	39	49	60	成长能力					
实收资本(或股本)	706	706	706	706	706	营业收入	24.2%	28.6%	30.6%	41.8%	27.8%
资本公积	3,064	3,064	3,064	3,064	3,064	营业利润	38.7%	-30.7%	48.0%	45.4%	16.9%
留存收益	2,386	2,849	3,685	4,964	6,387	归属于母公司净利润	41.8%	-30.1%	48.4%	45.7%	16.9%
其他	263	260	273	273	273	获利能力					
股东权益合计	6,447	6,912	7,767	9,056	10,491	毛利率	20.0%	11.5%	14.7%	15.9%	15.3%
负债和股东权益总计	11,049	13,264	18,154	23,131	26,126	净利率	16.9%	9.2%	10.4%	10.7%	9.8%
						ROE	17.3%	10.7%	14.4%	18.4%	18.5%
						ROIC	13.8%	8.0%	9.3%	10.5%	10.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	41.6%	47.9%	57.2%	60.8%	59.8%
净利润	1,019	715	1,061	1,546	1,808	净负债率	25.9%	38.9%	76.0%	88.1%	75.8%
折旧摊销	293	358	468	958	1,458	流动比率	2.62	1.71	1.08	0.99	1.07
财务费用	20	68	133	249	309	速动比率	1.83	1.20	0.75	0.67	0.71
投资损失	(287)	(140)	(182)	(231)	(273)	营运能力					
营运资金变动	(559)	(362)	(706)	(1,259)	(1,188)	应收账款周转率	5.3	5.8	6.3	6.5	6.2
其它	(39)	(568)	6	55	52	存货周转率	2.9	3.4	3.7	3.8	3.7
经营活动现金流	447	72	780	1,317	2,166	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
资本支出	(577)	(1,721)	(3,763)	(2,952)	(1,705)	每股指标(元)					
长期投资	(167)	(32)	(59)	(164)	(23)	每股收益	1.44	1.01	1.49	2.18	2.54
其他	(1,194)	1,102	182	231	273	每股经营现金流	0.63	0.10	1.10	1.87	3.07
投资活动现金流	(1,938)	(651)	(3,641)	(2,884)	(1,456)	每股净资产	9.09	9.74	10.95	12.76	14.77
债权融资	1,775	88	289	90	(159)	估值比率					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	17.7	25.3	17.0	11.7	10.0
其他	(76)	550	2,861	1,992	(66)	市净率	2.8	2.6	2.3	2.0	1.7
筹资活动现金流	1,699	638	3,150	2,083	(225)	EV/EBITDA	13.3	16.0	11.0	6.7	5.2
汇率变动影响	(1)	13	-0	-0	-0	EV/EBIT	16.7	22.6	14.9	9.9	8.4
现金净增加额	206	71	289	515	485						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。