

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

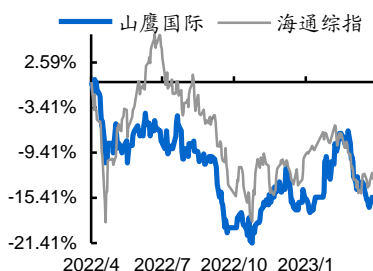
22年盈利见底，23年有望修复

股票数据

04月07日收盘价(元)	2.46
52周股价波动(元)	2.30-3.09
总股本/流通A股(百万股)	4616/4616
总市值/流通市值(百万元)	11356/11356

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-7.2	-4.7	-1.6
相对涨幅(%)	-9.0	-5.4	-5.2

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 郭庆龙

Email: gq13820@haitong.com

证书: S0850521050003

分析师: 王文杰

Email: wwj14034@haitong.com

证书: S0850523020002

投资要点:

- 公司是国内包装纸龙头企业，根据公司《2022年年度业绩预告》，22年公司预计实现归母净利润-22.45亿元，实现扣非后归母净利润-23.65亿元。
- **22年造纸包装销量增长，纸价回落或使得收入下滑：**根据公司2022年12月经营数据快报，22年1-12月公司国内造纸板块销量597.52万吨，同比增长2.66%，均价3749.20元/吨，同比减少6.77%，包装板块销量21.36亿平米，同比增长4.70%，均价3.79元/平米，同比增长4.42%，销售规模持续扩张，我们预计纸价下滑使得收入减少。
- **22年成本上涨使得毛利率大幅下滑，导致亏损：**根据公司22年年度业绩预告，22年受俄乌战争、欧美通货膨胀、疫情等因素影响，原辅材料、能源等成本上升，叠加终端市场需求不旺，从三季度中旬开始主要产品销售价格持续走低，毛利率同比大幅下降，停机也使得固定费用上升，此外22年公司对并购公司形成的商誉预计减值金额约15亿元，综合影响下22年公司预计亏损22.45亿元。
- **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3085.98元/吨，同比减少23.33%，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22-23年净利润分别为-22.45、10.74亿元，同比增速-248.1%、147.8%，4月7日收盘价对应23年PE为10.6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2.76~2.99元，给予“优于大市”评级。
- **风险提示：**原材料成本大幅波动，下游需求不振。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	24969	33033	32942	35112	39556
(+/-)YoY(%)	7.4%	32.3%	-0.3%	6.6%	12.7%
净利润(百万元)	1381	1516	-2245	1074	1484
(+/-)YoY(%)	1.4%	9.7%	-248.1%	147.8%	38.2%
全面摊薄EPS(元)	0.30	0.33	-0.49	0.23	0.32
毛利率(%)	16.7%	12.2%	6.3%	13.0%	13.5%
净资产收益率(%)	8.9%	9.2%	-14.4%	6.5%	8.4%

资料来源: 公司年报(2020-2021), 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

- 我们预计公司 22-24 年 EPS 分别为-0.49、0.23、0.32 元。
 - 我们预计公司 22-24 年营业收入分别为 329.42、351.12、395.56 亿元，同比变动-0.3%、6.6%、12.7%。
 - 我们预计公司 22-24 年归母净利润分别为-22.45、10.74、14.84 亿元，同比变动-248.1%、147.8%、38.2%。
- **主要盈利预测假设:**
 - 原纸业务方面，我们预计 22 年纸价回落使得收入下滑，22-24 年收入变动-2.12%/4.14%/15.00%。
 - 纸制品业务方面，我们预计未来几年销量还将继续增长，驱动收入增长，22-24 年收入增长 9.73%、14.24%、11.18%。
 - 毛利率方面，我们预计纸价回落使得 22 年毛利率回落，23 年起有望修复，22-24 年毛利率分别为 6.27%/12.98%/13.49%。
 - 费用率方面，我们预计 22-24 年销售费用率为 1.1%，管理费用率维持 4.6%，研发费用率维持 2.3%。

表 1 山鹰国际分业务盈利预测

单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
原纸				
销售收入	21205.68	20756.19	21616.52	24859.00
增长率 (YOY)	16.55%	-2.12%	4.14%	15.00%
纸制品				
销售收入	7295.26	8005.10	9145.02	10167.43
增长率 (YOY)	50.05%	9.73%	14.24%	11.18%
合计				
销售收入	33032.81	32941.69	35112.43	39556.33
增长率 (YOY)	32.29%	-0.28%	6.59%	12.66%
销售成本	29005.95	30876.24	30556.30	34218.48
毛利率	12.19%	6.27%	12.98%	13.49%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 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	6.01	6.23
理文造纸	2314	箱板瓦楞纸	3.24	7.82
太阳纸业	002078	文化纸、箱板纸	12.48	10.96

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 7 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	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	33033	32942	35112	39556
每股收益	0.33	-0.49	0.23	0.32	营业成本	29006	30876	30556	34218
每股净资产	3.58	3.38	3.55	3.81	毛利率%	12.2%	6.3%	13.0%	13.5%
每股经营现金流	0.43	0.48	0.80	0.85	营业税金及附加	312	221	235	265
每股股利	0.04	0.00	0.05	0.06	营业税金率%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%
价值评估 (倍)					营业费用	352	362	386	435
P/E	7.49	-5.06	10.57	7.65	营业费用率%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
P/B	0.69	0.73	0.69	0.65	管理费用	1362	1515	1615	1820
P/S	0.25	0.34	0.32	0.29	管理费用率%	4.1%	4.6%	4.6%	4.6%
EV/EBITDA	9.56	211.20	9.07	8.13	EBIT	2214	-1448	2245	2734
股息率%	1.6%	0.0%	2.2%	2.6%	财务费用	698	732	981	988
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	2.1%	2.2%	2.8%	2.5%
毛利率	12.2%	6.3%	13.0%	13.5%	资产减值损失	0	-1506	-4	0
净利润率	4.6%	-6.8%	3.1%	3.8%	投资收益	14	49	0	0
净资产收益率	9.2%	-14.4%	6.5%	8.4%	营业利润	1653	-2146	1299	1790
资产回报率	2.9%	-4.0%	1.9%	2.5%	营业外收支	-3	-34	-36	-44
投资回报率	4.6%	-3.0%	3.9%	4.5%	利润总额	1650	-2180	1263	1746
盈利增长 (%)					EBITDA	3520	177	4075	4698
营业收入增长率	32.3%	-0.3%	6.6%	12.7%	所得税	97	65	190	262
EBIT 增长率	-14.1%	-165.4%	255.0%	21.8%	有效所得税率%	5.9%	-3.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	9.7%	-248.1%	147.8%	38.2%	少数股东损益	38	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1516	-2245	1074	1484
资产负债率	64.8%	69.4%	67.2%	67.3%					
流动比率	0.70	0.70	0.71	0.72	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	0.51	0.53	0.52	0.53	货币资金	3890	6231	4583	5133
现金比率	0.17	0.24	0.20	0.20	应收账款及应收票据	5164	5054	5387	6069
经营效率指标					存货	3809	4054	4014	4500
应收账款周转天数	56.25	55.00	55.00	55.00	其它流动资产	2871	2600	2675	2885
存货周转天数	47.93	48.00	48.00	48.00	流动资产合计	15734	17940	16660	18587
总资产周转率	0.64	0.58	0.63	0.67	长期股权投资	2217	2217	2217	2217
固定资产周转率	1.49	1.30	1.17	1.26	固定资产	22209	25277	30089	31275
					在建工程	4965	6465	1565	2065
					无形资产	2208	2410	2501	2585
					非流动资产合计	36261	38874	38867	40626
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	51994	56814	55527	59212
净利润	1516	-2245	1074	1484	短期借款	14590	17370	15268	17075
少数股东损益	38	0	0	0	应付票据及应付账款	4366	4568	4521	5062
非现金支出	1313	3131	1834	1964	预收账款	1	0	0	0
非经营收益	720	1033	1152	1154	其它流动负债	3602	3541	3579	3732
营运资金变动	-1617	299	-381	-682	流动负债合计	22559	25478	23368	25869
经营活动现金流	1969	2218	3678	3920	长期借款	5590	8290	8290	8290
资产	-4437	-6325	-1841	-3749	其它长期负债	5547	5682	5682	5682
投资	-4	45	0	0	非流动负债合计	11137	13972	13972	13972
其他	1769	557	-18	-18	负债总计	33696	39450	37339	39841
投资活动现金流	-2672	-5723	-1859	-3767	实收资本	3306	4616	4616	4616
债权募资	2089	5594	-2101	1806	归属于母公司所有者权益	16517	15582	16406	17590
股权募资	57	1310	0	0	少数股东权益	1782	1782	1782	1782
其他	-2085	-1058	-1366	-1410	负债和所有者权益合计	51994	56814	55527	59212
融资活动现金流	61	5846	-3468	397					
现金净流量	-725	2341	-1648	549					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 07 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 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,麒盛科技,思摩尔国际,泉峰控股,玛格家居,皇派家居,裕同科技,欧派家居,明月镜片,乖宝宠物,好太太

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 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;	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。
2. 市场基准指数的比较标准: 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。	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。