

## 产能稳步扩张, 静待浆价下行盈利改善

### 投资要点

- 业绩摘要: 公司发布年报及一季报。**2022年公司实现营收183.6亿元(+12.8%); 实现归母净利润2.3亿元(-86.6%); 实现扣非净利润2.2亿元(-87.1%)。单季度来看, 2022Q4公司实现营收45.2亿元(+4.1%); 实现归母净利润-3.8亿元(+82.2%); 实现扣非后归母净利润-3.9亿元(-84.9%)。2023Q1公司实现营收41.6亿元(+0.5%); 实现归母净利润-5亿元(-375.2%); 实现扣非后归母净利润-5.5亿元(-412.7%)。报告期内木浆价格大幅上涨, 盈利能力暂时承压。
- 原材料高企+终端需求疲软影响盈利。**2022年公司整体毛利率为11.6%, 同比-11.3pp, 主要原因是终端需求疲软, 浆价居于高位。分产品看, 白纸板毛利率为13.6%(-14.6pp), 吨毛利约700元/吨, 盈利能力仍高于小厂; 文化纸毛利率为7.6%(+2.8pp); 石膏护面纸毛利率为13%(+5.1pp); 箱板纸毛利率为2.7%(-0.4pp), 在公司降本增效成效下, 文化纸、石膏护面纸毛利率实现增长。费用率方面, 2022年公司总费用率为9.5%, 同比+1.3pp, 销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为0.7%/3.0%/1.7%/4.0%, 同比+0.3pp/-0.3pp/+0.7pp/+0.6pp。财务费用率略增, 主要系报告期内汇兑收益减少所致。综合来看, 公司净利率为1.2%, 同比-9.2pp。单季度数据来看, 2022Q4毛利率为-2.3%, 同比-5.8pp; 净利率为-8.5%, 同比-3.7pp。2023Q1毛利率为-4.6%, 同比-19.5pp; 净利率为-11.9%, 同比-16.3pp。展望后续, 一方面2023Q1开始木浆价格快速回落, 原材料库存消化后平均成本有望下行, 另一方面, 白卡纸下游药品、香烟、食品、餐饮等需求有望逐步修复, 以纸替塑进程持续推进, 2023年盈利有望逐步改善。
- 白纸板产销量稳步增长, 出口需求旺盛。**分产品看, 2022年白纸板营收达到131亿元(+4.8%), 公司通过不断调整产品结构, 加大差异化产品的投放力度, 稳定了市场份额, 销售量同比+13.4%, 销量稳步增长。文化纸/石膏护面纸/箱板纸营收分别为20.6亿元(+31%)/5.2亿元(-0.5%)/20.6亿元(+29.7%)。分地区看, 2022年内销收入160亿元(+2.3%); 外销营收17.5亿元(+206.5%), 受海外限塑影响, 下游纸制餐具出口加快, 公司积极克服国内需求转弱的不利因素, 积极抢抓市场机遇, 开拓全球销售渠道, 外销收入逆势增长。
- 储备产能充足, 生产管理效率再上台阶。**2022年公司共生产机制纸367.1万吨(+17.1%), 销售机制纸354.5万吨(+13.4%)。2022年新投产年产45万吨文化纸机, 建设速度刷新了同行业记录, 目前调试实现稳定生产。在建产能包括江苏基地80万吨高档特种纸板扩建项目、100万吨高档包装纸等, 储备产能充足。此外公司持续优化生产流程, 时间效率、车速效率、回炉率均创造历史最佳水平, 机台生产绩效的提升使得产品生产加工成本稳步下降、产品客诉率持续降低, 客户满意度不断提升, 为公司高质量发展奠定坚实的基础。
- 盈利预测与投资建议。**预计2023-2025年EPS分别为0.13元、0.70元、0.80元, 对应PE分别为51倍、9倍、8倍。考虑到白卡纸供给格局良好, 公司管理效率持续提升, 公司在建产能充足, 且预计于2024年开始进入产能爬坡期, 给予2024年12倍估值, 对应目标价8.4元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 原材料价格大幅波动的风险; 纸价出现大幅波动的风险; 新产能投产不及预期的风险; 汇率波动风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	18361.78	20245.55	23107.53	25667.71
增长率	12.81%	10.26%	14.14%	11.08%
归属母公司净利润(百万元)	228.07	167.26	936.75	1064.40
增长率	-86.63%	-26.66%	460.07%	13.63%
每股收益EPS(元)	0.17	0.13	0.70	0.80
净资产收益率ROE	3.50%	2.52%	2.42%	12.64%
PE	37	51	9	8
PB	1.31	1.29	1.13	1.01

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣  
执业证号: S1250517080002  
电话: 023-67511807  
邮箱: cxin@swsc.com.cn

分析师: 赵兰亭  
执业证号: S1250522080002  
电话: 023-67511807  
邮箱: zhlt@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	13.37
流通A股(亿股)	13.37
52周内股价区间(元)	6.29-9.08
总市值(亿元)	85.42
总资产(亿元)	218.45
每股净资产(元)	5.35

### 相关研究

- 博汇纸业(600966): 白卡价格触底, 静待吨盈利修复 (2022-12-12)

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：浆价 2023 年有所回落，纸价伴随需求修复企稳回升，白纸板毛利率修复，2023-2025 年为 15%、19.5%、19.5%。

假设 2：在建产能如期投放，80 万吨和 100 万吨项目分别于 2024 年、2025 年达到预定使用状态。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>合计</b>				
营业收入	18361.8	20,245.5	23,107.5	25,667.7
yoy	12.8%	10.3%	14.1%	11.1%
营业成本	16222.7	17,680.9	19,363.4	21,394.4
毛利率	11.6%	12.7%	16.2%	16.6%
<b>白纸板</b>				
收入	13101.9	14,150.1	16,272.6	18,225.3
yoy	4.7%	8%	15%	12%
成本	11316.2	12,027.5	13,099.4	14,671.3
毛利率	13.6%	15.0%	19.5%	19.5%
<b>箱板瓦楞纸</b>				
收入	2061.8	2,226.8	2,449.5	2,645.4
yoy	28.8%	8.0%	10.0%	8.0%
成本	2006.6	2,160.0	2,351.5	2,513.2
毛利率	2.7%	3.0%	4.0%	5.0%
<b>文化纸</b>				
收入	2061.7	2,680.1	3,082.2	3,390.4
yoy	31.0%	30.0%	15.0%	10.0%
成本	1904.9	2,452.3	2,774.0	2,983.5
毛利率	7.6%	8.5%	10.0%	12.0%
<b>石膏护面纸</b>				
收入	521.7	573.9	688.7	792.0
yoy	-0.5%	10%	20%	15%
成本	453.8	487.8	585.4	673.2
毛利率	13.0%	15%	15%	15%
<b>其他</b>				
收入	614.68	614.7	614.7	614.7
yoy	793.7%	0%	0%	0%
成本	541.23	553.2	553.2	553.2
毛利率	11.9%	10%	10%	10%

数据来源：Wind, 西南证券

我们选取太阳纸业、晨鸣纸业、仙鹤股份等头部纸企为可比公司，可比公司 2023 年平均估值为 12 倍 PE、2024 年平均估值为 9 倍 PE。考虑到白卡纸供给格局良好，公司管理效率持续提升，公司在建产能充足，且预计于 2024 年开始进入产能爬坡期，给予 2024 年 12 倍估值，对应目标价 8.4 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司一致预期

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002078	太阳纸业	11.39	1.12	1.29	1.47	10.17	8.80	7.77
000488	晨鸣纸业	5.03	0.42	0.65	0.82	11.88	7.71	6.14
603733	仙鹤股份	24.24	1.70	2.20	2.65	14.25	11.03	9.13
平均值						12.10	9.18	7.68

数据来源：Wind，西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	18361.78	20245.55	23107.53	25667.71	净利润	228.07	167.26	936.75	1064.40
营业成本	16222.74	17680.87	19363.42	21394.41	折旧与摊销	797.41	1688.20	1839.80	1964.11
营业税金及附加	85.80	92.50	107.25	177.11	财务费用	320.77	322.76	263.41	220.32
销售费用	124.99	202.46	207.97	282.34	资产减值损失	-27.57	0.00	0.00	0.00
管理费用	555.74	1680.38	1871.71	2130.42	经营营运资本变动	-1153.69	761.68	-164.92	88.85
财务费用	320.77	322.76	263.41	220.32	其他	14.96	33.80	20.16	63.96
资产减值损失	-27.57	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>179.94</b>	<b>2973.71</b>	<b>2895.20</b>	<b>3401.62</b>
投资收益	-53.74	-30.00	-30.00	-30.00	资本支出	-1895.06	-510.00	-1010.00	-1010.00
公允价值变动损益	-10.67	-6.87	-8.14	-7.72	其他	437.20	-36.87	-38.14	-37.72
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1457.87</b>	<b>-546.87</b>	<b>-1048.14</b>	<b>-1047.72</b>
<b>营业利润</b>	<b>229.25</b>	<b>229.70</b>	<b>1255.64</b>	<b>1425.40</b>	短期借款	1658.80	-1330.16	-1264.40	-1692.87
其他非经营损益	-3.89	-6.69	-6.64	-6.20	长期借款	618.23	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>225.35</b>	<b>223.01</b>	<b>1249.01</b>	<b>1419.20</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	-2.72	55.75	312.25	354.80	支付股利	-341.17	-44.50	-33.05	-184.71
净利润	228.07	167.26	936.75	1064.40	其他	-746.48	-1483.72	-263.41	-220.32
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>1189.37</b>	<b>-2858.37</b>	<b>-1560.86</b>	<b>-2097.89</b>
归属母公司股东净利润	228.07	167.26	936.75	1064.40	<b>现金流量净额</b>	<b>-64.60</b>	<b>-431.54</b>	<b>286.20</b>	<b>256.02</b>
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2456.09	2024.55	2310.75	2566.77	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1355.31	1584.85	1756.99	1949.58	销售收入增长率	12.81%	10.26%	14.14%	11.08%
存货	3728.04	3402.94	3921.51	4362.89	营业利润增长率	-89.83%	0.20%	446.64%	13.52%
其他流动资产	1095.11	783.11	888.02	981.87	净利润增长率	-86.63%	-26.66%	460.07%	13.63%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-57.53%	66.29%	49.90%	7.47%
投资性房地产	169.63	169.63	169.63	169.63	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	13060.32	11912.67	11113.41	10189.86	毛利率	11.65%	12.67%	16.20%	16.65%
无形资产和开发支出	313.50	283.73	253.96	224.18	三费率	5.45%	10.89%	10.14%	10.26%
其他非流动资产	600.59	599.81	599.03	598.25	净利率	1.24%	0.83%	4.05%	4.15%
<b>资产总计</b>	<b>22778.59</b>	<b>20761.28</b>	<b>21013.29</b>	<b>21043.03</b>	ROE	3.50%	2.52%	12.42%	12.64%
短期借款	4899.25	3569.09	2304.69	611.82	ROA	1.00%	0.81%	4.46%	5.06%
应付和预收款项	6436.61	7322.60	7924.97	8755.39	ROIC	4.72%	3.32%	9.96%	11.37%
长期借款	2214.13	2214.13	2214.13	2214.13	EBITDA/销售收入	7.34%	11.07%	14.54%	14.06%
其他负债	2710.51	1018.62	1028.97	1041.46	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>16260.51</b>	<b>14124.45</b>	<b>13472.76</b>	<b>12622.80</b>	总资产周转率	0.86	0.93	1.11	1.22
股本	1336.84	1336.84	1336.84	1336.84	固定资产周转率	1.80	2.00	2.32	2.74
资本公积	1333.08	1333.08	1333.08	1333.08	应收账款周转率	22.98	21.86	22.72	22.33
留存收益	4844.44	4967.20	5870.90	6750.60	存货周转率	5.51	4.91	5.26	5.15
归属母公司股东权益	6518.08	6636.83	7540.53	8420.23	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.63%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>6518.08</b>	<b>6636.83</b>	<b>7540.53</b>	<b>8420.23</b>	资产负债率	71.39%	68.03%	64.12%	59.99%
负债和股东权益合计	22778.59	20761.28	21013.29	21043.03	带息债务/总负债	43.75%	40.94%	33.54%	22.39%
					流动比率	0.66	0.71	0.86	1.04
					速动比率	0.37	0.40	0.48	0.58
					股利支付率	149.59%	26.60%	3.53%	17.35%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	1347.43	2240.67	3358.85	3609.82	每股收益	0.17	0.13	0.70	0.80
PE	37.46	51.07	9.12	8.03	每股净资产	4.88	4.96	5.64	6.30
PB	1.31	1.29	1.13	1.01	每股经营现金	0.13	2.22	2.17	2.54
PS	0.47	0.42	0.37	0.33	每股股利	0.26	0.03	0.02	0.14
EV/EBITDA	9.81	4.98	2.86	2.12					
股息率	3.99%	0.52%	0.39%	2.16%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn