

➤ **事件：**公司于 2023/1/30 发布 2022 年业绩预告，2022 年预计归母净利润 2.21~2.90 亿元，同比变动-87%~-83%，扣非归母净利润 1.99~2.68 亿元，同比变动-88%~-84%；2022 年单 Q4 归母净利润-3.92~-3.23 亿元，同比变动-86%~-53%，扣非归母净利润-4.11~-3.42 亿元，同比变动-95%~-62%。

➤ **白卡纸销售预计环比上行，纸品盈利持续承压。**2022Q4 公司白卡纸销量或环比上行，但疫情背景下，根据纸业联讯，22Q4 白卡纸均价为 5396 元/吨，环比下降 4.6%，绝对值下降 258 元/吨。同时，根据 wind 数据，22Q4 外盘针叶浆/阔叶浆均价为 945/882 美元/吨，依然处于历史高位，我们预计白卡纸盈利持续承压。同时对于公司其他纸品：文化纸、箱板瓦楞纸盈利环比或继续承压。

➤ **展望 2023 年，公司属于顺周期的弹性标的。**需求方面：白卡纸作为典型顺周期产品，伴随疫后需求逐步复苏，行业需求逐季改善可期。供给方面：行业前期新投产产能较多，但是实际落地有限，且行业集中度较高（2020 年 CR4 超过 80%），看好需求恢复后提价的执行速度和弹性空间。根据纸业联讯，截至 2023 年 1 月 18 日，白卡纸均价为 5300 元/吨，同比/环比分别下降 800/150 元，随着需求逐步改善，预计先看到库存下行，再到纸价企稳回升。成本方面：根据 wind 数据，截至 2023/1/15，外盘针叶浆/阔叶浆价格 920/845 美元/吨，相较于 2022 年高点下降 90/40 美元/吨；预计 2023 年 2 月阔叶浆价格将温和下降，2023 年 3 月伴随新产能投放阔叶浆价格仍有继续下降空间。

➤ **投资建议：**公司作为白卡纸行业龙头，将充分受益于新版“限塑令”政策，以纸代塑市场空间可期。另外，公司产能稳步提升将进一步提高公司竞争优势（2022 年公司主要产能包括白卡纸 215 万吨（山东 65 万吨+江苏 150 万吨），箱板纸 100 万吨，文化纸 45 万吨（卡纸转产），我们预计 2023 年增加 45 万吨文化纸产能，2024 年增加 80 万吨白卡纸产能），随着金光入主为公司生产管理以及资源赋能，新一步提高公司运营效率。考虑到下游需求进一步恢复以及原材料价格回落，我们预计 2022-2024 年公司净利润为 2.6/10.4/15.1 亿元，对应 PE 为 42X/11X/7X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**白卡纸下游需求不及预期，原材料成本大幅上涨。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	16,276	17,831	17,065	21,224
增长率 (%)	16.4	9.6	-4.3	24.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,706	260	1,037	1,509
增长率 (%)	104.5	-84.8	299.0	45.5
每股收益 (元)	1.28	0.19	0.78	1.13
PE	6	42	11	7
PB	1.5	1.5	1.3	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 01 月 31 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

8.21 元



分析师 徐皓亮

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	16,276	17,831	17,065	21,224
营业成本	12,544	15,992	14,417	17,713
营业税金及附加	78	71	68	85
销售费用	64	107	119	149
管理费用	539	499	495	615
研发费用	556	481	444	531
EBIT	2,497	699	1,540	2,154
财务费用	169	166	180	175
资产减值损失	-17	-19	-17	-21
投资收益	-60	-18	17	21
营业利润	2,254	497	1,360	1,979
营业外收支	-12	3	3	3
利润总额	2,242	500	1,363	1,982
所得税	536	240	326	474
净利润	1,706	260	1,037	1,509
归属于母公司净利润	1,706	260	1,037	1,509
EBITDA	3,274	1,501	2,405	3,095

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,302	3,686	4,113	6,179
应收账款及票据	642	685	656	816
预付款项	368	464	418	514
存货	2,095	2,304	2,077	2,552
其他流动资产	903	1,153	1,119	1,304
流动资产合计	7,310	8,292	8,383	11,364
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	10,292	10,725	11,132	11,958
无形资产	272	275	274	274
非流动资产合计	12,604	13,628	13,568	13,494
资产合计	19,914	21,920	21,951	24,857
短期借款	3,240	3,240	3,240	3,240
应付账款及票据	4,603	5,696	5,925	7,279
其他流动负债	2,359	2,492	1,308	1,559
流动负债合计	10,202	11,429	10,474	12,079
长期借款	1,596	2,461	2,461	2,461
其他长期负债	849	841	841	842
非流动负债合计	2,445	3,302	3,303	3,303
负债合计	12,647	14,731	13,777	15,382
股本	1,337	1,337	1,337	1,337
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	7,267	7,189	8,175	9,476
负债和股东权益合计	19,914	21,920	21,951	24,857

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	16.41	9.55	-4.30	24.37
EBIT 增长率	51.28	-72.00	120.20	39.89
净利润增长率	104.50	-84.76	299.04	45.46
盈利能力 (%)				
毛利率	22.93	10.31	15.51	16.54
净利润率	10.48	1.46	6.08	7.11
总资产收益率 ROA	8.57	1.19	4.72	6.07
净资产收益率 ROE	23.47	3.62	12.69	15.92
偿债能力				
流动比率	0.72	0.73	0.80	0.94
速动比率	0.46	0.46	0.53	0.66
现金比率	0.32	0.32	0.39	0.51
资产负债率 (%)	63.51	67.20	62.76	61.88
经营效率				
应收账款周转天数	14.39	14.00	14.00	14.00
存货周转天数	60.95	53.00	53.00	53.00
总资产周转率	0.83	0.85	0.78	0.91
每股指标 (元)				
每股收益	1.28	0.19	0.78	1.13
每股净资产	5.44	5.38	6.11	7.09
每股经营现金流	2.73	1.35	1.93	2.50
每股股利	0.27	0.04	0.16	0.23
估值分析				
PE	6	42	11	7
PB	1.5	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	4.11	9.39	5.23	3.39
股息收益率 (%)	3.29	0.47	1.89	2.75

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1,706	260	1,037	1,509
折旧和摊销	777	802	865	941
营运资金变动	742	462	465	671
经营活动现金流	3,645	1,803	2,587	3,339
资本开支	-302	-1,679	-801	-864
投资	-14	0	0	0
投资活动现金流	-307	-1,884	-784	-843
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-1,999	1,005	-1,099	0
筹资活动现金流	-3,092	464	-1,375	-431
现金净流量	244	383	428	2,065

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026