

评级：买入（维持）

市场价格：15.05元

分析师：张潇

执业证书编号：S0740523030001

Email: zhangxiao06@zts.com.cn

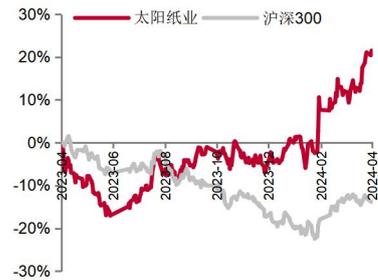
分析师：邹文婕

执业证书编号：S0740523070001

Email: zouwj@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2794.57
流通股本(百万股)	2764.88
市价(元)	15.05
市值(百万元)	42058.33
流通市值(百万元)	41611.46

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	39,767	39,544	44,003	46,314	48,630
增长率 yoy%	24%	-1%	11%	5%	5%
净利润(百万元)	2,809	3,086	3,612	3,932	4,231
增长率 yoy%	-5%	10%	17%	9%	8%
每股收益(元)	1.01	1.10	1.29	1.41	1.51
每股现金流量	1.37	2.37	1.78	2.13	2.41
净资产收益率	12%	12%	13%	12%	12%
P/E	15	14	12	11	10
P/B	2	2	1	1	1

备注：股价取自 2024 年 4 月 9 日收盘

投资要点

■ **事件：公司披露 23 年报，业绩符合预期逐季上行。**公司 23 年实现营收 395.44 亿元，同比-0.56%；实现归母净利润 30.86 亿元，同比+9.86%；实现扣非归母净利润 30.27 亿元，同比+9.22%。单季度看，Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现归母净利润 5.66/6.68/8.85/9.49 亿元，业绩逐季上行。

■ **分产品：全年浆纸平均吨利 380 元，产能持续释放成品纸收入增长。**

2023 年公司浆/纸销量分别为 146/666 万吨，同比分别-20.65%/+19.57%；判断木浆销量下降主要受化学浆自用比例提升所致。23 年浆纸平均吨净利 380.05 元/吨，同比持平。23 年公司北海浆纸项目全面实现达产，南宁园区 PM1 特种文化纸项目、PM1/PM2 高档包装纸项目及配套的本色化学浆项目等实现顺利投产和达产、年产 30 万吨生活用纸及后加工项目（一期）顺利启动，驱动销量提升。

- 1) 文化纸：2023 年营收 133.1 亿元 (+22.58%yoy)；毛利率为 16.63% (+0.07pct.)。
- 2) 牛皮箱板纸：2023 年营收 98.07 亿元 (-5.65%yoy)；毛利率为 14.74% (+4.52pct.)。
- 3) 溶解浆：2023 年营收 36.67 亿元 (-12.08%yoy)；毛利率为 16.08% (-6.61pct.)。
- 4) 铜版纸：2023 年营收 35.06 亿元 (+10.39%yoy)；毛利率为 12.87% (-2.25pct.)。
- 5) 生活用纸：2023 年营收 20.49 亿元 (+33.75%yoy)；毛利率为 14.41% (+5.34pct.)。
- 6) 化学机械浆：2023 年营收 18.39 亿元 (-7.77%yoy)；毛利率为 22.07% (+1.67pct.)。
- 7) 化学浆：2023 年营收 17.53 亿元 (-47.83%yoy)；毛利率为 17.44% (+3.56pct.)。
- 8) 原纸：2023 年营收 12.64 亿元 (-24.63%yoy)；毛利率为 4.69% (-7.58pct.)。

■ **盈利能力逐季改善，现金流表现靓丽。**1) 盈利能力方面，23 年公司实现毛利率 15.89% (-0.72pct)，归母净利率 7.80% (+0.74pct)；单季度看，Q1/Q2/Q3/Q4 归母净利润率分别为 5.77%/7.19%/8.97%/9.18%，随着成本压力减轻及文化纸景气度向上，公司盈利能力逐季改善。2) 费用率方面，23 年公司销售/管理/财务/研发费用率分别为 0.39%/2.42%/1.92%/2.35%，同比分别+0.01pct/-0.18pct/-0.17pct/+0.39pct，精细化管理下经营效率提升，研发力度加大。3) 现金流方面，23 年公司经营性现金流净额 6.17 亿元，同比+73.04%，表现靓丽。4) 营运能力方面，23 年公司存货/应收账款周转天数为 53.65/19.06 天，同比分别+6.45/+0.87 天。

■ **24Q1 文化纸及溶解浆延续高景气度，盈利能力有望维持高位。**1) 纸浆：受欧洲需求修复及补库驱动，Q1 纸浆价格回升，截至 3 月末阔叶浆/针叶浆现货周度平均价格分别为 5574/6178 元，较年末分别+12%/+5%。公司自给浆占比较高，纸浆价格波动对成本端影响有限。2) 文化纸：截至 3 月末双胶纸/双铜纸周度平均价格分别为 5912/5840 元，较年末分别持平/-2%。但随着旺季到来文化纸提价函落地较为顺利，预计盈利水平维持高位。3) 溶解浆：截至 3 月末溶解浆价格 7600 元，较上年末+100 元。4)

箱板纸：截至 3 月末箱板纸/废黄板纸周度平均价格分别为 3748/1419 元，较上年末分别-3%/-12%，盈利有望逐步改善。

- **投资建议：**公司林浆纸一体化优势逐步凸显，截至 23 年末公司老挝基地林地种植保有面积已经达到 6 万公顷，逐步抚平成本端波动；公司浆纸产能持续扩张，推动公司业绩增长。我们预计公司 24-26 年归母净利润分别为 36.12、39.32、42.31 亿元，对应 PE 为 12、11、10，维持“买入”评级。
- **风险提示：**终端需求不及预期、新业务拓展不及预期风险，造纸行业竞争加剧风险。

图表 1：公司三大财务报表

资产负债表					利润表				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,495	13,201	13,894	14,589	营业收入	39,544	44,003	46,314	48,630
应收票据	369	208	290	329	营业成本	33,261	36,963	38,672	40,363
应收账款	1,954	2,066	2,174	2,314	税金及附加	220	244	257	270
预付账款	576	640	1,160	1,211	销售费用	154	172	181	190
存货	4,574	7,393	7,734	8,073	管理费用	957	1,065	1,121	1,177
合同资产	0	0	0	0	研发费用	929	1,034	1,088	1,142
其他流动资产	2,900	2,518	2,650	2,783	财务费用	760	673	686	710
流动资产合计	12,868	26,025	27,904	29,299	信用减值损失	-10	0	-10	0
其他长期投资	29	29	29	29	资产减值损失	-67	0	-9	0
长期股权投资	277	277	277	277	公允价值变动收益	18	0	0	0
固定资产	33,966	31,688	29,563	27,580	投资收益	21	30	0	40
在建工程	573	577	581	585	其他收益	70	34	0	122
无形资产	1,883	2,020	2,158	2,218	营业利润	3,296	3,917	4,290	4,940
其他非流动资产	954	979	1,006	1,010	营业外收入	32	2	5	4
非流动资产合计	37,683	35,570	33,615	31,700	营业外支出	8	0	0	0
资产合计	50,551	61,595	61,518	60,999	利润总额	3,320	3,919	4,295	4,944
短期借款	8,079	14,223	10,596	5,690	所得税	219	289	344	692
应付票据	491	1,103	1,198	1,097	净利润	3,101	3,630	3,951	4,252
应付账款	4,324	4,841	4,860	5,202	少数股东损益	15	18	20	21
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	3,086	3,612	3,931	4,231
合同负债	581	646	680	714	NOPLAT	3,811	4,253	4,582	4,862
其他应付款	800	800	800	800	EPS (按最新股本摊薄)	1.10	1.29	1.41	1.51
一年内到期的非流动负债	2,132	2,132	2,132	2,132					
其他流动负债	473	493	503	513					
流动负债合计	16,879	24,239	20,769	16,148					
长期借款	6,702	7,867	7,867	8,276					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	814	814	814	814					
非流动负债合计	7,516	8,681	8,681	9,090					
负债合计	24,395	32,919	29,450	25,238					
归属母公司所有者权益	26,051	28,554	31,926	35,598					
少数股东权益	104	122	142	163					
所有者权益合计	26,155	28,676	32,068	35,761					
负债和股东权益	50,551	61,595	61,518	60,999					

现金流量表				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	6,617	4,964	5,953	6,727
现金收益	6,042	6,782	6,983	7,184
存货影响	765	-2,818	-342	-338
经营性应收影响	254	-16	-701	-230
经营性应付影响	-340	1,130	113	241
其他影响	-104	-115	-100	-130
投资活动现金流	-4,769	-335	-388	-266
资本支出	-4,689	-343	-362	-304
股权投资	-21	0	0	0
其他长期资产变化	-59	8	-26	38
融资活动现金流	-1,846	6,077	-4,872	-5,766
借款增加	-193	7,309	-3,627	-4,497
股利及利息支付	-1,154	-1,253	-1,267	-1,272
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-499	21	22	3

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-0.6%	11.3%	5.3%	5.0%
EBIT增长率	4.6%	12.6%	8.5%	13.5%
归母公司净利润增长率	9.9%	17.0%	8.9%	7.6%
获利能力				
毛利率	15.9%	16.0%	16.5%	17.0%
净利率	7.8%	8.2%	8.5%	8.7%
ROE	11.8%	12.6%	12.3%	11.8%
ROIC	9.5%	8.7%	9.5%	11.0%
偿债能力				
资产负债率	48.3%	53.4%	47.9%	41.4%
债务权益比	67.8%	87.3%	66.8%	47.3%
流动比率	0.8	1.1	1.3	1.8
速动比率	0.5	0.8	1.0	1.3
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.8
应收账款周转天数	19	16	16	17
应付账款周转天数	45	45	45	45
存货周转天数	54	58	70	70
每股指标 (元)				
每股收益	1.10	1.29	1.41	1.51
每股经营现金流	2.37	1.78	2.13	2.41
每股净资产	9.32	10.22	11.42	12.74
估值比率				
P/E	14	12	11	10
P/B	2	1	1	1
EV/EBITDA	22	20	19	18

来源：Wind、中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。