

盈利逐季回升, 龙头优势彰显

投资要点

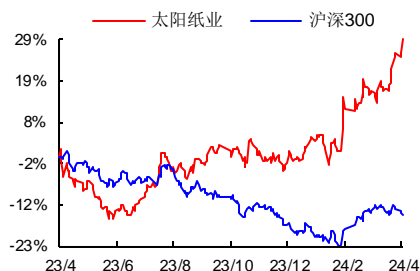
- 业绩摘要:** 公司发布2023年年报, 2023年公司实现营收395.4亿元, 同比-0.6%; 实现归母净利润30.9亿元, 同比+9.9%; 实现扣非净利润30.3亿元, 同比+9.2%。单季度来看, 2023Q4公司实现营收103.4亿元, 同比+2.1%; 实现归母净利润9.5亿元, 同比+75.5%; 实现扣非后归母净利润9.4亿元, 同比+75.6%, 盈利能力逐季改善。
- 纸价底部回暖, 四季度盈利能力同环比改善。** 2023年公司整体毛利率为15.9%, 同比+0.7pp; 其中2023Q4毛利率为17.1%, 同比+3.9pp, 环比+0.4pp, 受益于文化纸等纸种价格底部回升, 四季度毛利率同环比均改善。分产品看, 2023年非涂布文化用纸毛利率为16.6%(+0.1pp); 铜版纸毛利率为12.9%(-2.3pp); 牛皮箱板纸毛利率为14.7%(+4.5pp); 淋膜原纸毛利率为4.7%(-7.6pp); 生活用纸毛利率为14.4%(+5.3pp); 溶解浆毛利率为16.1%(-6.6pp); 化机浆毛利率为22.1%(+1.7pp); 化学浆毛利率为17.4%(+3.6pp); 电及蒸汽毛利率为21.9%(+1.4pp)。整体来看2023年浆价相对回落, 溶解浆盈利暂时承压; 文化用纸价格坚挺, 盈利稳健; 生活用纸、箱板纸毛利率改善。费用率方面, 公司总费用率为7.1%, 同比持平, 销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为0.4%/2.4%/1.9%/2.3%, 同比0pp/-0.2pp/-0.2pp/+0.4pp。综合来看, 2023年公司净利率为7.8%, 同比+0.7pp; 2023Q4净利率为9.2%, 同比+3.8pp, 环比+0.2pp, 盈利能力同环比均改善。
- 年初以来涨价函频发, 纸企吨盈利预计延续改善趋势。** 根据隆众资讯数据, 10-12月双胶纸价格稳定在6000元/吨; 铜版纸价格10-12月维持5800元/吨, 23Q4文化纸价格总体保持坚挺; 2024年春节后文化纸价格短暂回调至5700元/吨, 3月上旬伴随出版印刷订单旺季再次回升至5900元/吨。2024年3-4月文化纸企陆续发布提价函, 在成本支撑及需求改善下预计提价落地效果较好。浆价方面, 阔叶浆价格2023年10-12月价格略有回落, 从10月中旬高点5750元/吨回落至12月5000元/吨左右; 2024年初以来在海外浆厂罢工减产等外部因素下, 阔叶浆价格回升至5650元/吨。考虑到公司自给浆比例较高, 纸浆库存充足, 纸价上涨叠加成本低位, 吨盈利预计延续边际改善趋势。箱板纸价格10-12月从3350元/吨略涨至3400元/吨, 2024年初以来略降至3280元/吨, 价格偏弱。根据wind数据, 溶解浆价格10-12月稳定在7400-7500元/吨, 2024年初以来略上涨至7700元/吨, 溶解浆价格波动较纸浆更小, 预计对公司盈利贡献较稳定。
- 林浆纸一体化产能稳步扩张, 纸制品产销量稳健增长。** 2023年公司纸制品销量666万吨(+19.6%); 浆销售量146万吨(-20.7%), 纸制品销售量稳健增长。分产品看, 2023年非涂布文化用纸营收133.1亿元(+22.6%); 铜版纸营收35.1亿元(+10.4%); 牛皮箱板纸营收98.1亿元(-5.7%); 淋膜原纸营收12.6亿元(-24.6%); 生活用纸营收20.5亿元(+33.7%); 电及蒸汽营收18.1亿元(-9.4%)。木浆价格同比回落, 浆品类收入有所下滑, 化机浆营收18.4亿元(-7.8%); 溶解浆营收36.7亿元(-12.1%); 化学浆营收17.5亿元(-47.8%)。产能方面, 2023年广西基地北海园区纸、浆项目全面实现达产和稳产; 南宁园

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: zht@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)	27.95
流通A股(亿股)	27.65
52周内股价区间(元)	10.26-15.41
总市值(亿元)	430.64
总资产(亿元)	505.51
每股净资产(元)	9.32

相关研究

- 太阳纸业(002078): Q3盈利表现靓丽, 文化纸提价顺利吨盈改善(2023-11-03)
- 太阳纸业(002078): 经营稳健, 盈利能力有望持续修复(2023-05-04)



区 PM1 特种文化纸机完成技改工作并实现稳定运行；PM2/PM3 暨 100 万吨高档包装纸生产线和 50 万吨本色化学木浆生产线及配套设施陆续建设完毕，并实现稳产和达产；年产 30 万吨生活用纸及后加工项目（一期）顺利启动，预计在 2024 年三季度陆续进入试产阶段。2023 年年末公司纸、浆合计总产能超 1200 万吨，产能迈上新台阶。

- **盈利预测与投资建议。**预计 2024-2026 年 EPS 分别为 1.34 元、1.48 元、1.60 元，对应 PE 分别为 12 倍、10 倍、10 倍。考虑到公司龙头地位稳固，盈利能力边际改善，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。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	39544.34	44148.96	47781.33	50767.75
增长率	-0.56%	11.64%	8.23%	6.25%
归属母公司净利润（百万元）	3085.69	3736.31	4124.09	4479.48
增长率	9.86%	21.09%	10.38%	8.62%
每股收益 EPS（元）	1.10	1.34	1.48	1.60
净资产收益率 ROE	11.86%	12.80%	12.38%	11.86%
PE	14	12	10	10
PB	1.65	1.48	1.29	1.14

数据来源：Wind，西南证券

关键假设：

假设 1：2024-2026 年公司纸制品产能利用率稳中有升，分别为 92%、93%、94%；

假设 2：公司成本控制能力较强，文化纸价格上涨带动毛利率改善，假设 2024-2026 年文化纸毛利率分别为 17.5%、17%、17%；

假设 3：新产能如期投放，新产线产能稳步爬坡，南宁园区 100 万吨包装纸纸机 2024 年开始全年贡献产能，生活用纸 30 万吨在建产能于 2024 年三季度如期试产，2025 年达产，2024-2025 年分别贡献产能 5 万吨、30 万吨。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 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	2023A	2024E	2025E	2026E
合计				
营业收入	39544.34	44149.0	47781.3	50767.8
yoy	-0.6%	11.6%	8.2%	6.3%
营业成本	33260.52	36654.6	39850.5	42337.8
毛利率	15.9%	17.0%	16.6%	16.6%
牛皮箱板纸				
收入	9806.84	12083.4	13533.4	14616.1
yoy	-5.6%	23.2%	12.0%	8.0%
成本	8361.71	10150.1	11368.1	12277.5
毛利率	14.7%	15.5%	15.5%	15.5%
文化纸				
收入	13310.41	14568.1	15172.2	15779.1
yoy	22.6%	9.4%	4.1%	4.0%
成本	11096.43	11945.9	12592.9	13096.6
毛利率	16.6%	17.5%	17.0%	17.0%
铜版纸				
收入	3506.08	3786.6	3975.9	4174.7
yoy	10.4%	8.0%	5.0%	5.0%
成本	3055.01	3264.0	3439.2	3611.1
毛利率	12.9%	13.5%	13.5%	13.5%
溶解浆				
收入	3667.24	3850.6	4043.1	4245.3
yoy	-12.1%	5.0%	5.0%	5.0%
成本	3077.60	3157.5	3315.4	3481.1
毛利率	16.1%	18.0%	18.0%	18.0%
化机浆				
收入	1838.60	1985.7	2224.0	2446.4
yoy	-7.8%	8.0%	12.0%	10.0%
成本	1432.85	1529.0	1734.7	1908.2

百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	22.1%	23.0%	22.0%	22.0%
化学浆				
收入	1752.73	1840.4	2024.4	2186.4
yoy	-47.8%	5.0%	10.0%	8.0%
成本	1447.04	1509.1	1660.0	1792.8
毛利率	17.4%	18.0%	18.0%	18.0%
原纸				
收入	1263.77	1327.0	1393.3	1463.0
yoy	-24.6%	5.0%	5.0%	5.0%
成本	1204.55	1260.6	1323.6	1389.8
毛利率	4.7%	5.0%	5.0%	5.0%
电及蒸汽				
收入	1806.91	1897.3	1992.1	2091.7
yoy	-9.4%	5.0%	5.0%	5.0%
成本	1411.44	1479.9	1553.9	1631.5
毛利率	21.9%	22.0%	22.0%	22.0%
生活用纸				
收入	2048.99	2212.9	2766.1	3042.7
yoy	33.7%	8.0%	25.0%	10.0%
成本	1753.66	1881.0	2337.4	2571.1
毛利率	14.4%	15.0%	15.5%	15.5%
其他				
收入	542.8	597.0	656.8	722.4
yoy	-10.9%	10%	10%	10%
成本	420.2	477.6	525.4	577.9
毛利率	22.6%	20%	20%	20%

数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	39544.34	44148.96	47781.33	50767.75	净利润	3101.04	3752.41	4142.78	4499.44
营业成本	33260.52	36799.24	39918.17	42410.90	折旧与摊销	2180.94	3223.32	3289.03	3363.55
营业税金及附加	219.58	220.47	243.38	260.78	财务费用	760.08	840.20	773.87	718.47
销售费用	154.34	181.01	200.68	208.15	资产减值损失	-66.93	-20.00	-20.00	-20.00
管理费用	956.91	2119.15	2245.72	2386.08	经营营运资本变动	-422.01	1497.90	-315.67	-148.72
财务费用	760.08	840.20	773.87	718.47	其他	1064.38	51.27	19.39	21.29
资产减值损失	-66.93	-20.00	-20.00	-20.00	经营活动现金流净额	6617.50	9345.10	7889.40	8434.03
投资收益	20.88	0.00	0.00	0.00	资本支出	-2903.03	-1550.00	-1550.00	-1550.00
公允价值变动损益	18.18	18.18	18.18	18.18	其他	-1865.82	18.18	18.18	18.18
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-4768.85	-1531.82	-1531.82	-1531.82
营业利润	3296.44	4027.06	4437.69	4821.56	短期借款	-90.76	-2324.18	-2754.45	-1000.00
其他非经营损益	23.17	12.77	13.93	16.38	长期借款	62.65	0.00	0.00	0.00
利润总额	3319.61	4039.83	4451.62	4837.94	股权融资	57.52	0.00	0.00	0.00
所得税	218.57	287.42	308.84	338.50	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	3101.04	3752.41	4142.78	4499.44	其他	-1875.57	-3569.34	-773.87	-718.47
少数股东损益	15.35	16.10	18.69	19.96	筹资活动现金流净额	-1846.16	-5893.51	-3528.32	-1718.47
归属母公司股东净利润	3085.69	3736.31	4124.09	4479.48	现金流量净额	6.04	1919.77	2829.26	5183.74
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2495.13	4414.90	7244.16	12427.90	成长能力				
应收和预付款项	2972.91	3506.80	3751.43	3976.55	销售收入增长率	-0.56%	11.64%	8.23%	6.25%
存货	4574.39	5049.10	5479.44	5823.57	营业利润增长率	8.70%	22.16%	10.20%	8.65%
其他流动资产	2825.67	711.44	769.97	818.10	净利润增长率	10.08%	21.01%	10.40%	8.61%
长期股权投资	277.44	277.44	277.44	277.44	EBITDA 增长率	4.39%	29.71%	5.07%	4.74%
投资性房地产	29.47	29.47	29.47	29.47	获利能力				
固定资产和在建工程	34538.91	33087.53	31570.44	29978.83	毛利率	15.89%	16.65%	16.46%	16.46%
无形资产和开发支出	1902.11	1685.83	1469.55	1253.26	三费率	4.73%	7.11%	6.74%	6.53%
其他非流动资产	934.74	929.08	923.42	917.76	净利率	7.84%	8.50%	8.67%	8.86%
资产总计	50550.75	49691.57	51515.31	55502.88	ROE	11.86%	12.80%	12.38%	11.86%
短期借款	8078.62	5754.45	3000.00	2000.00	ROA	6.13%	7.55%	8.04%	8.11%
应付和预收款项	5216.55	6146.58	6500.33	6923.19	ROIC	9.04%	10.77%	12.11%	13.27%
长期借款	6702.34	6702.34	6702.34	6702.34	EBITDA/销售收入	15.77%	18.33%	17.79%	17.54%
其他负债	4397.93	1777.50	1859.16	1924.43	营运能力				
负债合计	24395.44	20380.87	18061.83	17549.96	总资产周转率	0.80	0.88	0.94	0.95
股本	2794.57	2794.57	2794.57	2794.57	固定资产周转率	1.26	1.34	1.54	1.74
资本公积	3631.98	3631.98	3631.98	3631.98	应收账款周转率	17.92	19.51	18.77	18.75
留存收益	19126.08	22862.39	26986.48	31465.96	存货周转率	6.69	7.64	7.57	7.49
归属母公司股东权益	26051.21	29190.49	33314.58	37794.06	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.43%	—	—	—
少数股东权益	104.11	120.20	138.89	158.85	资本结构				
股东权益合计	26155.31	29310.69	33453.47	37952.91	资产负债率	48.26%	41.01%	35.06%	31.62%
负债和股东权益合计	50550.75	49691.57	51515.31	55502.88	带息债务/总负债	60.59%	61.12%	53.72%	49.59%
					流动比率	0.76	1.06	1.64	2.30
					速动比率	0.49	0.67	1.12	1.72
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	6237.46	8090.59	8500.59	8903.57	每股收益	1.10	1.34	1.48	1.60
PE	13.96	11.53	10.44	9.61	每股净资产	9.32	10.45	11.92	13.52
PB	1.65	1.48	1.29	1.14	每股经营现金	2.37	3.34	2.82	3.02
PS	1.09	0.98	0.90	0.85	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	9.06	6.20	5.24	4.31					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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

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 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@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
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@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
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	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
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
