

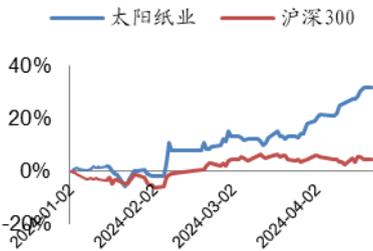
盈利能力持续提升，产能规模有序扩张

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-04-29

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价（元） | 15.52 |
| 近12个月最高/最低（元） | 16.27/10.26 |
| 总股本（百万股） | 2,795 |
| 流通股本（百万股） | 2,765 |
| 流通股比例（%） | 98.94 |
| 总市值（亿元） | 435 |
| 流通市值（亿元） | 430 |

公司价格与沪深300走势比较



分析师：徐偲

执业证书号：S0010523120001

邮箱：xucai@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 事件：公司发布2024年第一季度报告

公司发布2024年第一季度报告，2024Q1实现营业收入101.85亿元，同比增长3.87%；实现归母净利润9.56亿元，同比增长69.04%；实现扣非归母净利润9.52亿元，同比增长72.22%。

● 盈利能力持续提升，费用率控制得当

盈利能力方面，2024Q1公司毛利率/归母净利率分别为17.99%/9.39%，同比+4.48/3.62pct，低价原材料的应用显著提升了公司盈利能力。截至2024年4月29日，中国针叶浆/阔叶浆价格为6432.14/5753.42元/吨，较2024年初上涨553.75/770.46元/吨，海外罢工、浆厂检修等导致供应面偏紧，海内外需求阶段性改善，同时纸厂及港口库存偏低，短期浆价偏强势。全年来看，海外阔叶浆新增产能压力较大，需求已出现边际改善的趋势，预计浆价或将低位震荡。费用率方面，2024Q1公司销售/管理/研发/财务费用率分别为0.43%/2.38%/2.14%/1.82%，同比+0.06/-0.13/-0.05/-0.21pct。

● 产能规模有序扩张，成长路径明确

上市以来，公司产能持续扩张，带动产销量稳步增长，截至2023年，公司合并纸、浆总产能已超过1200万吨。公司南宁生活用纸项目（一期）预计在2024年三季度陆续进入试产阶段，南宁林浆纸一体化技改及配套产业园（二期）项目将建设年产40万吨特种纸生产线、年产35万吨漂白化学木浆生产线、年产15万吨机械木浆生产线及相关配套设施，预计于2025年年底投产。公司山东、广西和老挝“三大基地”的协同发展，稳步构建起了公司的“林浆纸一体化”全产业链，使公司具备了较强的产业链核心竞争力，更加有能力熨平行业的周期性波动，为公司开启更加广阔的成长空间。

● 投资建议

公司作为国内领先的造纸企业，林浆纸一体化成本优势明显。短期随着广西南宁基地一期项目达产及二期项目投建，产能扩张贡献业绩增量，长期老挝基地林木资源壁垒稳固。我们预计公司2024-2026年营收分别为439.27/468.95/501.46亿元，分别同比增长11.1%/6.8%/6.9%；归母净利润分别为36.73/41.37/45.99亿元，分别同比增长19.0%/12.6%/11.1%。截至2024年4月29日总股本及收盘市值对应EPS分别为1.31/1.48/1.65元，对应PE分别为11.81/10.48/9.43倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

市场竞争加剧的风险，原材料价格波动的风险，汇率波动的风险，客户的信用风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 39544 | 43927 | 46895 | 50146 |
| 收入同比 (%) | -0.6% | 11.1% | 6.8% | 6.9% |
| 归属母公司净利润 | 3086 | 3673 | 4137 | 4599 |
| 净利润同比 (%) | 9.9% | 19.0% | 12.6% | 11.1% |
| 毛利率 (%) | 15.9% | 16.3% | 16.6% | 16.8% |
| ROE (%) | 11.8% | 12.2% | 12.1% | 11.7% |
| 每股收益 (元) | 1.10 | 1.31 | 1.48 | 1.65 |
| P/E | 11.02 | 11.81 | 10.48 | 9.43 |
| P/B | 1.31 | 1.44 | 1.26 | 1.10 |
| EV/EBITDA | 7.80 | 7.96 | 7.16 | 6.14 |

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流动资产 | 12868 | 15548 | 17605 | 20979 | 营业收入 | 39544 | 43927 | 46895 | 50146 |
| 现金 | 2495 | 3733 | 5197 | 7960 | 营业成本 | 33261 | 36765 | 39099 | 41697 |
| 应收账款 | 1954 | 2314 | 2447 | 2602 | 营业税金及附加 | 220 | 242 | 253 | 271 |
| 其他应收款 | 75 | 105 | 101 | 109 | 销售费用 | 154 | 167 | 174 | 181 |
| 预付账款 | 576 | 687 | 719 | 764 | 管理费用 | 957 | 1059 | 1125 | 1203 |
| 存货 | 4574 | 5275 | 5628 | 5951 | 财务费用 | 760 | 809 | 796 | 782 |
| 其他流动资产 | 3194 | 3435 | 3513 | 3593 | 资产减值损失 | -67 | -5 | -5 | -5 |
| 非流动资产 | 37683 | 40451 | 42741 | 44906 | 公允价值变动收益 | -18 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 277 | 277 | 277 | 277 | 投资净收益 | 21 | 22 | 23 | 25 |
| 固定资产 | 33966 | 33525 | 38122 | 37619 | 营业利润 | 3296 | 3945 | 4446 | 4944 |
| 无形资产 | 1883 | 2149 | 2403 | 2638 | 营业外收入 | 31 | 33 | 35 | 37 |
| 其他非流动资产 | 1556 | 4500 | 1938 | 4372 | 营业外支出 | 8 | 9 | 10 | 11 |
| 资产总计 | 50551 | 56000 | 60346 | 65884 | 利润总额 | 3320 | 3969 | 4471 | 4970 |
| 流动负债 | 16879 | 18110 | 18380 | 18940 | 所得税 | 219 | 278 | 313 | 348 |
| 短期借款 | 8079 | 8079 | 8079 | 8079 | 净利润 | 3101 | 3691 | 4158 | 4622 |
| 应付账款 | 4324 | 4705 | 4953 | 5323 | 少数股东损益 | 15 | 18 | 21 | 23 |
| 其他流动负债 | 4477 | 5326 | 5349 | 5538 | 归属母公司净利润 | 3086 | 3673 | 4137 | 4599 |
| 非流动负债 | 7516 | 7686 | 7496 | 7496 | EBITDA | 6207 | 7128 | 7697 | 8522 |
| 长期借款 | 6702 | 6702 | 6702 | 6702 | EPS (元) | 1.10 | 1.31 | 1.48 | 1.65 |
| 其他非流动负债 | 814 | 984 | 794 | 794 | | | | | |
| 负债合计 | 24395 | 25796 | 25876 | 26436 | | | | | |
| 少数股东权益 | 104 | 123 | 143 | 166 | | | | | |
| 股本 | 2795 | 2795 | 2795 | 2795 | | | | | |
| 资本公积 | 3632 | 3632 | 3632 | 3632 | | | | | |
| 留存收益 | 19625 | 23655 | 27900 | 32855 | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 26051 | 30081 | 34326 | 39282 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 50551 | 56000 | 60346 | 65884 | | | | | |

| 现金流量表 | | | | | 主要财务比率 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | | 会计年度 | | | | |
| 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 经营活动现金流 | 6617 | 7174 | 7218 | 8299 | 成长能力 | | | | |
| 净利润 | 3086 | 3673 | 4137 | 4599 | 营业收入 | -0.6% | 11.1% | 6.8% | 6.9% |
| 折旧摊销 | 2183 | 2462 | 2546 | 2897 | 营业利润 | 8.7% | 19.7% | 12.7% | 11.2% |
| 财务费用 | 607 | 834 | 834 | 834 | 归属于母公司净利 | 9.9% | 19.0% | 12.6% | 11.1% |
| 投资损失 | -21 | -22 | -23 | -25 | 获利能力 | | | | |
| 营运资金变动 | 728 | 229 | -277 | -6 | 毛利率 (%) | 15.9% | 16.3% | 16.6% | 16.8% |
| 其他经营现金流 | 2392 | 3444 | 4415 | 4607 | 净利率 (%) | 7.8% | 8.4% | 8.8% | 9.2% |
| 投资活动现金流 | -4769 | -5272 | -4730 | -4703 | ROE (%) | 11.8% | 12.2% | 12.1% | 11.7% |
| 资本支出 | -4736 | -4910 | -4769 | -4749 | ROIC (%) | 8.7% | 9.2% | 9.3% | 9.3% |
| 长期投资 | -33 | 1 | 1 | 1 | 偿债能力 | | | | |
| 其他投资现金流 | 0 | -363 | 38 | 45 | 资产负债率 (%) | 48.3% | 46.1% | 42.9% | 40.1% |
| 筹资活动现金流 | -1846 | -664 | -1024 | -834 | 净负债比率 (%) | 93.3% | 85.4% | 75.1% | 67.0% |
| 短期借款 | -91 | 0 | 0 | 0 | 流动比率 | 0.76 | 0.86 | 0.96 | 1.11 |
| 长期借款 | 63 | 0 | 0 | 0 | 速动比率 | 0.46 | 0.53 | 0.61 | 0.75 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营运能力 | | | | |
| 资本公积增加 | 58 | 0 | 0 | 0 | 总资产周转率 | 0.78 | 0.78 | 0.78 | 0.76 |
| 其他筹资现金流 | -1876 | -664 | -1024 | -834 | 应收账款周转率 | 20.24 | 18.98 | 19.17 | 19.27 |
| 现金净增加额 | 6 | 1238 | 1464 | 2763 | 应付账款周转率 | 7.69 | 7.81 | 7.89 | 7.83 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 1.10 | 1.31 | 1.48 | 1.65 |
| | | | | | 每股经营现金流(薄) | 2.37 | 2.57 | 2.58 | 2.97 |
| | | | | | 每股净资产 | 9.32 | 10.76 | 12.28 | 14.06 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 11.02 | 11.81 | 10.48 | 9.43 |
| | | | | | P/B | 1.31 | 1.44 | 1.26 | 1.10 |
| | | | | | EV/EBITDA | 7.80 | 7.96 | 7.16 | 6.14 |

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：徐偲，南洋理工大学工学博士，CFA 持证人。曾在宝洁（中国）任职多年，兼具实体企业和二级市场经验，对消费品行业有着独到的见解。曾就职于中泰证券、国元证券、德邦证券，负责轻工，大消费，中小市值研究。2023 年 10 月加入华安证券。擅长深度产业研究和市场机会挖掘，多空观点鲜明。在快速消费品、新型烟草、跨境电商、造纸、新兴消费方向有丰富的产业资源和深度的研究经验。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。