

评级：增持（维持）

市场价格：22.62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

公司盈利预测及估值

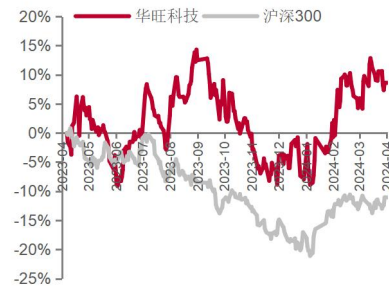
指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,436	3,976	4,655	5,350	6,040
增长率yoy%	17%	16%	17%	15%	13%
归母净利润(百万元)	467	566	667	778	889
增长率yoy%	4%	21%	18%	17%	14%
每股收益(元)	1.41	1.70	2.01	2.34	2.68
每股现金流量	1.62	1.32	3.13	2.20	3.09
净资产收益率	13%	14%	14%	15%	14%
P/E	16	13	11	10	8
P/B	2.1	1.9	1.6	1.4	1.2

备注：股价信息为2024年4月30日收盘价

基本状况

总股本(百万股)	332
流通股本(百万股)	332
市价(元)	22.62
市值(百万元)	7,514
流通市值(百万元)	7,499

股价与行业-市场走势对比



相关报告

投资要点

- 事件：披露23年报及24Q1业绩，延续高质量增长，股息率超5%。**公司23年实现营业收入39.76亿元，同比+15.7%；实现归母净利润5.66亿元，同比+21.13%；扣非后归母净利润5.28亿元，同比+16.43%；其中Q4实现营业收入9.92亿元，同比+4.74%；归母净利润1.69亿元，同比+23.82%；扣非后归母净利润1.49亿元，同比+8.8%。24Q1实现营业收入9.52亿元，同比+4.15%；实现归母净利润1.47亿元，同比+36.59%；扣非后归母净利润1.45亿元，同比+49.95%。23年度公司拟每股现金分红1.1元，股利分配率为63.94%，股息率为5.76%；同时每10股转增4股。
- 装饰原纸业务新产能释放销量增长明显，纸浆成本下行吨利提升。**23年装饰原纸收入31.07亿元，同比+30.3%，拆分量价来看，销量30.5万吨，同比+34.2%（+7.8万吨），销量增加主要受益于8万吨新产能于23年6月投产及22年投产的5万吨产能利用率爬升。均价10183.5元/吨，同比下降299元/吨（-2.9%），判断主要受产品结构变化影响；单位成本7800.8元/吨，同比下降548元；单位毛利2382.7元/吨，同比增加249元。23年阔叶浆平均价格5004元，同比-21%，针叶浆平均价格6074元，同比-15%；浆价下行阶段，公司挺价能力较强，单价下降幅度较低，吨利增厚明显。23年木浆贸易业务收入8.24亿元，同比-14.89%。分区域看，23年公司海外销售收入7.8亿元，同比+66.9%；国内销售31.61亿元，同比+8.28%，海外业务成长靓丽，贡献了56%主营收入增量。
- 23年毛利率逐季上行，期间费用控制稳定。**盈利能力方面，23年公司毛利率同比+0.58pp至19.05%；销售净利率同比+0.67pp至14.21%。分季度看，随着纸浆价格下跌盈利能力逐季改善，Q1-Q4毛利率分别为14.08%、18.8%、20.6%、22.11%。24Q1毛利率同比+6.08pp至20.16%；销售净利率同比+3.7pp至15.42%。期间费用方面，23年期间费用率同比+0.29pp至3.69%；其中，销售费用率+0.02pp至0.61%；管理费用率同比+0.25pp至4.34%；研发费用率同比+0.33pp至3.03%；财务费用率同比+0.01pp至-1.27%。24Q1期间费用率同比+2.5pp至3.96%；其中，销售费用率+0.04pp至0.45%；管理费用率同比+0.8pp至3.85%；研发费用率同比+1.01pp至2.9%；财务费用率同比+1.66pp至-0.34%。期间费用率控制稳定。
- 营运效率较为稳健。**23年实现经营现金流4.39亿元，同比-18.62%；经营现金流/经营活动净收益比值为77.12%。判断经营现金流同比下降主要原因为会计处理调整。营运效率方面，存货周转天数105.94天，同比上升7.94天；应收账款周转天数28.91天，同比上升1.57天；应付账款周转天数82.07天，同比下降6.46天。
- 投资建议：**公司外销成长迅速，逐步与海外头部客户建立稳定合作关系，有望逐步成长为国际装饰原纸龙头。我们预计2024-2026年公司归母净利润分别为6.67、7.78、8.89亿元（24-25年前值为6.76、7.55亿元，据23年及24Q1业绩有所调整），对应PE 11、10、8倍，维持“增持”评级。

- 风险提示：原材料价格大幅度波动风险、市场竞争加剧风险、渠道拓展不及预期风险

图表 1：公司三大财务报表

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
货币资金	2,294	2,577	2,987	3,739	营业收入	3,976	4,655	5,350	6,040
应收票据	0	0	0	0	营业成本	3,218	3,715	4,248	4,790
应收账款	339	345	357	387	税金及附加	14	19	21	24
预付账款	5	56	64	72	销售费用	24	29	33	37
存货	979	1,094	1,315	1,410	管理费用	52	61	70	79
合同资产	0	0	0	0	研发费用	121	141	162	183
其他流动资产	1,141	1,334	1,534	1,731	财务费用	-50	-59	-59	-58
流动资产合计	4,758	5,406	6,257	7,340	信用减值损失	-2	-2	-2	0
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-26	-26	-26	0
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	1,294	1,587	1,912	2,268	投资收益	-1	0	0	0
在建工程	21	121	121	21	其他收益	50	19	10	10
无形资产	109	113	122	135	营业利润	649	762	889	1,016
其他非流动资产	36	36	37	39	营业外收入	-1	5	5	5
非流动资产合计	1,460	1,858	2,193	2,463	营业外支出	0	1	1	1
资产合计	6,219	7,264	8,450	9,802	利润总额	648	766	893	1,020
短期借款	370	97	226	335	所得税	83	99	115	131
应付票据	928	1,105	1,207	1,348	净利润	565	667	778	889
应付账款	701	1,114	1,287	1,466	少数股东损益	-1	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	566	667	778	889
合同负债	13	84	96	109	NOPLAT	521	616	727	838
其他应付款	10	10	10	10	EPS (按最新股本摊薄)	1.70	2.01	2.34	2.68
一年内到期的非流动负债	2	2	2	2					
其他流动负债	102	110	118	126	主要财务比率				
流动负债合计	2,126	2,522	2,947	3,396	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	50	100	180	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	16%	17%	15%	13%
其他非流动负债	77	77	77	77	EBIT增长率	22%	18%	18%	15%
非流动负债合计	77	127	177	257	归母公司净利润增长率	21%	18%	17%	14%
负债合计	2,204	2,649	3,124	3,654	获利能力				
归属母公司所有者权益	4,010	4,609	5,321	6,143	毛利率	19%	20%	21%	21%
少数股东权益	5	5	5	5	净利率	14%	14%	15%	15%
所有者权益合计	4,015	4,614	5,326	6,149	ROE	14%	14%	15%	14%
负债和股东权益	6,219	7,264	8,450	9,802	ROIC	13%	15%	15%	14%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	35%	36%	37%	37%
					债务权益比	11%	5%	8%	10%
					流动比率	2.2	2.1	2.1	2.2
					速动比率	1.8	1.7	1.7	1.7
					营运能力				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
经营活动现金流	439	1,040	730	1,029	应收账款周转天数	29	26	24	22
现金收益	620	738	876	1,018	应付账款周转天数	82	88	102	103
存货影响	-63	-115	-222	-95	存货周转天数	106	100	102	102
经营性应收影响	-12	-32	6	-38	每股指标 (元)				
经营性应付影响	143	590	275	320	每股收益	1.70	2.01	2.34	2.68
其他影响	-248	-141	-204	-176	每股经营现金流	1.32	3.13	2.20	3.09
投资活动现金流	49	-527	-492	-457	每股净资产	12.07	13.87	16.02	18.49
资本支出	-332	-526	-491	-455	估值比率				
股权投资	0	0	0	0	P/E	13	11	10	8
其他长期资产变化	381	-1	-1	-2	P/B	2	2	1	1
融资活动现金流	-16	-231	172	180	EV/EBITDA	101	85	72	62
借款增加	136	-223	179	189					
股利及利息支付	-173	-106	-110	-132					
股东融资	0	0	0	0					
其他影响	21	98	103	123					

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。