

三季度业绩表现稳健，上游纸浆布局日益完备

核心观点

事件：公司公告 2024 年三季报，2024 年前三季度公司实现营业收入 72.62 亿元，同比增长 16.89%，实现归母净利润 8.17 亿元，同比增长 113.97%。三季度公司实现营收 26.58 亿元，同比、环比分别增长 8.68%、11.02%，同期实现归母净利润 2.67 亿元，同比增长 32.49%、环比下降 5.34%。

- **三季度销量环比提升，原纸盈利处于历史中位水平。**三季度公司实现营收 26.58 亿元，环比增长 11%，创单季度收入新高，推测主要系前期广西、湖北新产线逐步贡献增量。三季度公司实现归母净利润 2.67 亿元，环比小幅下降 5%，在成本高位、需求走淡以及部分产品竞争加剧的背景下公司展现出了一定盈利韧性。拆分本部、夏王来看，剔除对联营企业和合营企业的投资收益后，预计三季度公司本部吨净利超 750 元/吨，环比小幅下滑，吨盈利仍处于历史中位水平；三季度对联营企业和合营企业的投资收益（主要来源于夏王纸业）约 0.48 亿元，环比下降 15%。
- **用浆成本维持高位、纸价小幅松动，盈利水平环比有所回落。**2024 年三季度公司毛利率为 14.58%，环比小幅下降 2.8pct，推测主要系库存纸浆成本仍处于上升趋势，同时部分产品价格受成本支撑弱化、需求走淡等因素影响小幅回落。2024 年三季度公司归母净利率为 10.03%，环比下降 1.7pct。
- **四季度成本压力有望逐步减轻，上游纸浆布局已相对完备。**短期来看，7 月以来纸浆价格连续多月大幅回调，预计低价纸浆将于四季度陆续入库，释放前期成本压力。中期维度来看，公司广西基地 40 万吨化学浆、PM4 纸机于三季度末陆续投产，湖北 PM3 亦于 10 月初成功出纸，湖北生活用纸项目预计将于 2024 年底开始陆续投产。伴随公司广西、湖北浆纸一体化基地产能的落地，公司上下游产业链日益完善、原纸产品结构亦更加多元，综合竞争能力愈发突出。

盈利预测与投资建议

- 适当调整公司销量、纸价假设，我们预测 2024-2026 年公司归母净利润为 10.79/12.35/14.00 亿元（此前预计 2024-2026 年为 10.34/13.46/15.55 亿元），给予公司 DCF 目标估值 22.66 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 原材料价格上涨超过预期的风险；新建产能建设不达预期的风险。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,738	8,553	9,795	13,707	16,251
同比增长(%)	28.6%	10.5%	14.5%	39.9%	18.6%
营业利润(百万元)	801	733	1,192	1,363	1,546
同比增长(%)	-30.7%	-8.4%	62.5%	14.4%	13.4%
归属母公司净利润(百万元)	710	664	1,079	1,235	1,400
同比增长(%)	-30.1%	-6.5%	62.5%	14.4%	13.4%
每股收益(元)	1.01	0.94	1.53	1.75	1.98
毛利率(%)	11.5%	11.6%	16.0%	15.2%	15.2%
净利率(%)	9.2%	7.8%	11.0%	9.0%	8.6%
净资产收益率(%)	10.7%	9.3%	13.9%	14.3%	14.6%
市盈率	18.5	19.8	12.2	10.6	9.4
市净率	1.9	1.8	1.6	1.4	1.3

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2024 年 11 月 04 日）	18.58 元
目标价格	22.66 元
52 周最高价/最低价	21.46/11.1 元
总股本/流通 A 股（万股）	70,598/70,598
A 股市值（百万元）	13,117
国家/地区	中国
行业	造纸轻工
报告发布日期	2024 年 11 月 04 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-4.77	-4.77	10.79	1.27
相对表现%	-4.28	-2.95	-5.77	-8.79
沪深 300%	-0.49	-1.82	16.56	10.06



证券分析师

李雪君	021-63325888*6069 lixuejun@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020001 香港证监会牌照：BSW124
谢雨辰	xieyuchen@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524090001

相关报告

二季度业绩持续释放，彰显盈利韧性	2024-08-15
一季度业绩略超预期，浆纸一体化基地逐步落地：——仙鹤股份 2023FY&2024Q1 业绩点评	2024-05-09
三季度盈利环比改善，业绩持续向好可期	2023-11-05

盈利预测与投资建议

结合公司产能规划以及行业供需格局适当调整公司销量、纸价假设，我们预测 2024-2026 年公司归母净利润为 10.79/12.35/14.00 亿元（此前预计 2024-2026 年为 10.34/13.46/15.55 亿元）。结合 DCF 绝对估值法，我们给予公司 DCF 目标估值 22.66 元，维持“买入”评级。

表 1：我们给予公司 DCF 目标估值 22.66 元

目标价敏感性分析							估值假设	
		永续增长率Gn(%)						
		0.0%	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%		
WACC (%)	22.66	27.41	29.64	33.44	41.42	68.83	所得税税率T	25.00%
	4.82%	25.38	27.06	29.75	34.76	47.34	永续增长率Gn(%)	2.00%
	5.32%	23.62	24.92	26.89	30.26	37.34	无风险利率Rf	2.17%
	5.82%	22.08	23.09	24.58	26.97	31.41	无杠杆影响的β系数	0.6908
	6.32%	20.70	21.51	22.66	24.42	27.41	考虑杠杆因素的β系数	0.9128
	6.82%	19.47	20.12	21.03	22.35	24.47	市场收益率Rm	9.20%
	7.32%	18.34	18.88	19.60	20.63	22.18	公司特有风险	0.00%
	7.82%	17.32	17.76	18.35	19.15	20.33	股权投资成本 (Ke)	8.59%
	8.32%	16.38	16.75	17.23	17.87	18.78	债务比率D/(D+E)	30.00%
	8.82%						债务利率rd	3.60%
						WACC	6.82%	

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

- 原材料价格上涨超过预期的风险
- 新建产能建设不达预期的风险

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	944	1,228	1,406	1,968	2,333	营业收入	7,738	8,553	9,795	13,707	16,251
应收票据、账款及款项融资	2,157	1,880	2,153	3,013	3,572	营业成本	6,848	7,560	8,230	11,629	13,782
预付账款	157	60	69	97	115	营业税金及附加	43	67	77	108	127
存货	2,055	2,777	3,023	4,272	5,063	销售费用	26	32	37	52	61
其他	1,656	1,761	1,766	1,780	1,790	管理费用及研发费用	228	260	298	417	494
流动资产合计	6,969	7,706	8,417	11,129	12,871	财务费用	68	182	326	464	553
长期股权投资	864	955	1,015	1,178	1,202	资产、信用减值损失	15	44	23	69	81
固定资产	2,846	3,526	4,888	8,263	15,785	公允价值变动收益	34	22	0	0	0
在建工程	1,150	4,222	7,223	6,174	154	投资净收益	140	211	322	329	329
无形资产	773	968	950	932	914	其他	116	92	64	64	64
其他	662	1,492	1,488	1,484	1,480	营业利润	801	733	1,192	1,363	1,546
非流动资产合计	6,295	11,163	15,563	18,031	19,535	营业外收入	2	3	3	3	3
资产总计	13,264	18,870	23,980	29,160	32,406	营业外支出	9	4	4	4	4
短期借款	1,771	2,372	5,932	8,894	10,175	利润总额	794	732	1,190	1,362	1,545
应付票据及应付账款	2,022	2,408	2,622	3,705	4,391	所得税	79	65	106	121	137
其他	281	832	849	920	1,012	净利润	715	667	1,085	1,241	1,407
流动负债合计	4,074	5,613	9,403	13,520	15,577	少数股东损益	5	3	6	6	7
长期借款	0	3,409	3,892	4,046	4,206	归属于母公司净利润	710	664	1,079	1,235	1,400
应付债券	1,864	1,950	1,950	1,950	1,950	每股收益(元)	1.01	0.94	1.53	1.75	1.98
其他	414	536	536	536	536						
非流动负债合计	2,278	5,895	6,378	6,532	6,691	主要财务比率					
负债合计	6,352	11,508	15,780	20,051	22,269		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	32	36	41	48	55	成长能力					
实收资本(或股本)	706	706	706	706	706	营业收入	28.6%	10.5%	14.5%	39.9%	18.6%
资本公积	3,064	3,064	3,064	3,064	3,064	营业利润	-30.7%	-8.4%	62.5%	14.4%	13.4%
留存收益	2,849	3,294	4,126	5,029	6,051	归属于母公司净利润	-30.1%	-6.5%	62.5%	14.4%	13.4%
其他	260	262	262	262	262	获利能力					
股东权益合计	6,912	7,362	8,199	9,109	10,138	毛利率	11.5%	11.6%	16.0%	15.2%	15.2%
负债和股东权益总计	13,264	18,870	23,980	29,160	32,406	净利率	9.2%	7.8%	11.0%	9.0%	8.6%
						ROE	10.7%	9.3%	13.9%	14.3%	14.6%
						ROIC	8.0%	6.4%	7.7%	7.4%	7.5%
						偿债能力					
						资产负债率	47.9%	61.0%	65.8%	68.8%	68.7%
						净负债率	38.9%	93.6%	131.1%	146.1%	141.9%
						流动比率	1.71	1.37	0.90	0.82	0.83
						速动比率	1.20	0.87	0.57	0.50	0.49
						营运能力					
						应收账款周转率	5.9	5.9	6.1	6.7	6.2
						存货周转率	3.4	3.1	2.8	3.1	2.9
						总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
						每股指标(元)					
						每股收益	1.01	0.94	1.53	1.75	1.98
						每股经营现金流	0.10	0.09	1.94	1.92	4.05
						每股净资产	9.74	10.38	11.56	12.84	14.28
						估值比率					
						市盈率	18.5	19.8	12.2	10.6	9.4
						市净率	1.9	1.8	1.6	1.4	1.3
						EV/EBITDA	12.0	11.1	7.0	5.3	3.8
						EV/EBIT	17.0	16.1	9.7	8.1	7.0

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。