

毛利率周期波动, 产能持续稳步扩充

投资要点

- 业绩摘要:** 2024前三季度公司实现营收309.8亿元, 同比+6.1%; 实现归母净利润24.6亿元, 同比+15.1%; 实现扣非净利润26亿元, 同比+24.3%。Q3公司实现营收104.5亿元, 同比+6%; 实现归母净利润7亿元, 同比-20.8%; 实现扣非后归母净利润7.7亿元, 同比-10.7%。推测营收增长主要得益于公司产能扩张后销量的持续增长, 南宁基地年产30万吨生活用纸(一期)项目在今年三季度陆续进入试产阶段。
- Q3毛利率周期波动, 受浆价纸价影响。** 24年前三季度公司整体毛利率为16.4%, 同比+0.9pp, 单Q3毛利率为14%, 同比-2.8pp。Q3毛利率下滑推测主要系高价木浆入库, 原材料库存成本上涨, 叠加行业需求偏弱、市场竞争加剧导致文化纸价格下行。24年Q3针叶浆吨均价为765美元, 同比+91.7元, 环比-41.7美元; 阔叶浆吨均价为590美元, 同比+226.7元, 环比-150美元。Q3双胶纸吨均价5497.6元, 同比-273.81元, 环比-440.5元, 铜版纸吨均价为5728.6元, 同比-131元, 环比-260元, 纸价下行压力较大。另一方面, 受下游行业需求较强影响, 溶解浆价格持续上行, 公司通过优化生产采购安排, 控制成本, 预计Q3溶解浆产品盈利提升。受益于美废价格回落, 预计箱板纸与废纸价差相对稳定, 公司通过优化箱板纸产品结构, 提升高端箱板纸占比, 预计箱板纸产品盈利提升。
- 费用率降低, 彰显经营管理韧性。** 费用率方面, 前三季度公司总费用率为6.4%, 同比-1.1pp, 其中销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为0.4%/2.4%/1.7%/2%, 同比+0.1pp/-0.1pp/-0.5pp/-0.6pp。单Q3费用率为5.6%, 同比-1.3pp, 其中销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为0.4%/2.3%/1.2%/1.7%, 同比+0.1pp/-0.01pp/-0.5pp/-0.8pp。费用管控措施见成效。Q3清理了六景公司原动力车间相关机器设备等固定资产, 预计减少公司Q3利润约9860万元。综合来看, 前三季度公司净利率为7.9%, 同比+0.6pp; Q3净利率为6.7%, 同比-2.3pp。
- 产能规模有序扩张, 进一步丰富产品结构。** 24年三季度末在建工程总计25.2亿, 比2023年末同比+339.1%, 主要系山东和广西基地的建设项目。山东方面, 颜店厂区建设年产3.7万吨特种纸基新材料项目(预计在2025H1试产)、14万吨特种纸项目(二期); 兖州厂区溶解浆生产线搬迁改造至广西基地(预计2025Q2完成)。广西方面, 南宁项目(一期)建设120吨高档包装纸生产线(预计在25Q4试产)、50万吨本色化学木浆生产线, 技术改造原年产15万吨漂白化学木浆生产线。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, 预计将在2025年年底前陆续进入试产阶段。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2024-2026年EPS分别为1.14元、1.35元、1.48元, 对应PE分别为12倍、10倍、9倍。考虑到公司龙头地位稳固, 林浆纸一体化成本优势明显, 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	41832.47	46130.20	50428.41
增长率	-0.56%	5.79%	10.27%	9.32%
归属母公司净利润(百万元)	3085.69	3184.00	3774.42	4139.30
增长率	9.86%	3.19%	18.54%	9.67%
每股收益EPS(元)	1.10	1.14	1.35	1.48
净资产收益率ROE	11.86%	11.12%	11.65%	11.33%
PE	12	12	10	9
PB	1.44	1.31	1.16	1.03

数据来源: Wind, 西南证券

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

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)	27.75
52周内股价区间(元)	11.53-16.27
总市值(亿元)	374.75
总资产(亿元)	518.23
每股净资产(元)	9.91

相关研究

- 太阳纸业(002078): 盈利逐季回升, 龙头优势彰显(2024-04-11)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：文化纸市场竞争加剧，但公司成本控制能力较强，毛利率比较稳定，假设 2024-2026 年文化纸毛利率均为 17.5%。

假设 2：文化纸需求较疲软，纸浆价格周期波动，但公司作为文化纸龙头企业展现经营韧性，2024-2026 年文化纸销量稳健增长，销量增速分别为：10%、5%、5%；价格稳定在 5500-5800 元/吨。

假设 3：随着项目落地，产能逐渐爬坡，牛皮箱纸制品 2024-2026 年销量增速分别为：16%、15%、15%；价格保持在 3200-3600 元/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	41832.5	46130.2	50428.4
yoy	-0.6%	5.8%	10.3%	9.3%
营业成本	33260.52	34871.7	38419.0	41934.3
毛利率	15.9%	16.6%	16.7%	16.8%
牛皮箱板纸				
收入	9806.84	11213.4	12895.4	14829.7
yoy	-5.6%	14.3%	15.0%	15.0%
成本	8361.71	9587.5	10999.8	12605.3
毛利率	14.7%	14.5%	14.7%	15.0%
文化纸				
收入	13310.41	14145.1	14982.7	15868.6
yoy	22.6%	6.3%	5.9%	5.9%
成本	11096.43	11669.7	12360.7	13091.6
毛利率	16.6%	17.5%	17.5%	17.5%
铜版纸				
收入	3506.08	4733.2	5443.2	5878.7
yoy	10.4%	35.0%	15.0%	8.0%
成本	3055.01	3952.2	4534.2	4891.0
毛利率	12.9%	16.5%	16.7%	16.8%
溶解浆				
收入	3667.24	3373.9	3643.8	3935.3
yoy	-12.1%	-8.0%	8.0%	8.0%
成本	3077.60	2732.8	2969.7	3187.6
毛利率	16.1%	19.0%	18.5%	19.0%
化机浆				
收入	1838.60	1590.4	1717.6	1855.0

百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
yoy	-7.8%	-13.5%	8.0%	8.0%
成本	1432.85	1240.5	1339.7	1446.9
毛利率	22.1%	22.0%	22.0%	22.0%
化学浆				
收入	1752.73	1314.5	1446.0	1590.6
yoy	-47.8%	-25.0%	10.0%	10.0%
成本	1447.04	1077.9	1185.7	1304.3
毛利率	17.4%	18.0%	18.0%	18.0%
原纸				
收入	1263.77	808.8	849.3	891.7
yoy	-24.6%	-36.0%	5.0%	5.0%
成本	1204.55	768.4	806.8	847.1
毛利率	4.7%	5.0%	5.0%	5.0%
电及蒸汽				
收入	1806.91	1689.5	1773.9	1862.6
yoy	-9.4%	-6.5%	5.0%	5.0%
成本	1411.44	1317.8	1383.7	1452.9
毛利率	21.9%	22.0%	22.0%	22.0%
生活用纸				
收入	2048.99	2366.6	2721.6	2993.7
yoy	33.7%	15.5%	15.0%	10.0%
成本	1753.66	2035.3	2313.3	2529.7
毛利率	14.4%	14.0%	15.0%	15.5%
其他				
收入	542.8	597.0	656.8	722.4
yoy	-10.9%	10%	10%	10%
成本	420.2	489.6	525.4	577.9
毛利率	22.6%	18%	20%	20%

数据来源: Wind, 西南证券

我们选取仙鹤股份、华旺科技为可比公司, 可比公司 2025 年平均估值为 9.27 倍。考虑到公司是国内领先造纸企业, 林浆纸一体化成本优势明显, 给予 2025 年一定估值溢价为 12 倍 PE, 对应目标价为 16.2 元, 维持“买入”评级。

表 2: 可比公司 ifind 一致预期

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603733	仙鹤股份	18.580	1.53	1.94	2.34	12.13	9.56	7.93
605377	华旺科技	12.300	1.19	1.37	1.53	10.40	8.99	8.05
平均值						11.27	9.27	7.99

数据来源: ifind, 西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	39544.34	41832.47	46130.20	50428.41	净利润	3101.04	3197.72	3791.52	4157.75
营业成本	33260.52	34871.69	38419.02	41934.33	折旧与摊销	2180.94	3216.29	3434.31	3729.42
营业税金及附加	219.58	208.90	234.97	259.04	财务费用	760.08	847.02	971.83	929.06
销售费用	154.34	167.33	184.52	201.71	资产减值损失	-66.93	200.00	50.00	30.00
管理费用	956.91	1903.38	2214.25	2622.28	经营营运资本变动	-436.84	1626.41	-353.51	-228.56
财务费用	760.08	847.02	971.83	929.06	其他	1079.21	-170.29	-23.62	1.62
资产减值损失	-66.93	200.00	50.00	30.00	经营活动现金流净额	6617.50	8917.15	7870.54	8619.28
投资收益	20.88	0.00	0.00	0.00	资本支出	-2903.03	-2500.00	-5500.00	-2500.00
公允价值变动损益	18.18	-3.00	-3.00	-3.00	其他	-1865.82	-28.33	-3.00	-3.00
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	-2528.33	-5503.00	-2503.00
营业利润	3296.44	3631.15	4052.61	4448.99	短期借款	-90.76	-1124.54	-965.94	-3988.14
其他非经营损益	23.17	-188.50	21.58	21.55	长期借款	62.65	0.00	0.00	0.00
利润总额	3319.61	3442.65	4074.18	4470.54	股权融资	57.52	0.00	0.00	0.00
所得税	218.57	244.93	282.66	312.79	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	3101.04	3197.72	3791.52	4157.75	其他	-1875.57	-3576.16	-971.83	-929.06
少数股东损益	15.35	13.72	17.10	18.45	筹资活动现金流净额	-1846.16	-4700.70	-1937.77	-4917.20
归属母公司股东净利润	3085.69	3184.00	3774.42	4139.30	现金流量净额	6.04	1688.12	429.77	1199.07
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2495.13	4183.25	4613.02	5812.10	成长能力				
应收和预付款项	2972.91	3322.85	3619.66	3946.51	销售收入增长率	-0.56%	5.79%	10.27%	9.32%
存货	4574.39	4792.13	5281.73	5767.46	营业利润增长率	8.70%	10.15%	11.61%	9.78%
其他流动资产	2825.67	674.11	743.37	812.63	净利润增长率	10.08%	3.12%	18.57%	9.66%
长期股权投资	277.44	302.77	302.77	302.77	EBITDA 增长率	4.39%	23.36%	9.93%	7.67%
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	34044.57	36332.19	35324.72	毛利率	15.89%	16.64%	16.72%	16.84%
无形资产和开发支出	1902.11	1685.83	1469.55	1253.26	三费率	4.73%	6.97%	7.31%	7.44%
其他非流动资产	934.74	929.08	923.42	917.76	净利率	7.84%	7.64%	8.22%	8.24%
资产总计	50550.75	49964.05	53315.17	54166.67	ROE	11.86%	11.12%	11.65%	11.33%
短期借款	8078.62	6954.08	5988.14	2000.00	ROA	6.13%	6.40%	7.11%	7.68%
应付和预收款项	5216.55	5824.60	6257.26	6847.10	ROIC	9.04%	9.84%	10.97%	11.43%
长期借款	6702.34	6702.34	6702.34	6702.34	EBITDA/销售收入	15.77%	18.39%	18.34%	18.06%
其他负债	4397.93	1727.03	1819.91	1911.95	营运能力				
负债合计	24395.44	21208.05	20767.65	17461.40	总资产周转率	0.80	0.83	0.89	0.94
股本	2794.57	2794.57	2794.57	2794.57	固定资产周转率	1.26	1.27	1.39	1.45
资本公积	3631.98	3631.98	3631.98	3631.98	应收账款周转率	17.92	19.03	18.94	19.01
留存收益	19126.08	22310.08	26084.50	30223.79	存货周转率	6.68	7.42	7.60	7.56
归属母公司股东权益	26051.21	28638.18	32412.60	36551.90	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	117.82	134.93	153.37	资本结构				
股东权益合计	26155.31	28756.00	32547.52	36705.27	资产负债率	48.26%	42.45%	38.95%	32.24%
负债和股东权益合计	50550.75	49964.05	53315.17	54166.67	带息债务/总负债	60.59%	64.39%	61.11%	49.84%
					流动比率	0.76	0.95	1.08	1.64
					速动比率	0.49	0.60	0.68	1.06
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	1.10	1.14	1.35	1.48
					每股净资产	9.32	10.25	11.60	13.08
					每股经营现金	2.37	3.19	2.82	3.08
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	6237.46	7694.45	8458.76	9107.46					
PE	12.14	11.77	9.93	9.05					
PB	1.44	1.31	1.16	1.03					
PS	0.95	0.90	0.81	0.74					
EV/EBITDA	8.16	5.98	5.27	4.33					
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
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@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	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c	
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
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
王宇飞	高级销售经理	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
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzs@swsc.com.cn
