

五洲特纸 (605007.SH) 实控人底部增持+股权激励计划，彰显未来发展信心

2023年06月26日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

日期	2023/6/26
当前股价(元)	15.57
一年最高最低(元)	21.35/13.40
总市值(亿元)	62.37
流通市值(亿元)	12.91
总股本(亿股)	4.01
流通股本(亿股)	0.83
近3个月换手率(%)	181.83

● 底部增持显信心，纸浆下行提振盈利，维持“买入”评级

公司2023年50万吨食品卡纸的完全释放及2.2万吨转印纸的逐步爬坡完成，驱动销量增长。另一方面用浆成本逐季下行带动吨盈利修复。考虑终端需求复苏缓慢及行业新产能投放拖累纸价，参考股权激励目标，我们下调业绩预测，预计2023-2025归母净利润2.71/5.33/7.09亿元（前值5.77/7.65/7.92亿元），对应EPS0.68/1.33/1.77元，当前股价对应PE20.9/10.6/8.0倍，实控人增持及核心员工的股权激励，公司未来业绩增长明晰，维持“买入”评级。

● 实控人底部增持+大范围股权激励计划，彰显未来发展信心

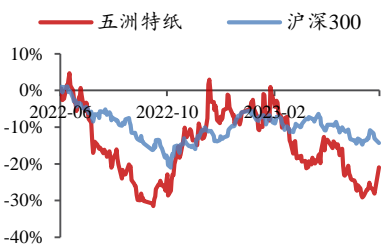
(1) 实控人底部增持：拟向实控人赵磊先生、赵晨佳女生、赵云福先生、林彩玲女生以11.64元/股价格发行不超过7302万股股票，占当期总股本的30%，发行对象以现金方式认购，募集资金总额不超过8.5亿元。扣除相关费用后全部用于补充流动资金（优化财务结构，提高财务杠杆稳健性）。(2) 发布2023年限制性股票激励计划：以7.28元/股价格拟向含财务总监、副总经理等合计118人授予限制性股票总计352.3万股，约占当期股本总额的0.88%。限制性股票分三期解锁，解锁比例分别为30%/35%/35%。股权激励考核给予明确业绩增长目标：2023/2024/2025目标净利润分别为2.50/5.50/7.00亿元，对应增速分别为22%/120%/27%，2023-2025净利润复合增速为67.3%。

● 用浆成本逐季下行，看好盈利弹性的逐步释放

公司盈利受纸浆变动影响较大，我们测算浆价变动1%会影响公司毛利率变动0.60pct。2023Q1受用浆成本高位影响拖累盈利，2023Q2随着2023Q1低位浆的滚动到库及库存浆消耗触达尾声，公司用浆成本环比2023Q1预计有所好转，且可展望2023Q3用浆成本会进一步下降，公司吨盈利逐季修复确定性较强。此外随着公司50万吨食品卡的成熟投产及30万吨产线（后续调整为文化纸和格拉辛共用）的稳定输出可进一步放大利润修复空间。

● 风险提示：纸浆下行不及预期、产线投产不及预期、纸价大幅下跌。

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2022收入增长靓丽，看好浆价下行下的盈利修复—公司信息更新报告》
-2023.4.23

《2022H1营收大幅增长，持续推进浆纸一体化—公司信息更新报告》
-2022.9.1

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,690	5,962	7,052	8,405	10,003
YOY(%)	40.0	61.6	18.3	19.2	19.0
归母净利润(百万元)	390	205	271	533	709
YOY(%)	15.2	-47.4	32.2	96.6	33.1
毛利率(%)	17.3	8.8	11.2	13.2	14.5
净利率(%)	10.6	3.4	3.8	6.3	7.1
ROE(%)	18.4	9.3	11.3	18.6	20.4
EPS(摊薄/元)	0.97	0.51	0.68	1.33	1.77
P/E(倍)	14.5	27.6	20.9	10.6	8.0
P/B(倍)	2.9	2.8	2.5	2.1	1.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2198	3228	2862	3607	3819
现金	757	777	423	504	600
应收票据及应收账款	664	1101	986	1501	1459
其他应收款	9	17	14	23	21
预付账款	25	28	35	40	50
存货	572	659	758	892	1043
其他流动资产	171	645	645	645	645
非流动资产	2347	3339	3832	4433	5113
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1680	1407	1942	2516	3138
无形资产	82	309	353	406	470
其他非流动资产	585	1624	1537	1512	1506
资产总计	4546	6567	6694	8040	8932
流动负债	1794	3259	3292	4288	4676
短期借款	1047	2020	2969	3942	4304
应付票据及应付账款	531	899	0	0	0
其他流动负债	217	341	323	346	372
非流动负债	636	1104	991	885	774
长期借款	582	879	766	660	549
其他非流动负债	53	225	225	225	225
负债合计	2430	4364	4283	5172	5450
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	400	400	400	400	400
资本公积	461	464	464	464	464
留存收益	1096	1182	1387	1758	2260
归属母公司股东权益	2116	2203	2411	2868	3482
负债和股东权益	4546	6567	6694	8040	8932

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	272	36	-275	242	1055
净利润	390	205	271	533	709
折旧摊销	127	200	146	205	271
财务费用	38	123	193	167	190
投资损失	12	-9	0	0	0
营运资金变动	-281	-461	-886	-662	-115
其他经营现金流	-14	-21	0	-0	0
投资活动现金流	-461	-1508	-639	-806	-950
资本支出	604	989	639	806	950
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	143	-519	0	0	0
筹资活动现金流	741	982	-388	-328	-371
短期借款	286	973	949	973	362
长期借款	462	297	-113	-106	-111
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	3	0	0	0
其他筹资现金流	-7	-292	-1224	-1194	-622
现金净增加额	558	-497	-1303	-892	-266

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3690	5962	7052	8405	10003
营业成本	3052	5439	6261	7291	8552
营业税金及附加	17	22	30	34	42
营业费用	8	10	81	37	45
管理费用	60	81	127	168	220
研发费用	54	65	78	92	130
财务费用	38	123	193	167	190
资产减值损失	-2	-4	0	0	0
其他收益	18	16	15	15	10
公允价值变动收益	0	3	0	0	0
投资净收益	-12	9	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	455	227	297	630	833
营业外收入	29	20	25	24	24
营业外支出	0	4	1	1	2
利润总额	484	242	320	653	856
所得税	94	37	49	120	146
净利润	390	205	271	533	709
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	390	205	271	533	709
EBITDA	674	568	589	1024	1317
EPS(元)	0.97	0.51	0.68	1.33	1.77

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	40.0	61.6	18.3	19.2	19.0
营业利润(%)	9.0	-50.3	31.1	112.1	32.2
归属于母公司净利润(%)	15.2	-47.4	32.2	96.6	33.1
获利能力					
毛利率(%)	17.3	8.8	11.2	13.2	14.5
净利率(%)	10.6	3.4	3.8	6.3	7.1
ROE(%)	18.4	9.3	11.3	18.6	20.4
ROIC(%)	11.4	5.6	5.7	8.5	9.9
偿债能力					
资产负债率(%)	53.5	66.4	64.0	64.3	61.0
净负债比率(%)	47.0	116.0	154.7	158.2	135.4
流动比率	1.2	1.0	0.9	0.8	0.8
速动比率	0.8	0.8	0.6	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.1	1.1	1.1	1.2
应收账款周转率	6.9	7.4	7.4	7.4	7.4
应付账款周转率	8.1	9.6	17.3	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.97	0.51	0.68	1.33	1.77
每股经营现金流(最新摊薄)	0.68	0.09	-0.69	0.60	2.63
每股净资产(最新摊薄)	4.89	5.11	5.63	6.77	8.30
估值比率					
P/E	14.5	27.6	20.9	10.6	8.0
P/B	2.9	2.8	2.5	2.1	1.7
EV/EBITDA	9.9	13.5	15.0	9.4	7.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn