

# 员工持股彰显发展信心，三季度进入旺季价格有望超预期

买入（首次）

2017年6月19日

核心观点：

- **事件：**公司发布员工持股计划，本次员工持股计划拟募集资金总额不超过1亿元，通过信托计划的劣后分级，信托计划的资金总额不超过3亿元，本次员工持股计划所持有的股票累计不超过总股本5%，任一持有计划的份额不超过总股本1%。该计划涉及的股票拟通过二级市场（含大宗交易）、协议转让等方式进行。
- **员工持股计划彰显公司信心：**此次员工持股计划的参与对象为公司董监高以及下属控股及全资子公司员工，募集资金来源全部为员工合法薪酬，募集资金金额1亿元。本次员工持股计划范围覆盖下属控股及全资子公司员工，彰显公司高层对于未来发展的信心。
- **二季度为传统淡季，部分龙头限产保价：**公司一季度销量及盈利情况较好，Q1实现净利润1.98亿元，超出市场预期。进入二季度，白卡纸销量受季节性影响环比有所下滑，但由于白卡行业集中度高，部分龙头企业采取停机检修的方式限产保价，致使白卡纸价格在二季度维持高位水平。从上游成本来看，阔叶浆、针叶浆的价格自16年10月开始回升至5月，6月以来国内纸浆价格走低，外商纸浆价格涨势趋弱，后期预计将为白卡盈利贡献一定业绩弹性。
- **行业龙头抱团+三季度旺季到来，公司Q3有望量价齐升：**白卡纸下游主要是电子产品、食品、医药包装等，三季度为白卡行业旺季，近两周由于白卡价格处于淡季产品价格略下滑近200元（目前价格6513元/吨），我们预计进入三季度后公司产品价格有望重启向上趋势。此外，白卡纸集中度高，APP产能240万吨，晨鸣200万吨，博汇140万吨，太阳万国140万吨，CR4集中度超过85%，龙头之间协同能力较强，Q3存提价预期。
- **行业需求增长，白卡替代效应加强，19年前无新增产能：**行业需求方面，受益于下游电子、医药等包装需求增长，加上消费升级的大趋势，质量好的白卡对低质量的灰底白卡形成一定的替代作用，白卡下游需求每年保持近10%的增长。供给方面，至2018三季度行业龙头没有新增产能投放（2018Q4中国纸业预计投放200万吨，2019博汇预计投放75万吨），叠加环保催化小产能退出，预计行业景气将持续维持高位。
- **投资建议：**我们预计公司17/18/19年的利润分别为7.44亿、7.61亿、8.47亿，当前市值对应2017年PE约9倍，安全边际较高，给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**环保落实低于预期，纸品价格回落等。

证券分析师 马莉

执业资格证书号码：S0600517050002  
(8610) 66573632  
mal@dwzq.com.cn

证券分析师 汤军

执业资格证书号码：S0600517050001  
tangj@dwzq.com.cn

研究助理 史凡可

shifk@dwzq.com.cn

## 市场数据

收盘价（元）	4.74
一年最低价/最高价	3.14/5.38
市净率	1.48
流通市值（亿元）	63.37

## 基础数据

每股净资产（元）	3.23
资产负债率（%）	62.54
总股本（亿股）	13.37
流通A股（亿股）	13.37

## 相关研究

表 1: 财务报表预测

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>5923.57</b>	<b>7137.95</b>	<b>6247.39</b>	<b>8559.26</b>	<b>营业收入</b>	<b>7796.26</b>	<b>9387.82</b>	<b>9745.80</b>	<b>10655.49</b>
现金	1207.49	1285.33	871.01	1703.38	营业成本	6656.81	7462.88	7705.61	8392.13
应收款项	3127.83	3245.83	3560.88	3929.83	营业税金及附加	44.93	54.10	56.17	61.41
存货	1210.58	1976.06	1332.10	2284.85	销售费用	382.20	528.35	548.50	599.70
其他	377.68	630.73	483.40	641.19	管理费用	99.72	107.96	111.10	121.47
<b>非流动资产</b>	<b>6120.08</b>	<b>6547.99</b>	<b>6543.25</b>	<b>6559.73</b>	财务费用	374.58	331.87	363.61	387.81
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.86	1.82	1.52	1.40
固定资产	5406.36	5894.93	5894.93	5911.86	其他	0.91	85.07	52.12	61.23
无形资产	196.30	109.23	98.72	86.81	<b>营业利润</b>	<b>236.25</b>	<b>815.77</b>	<b>907.18</b>	<b>1030.35</b>
其他	517.43	543.83	549.60	561.06	营业外净收支	59.94	128.73	124.03	104.24
<b>资产总计</b>	<b>12043.66</b>	<b>13685.94</b>	<b>12790.64</b>	<b>15118.99</b>	<b>利润总额</b>	<b>296.19</b>	<b>944.50</b>	<b>1031.20</b>	<b>1134.59</b>
<b>流动负债</b>	<b>7072.91</b>	<b>8084.32</b>	<b>6733.79</b>	<b>8405.71</b>	所得税费用	81.82	189.38	260.41	275.81
短期借款	4402.40	4668.95	4574.69	4548.68	少数股东损益	13.06	11.24	9.62	11.31
应付账款	1748.71	3011.44	1703.25	3393.82	<b>归母公司净利润</b>	<b>201.32</b>	<b>743.89</b>	<b>761.17</b>	<b>847.48</b>
预收账款	157.36	140.17	180.81	166.76	EBIT	657.54	1288.63	1380.59	1542.19
其他	764.44	263.76	275.04	296.45	EBITDA	1161.39	1323.38	1416.42	1580.75
<b>非流动负债</b>	<b>499.64</b>	<b>871.07</b>	<b>705.29</b>	<b>669.94</b>					
长期借款	421.37	862.21	696.09	659.89	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
其他	78.28	8.86	9.19	10.05	每股收益(元)	0.15	0.56	0.58	0.64
<b>负债总计</b>	<b>7572.55</b>	<b>8955.39</b>	<b>7439.08</b>	<b>9075.66</b>	每股净资产(元)	3.34	3.54	4.00	4.52
少数股东权益	351.39	0.00	0.00	0.00	发行在外股份(百万股)	1336.84	1336.84	1336.84	1336.84
归母股东权益	4119.71	4730.55	5351.56	6043.33	ROIC(%)	1.92%	16.38%	15.68%	15.99%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12043.66</b>	<b>13685.94</b>	<b>12790.64</b>	<b>15118.99</b>	ROE(%)	5.01%	16.81%	15.10%	14.87%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	毛利率(%)	14.62%	20.50%	20.93%	21.24%
经营活动现金流	887.81	1044.49	1079.73	1169.28	EBIT Margin(%)	8.43%	13.73%	14.17%	14.47%
投资活动现金流	121.37	(418.41)	(418.41)	(418.41)	销售净利率(%)	2.75%	8.04%	7.91%	8.06%
筹资活动现金流	(798.63)	(668.42)	(668.42)	(668.42)	资产负债率(%)	62.88%	65.43%	58.16%	60.03%
现金净增加额	223.38	77.84	(414.32)	832.38	收入增长率(%)	10.46%	20.41%	3.81%	9.33%
折旧与摊销	503.86	34.75	35.83	38.56	净利润增长率(%)	422.26%	269.51%	2.32%	11.34%
资本开支	32.59	32.59	32.59	32.59	P/E	31.48	8.52	8.32	7.48
营运资本变动	(178.61)	62.92	(777.72)	219.25	P/B	1.54	1.34	1.18	1.05
企业自由现金流	833.74	1160.51	322.64	1457.70	EV/EBITDA	5.46	4.79	4.47	4.01

数据来源: 万得资讯、公司公告、东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>