

以纸代塑大时代下的高成长纸基材料领军企业

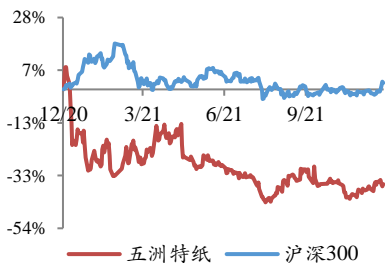
投资评级: 买入 (首次)

主要观点:

报告日期: 2021-12-14

收盘价 (元)	18.35
近 12 个月最高/最低 (元)	31.13/16.19
总股本 (百万股)	400
流通股本 (百万股)	82
流通股比例 (%)	20.59
总市值 (亿元)	73
流通市值 (亿元)	15

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师: 马远方

执业证书号: S0010521070001

邮箱: mayf@hazq.com

相关报告

特种纸中的食品包装纸龙头。食品包装纸是公司优势拳头产品, 2020 年占总收入比重约 56%, 同时是国内食品包装纸细分领域龙头, 终端客户为康师傅、统一等大型食品饮料企业, 公司依托以创始人为核心的专业团队, 以技改研发能力带来行业领先的生产效率, 当前新产能跨越式提升, 进入新一轮高成长。

特种纸是造纸产业中的“特种兵”, 具备高壁垒、自主定价特性。

特种纸相对大宗纸品, 产品性质为纸基材料, 在生产端依赖独特技术和专门制造, 对生产定制设备要求高, 技术难度大; 在下游角度, 用途针对性强, 各类产品具有独特性能, 客户专业化程度高, 对定制化要求高, 从而带来特种纸在下游有部分自主定价性质, 附加值及成本传导能力优越, 不受销售半径制约, 最终在估值体系同大宗纸品企业不同。

食品包装纸是特纸第一大赛道, 长期受益于以纸代塑、国产替代趋势。

截至 2019 年, 食品包装纸产品占特种纸总量近 26% 稳居第一, 2011 年至 2019 年市场规模从 107.38 万吨增长至 205.40 万吨, CAGR 为 8.45%, 且增速呈加速趋势。特种纸基材料基于原料丰富、易回收降解等特性, 未来具备三大驱动力, 分别来自愈发频繁临近的限塑禁塑政策、连锁快餐及新式茶饮增长, 以及电子、药品包装等领域延伸, 仅替代场景具备 200-300 万吨纸基材料增量需求, 是特种纸中的高景气、大空间赛道。

常年 ROE 行业居首, 生产端具备强阿尔法属性。2020 年 ROE 为 25.1%, 近五年平均 ROE 约 30.5%, 持续位居行业首位, 高 ROA 主要由生产形态决定, 公司在空间最大并且高景气度的食品包装赛道发力, 避免纸机频繁切换改动, 生产车速、人均创利明显高于行业。同时, 以创始人为核心的工程研发团队具备强技改能力, 通过进口二手设备实现降低投入及生产成本, 公司在生产端具备强阿尔法属性。

估值接近历史低点, 产能跨越式提升打开瓶颈, 市场未给新一轮高增长及壁垒合理预期。公司 2021 年总体在手产能 85 万吨, 食品包装纸产能利用率饱满, 格拉辛纸产能持续爬坡。此外, 2021 年 12 月, 50 万吨高端食品包装产能投产, 20 万吨牛奶液包项目预计 23H2 投产, 公司 2021-2024 年进入产能集中释放期, 订单承接能力获得阶梯式提升。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 4.29/6.96/9.22 亿元, 同比 +26.7%/62.4%/32.4%, 对应 PE 分别为 17.1X/10.5X/8.0X, 当前估值接近历史低点, 从行业比较角度, 结合市场一致预期, 太阳纸业 2022 年对应 PE 为 8.2X, 同期特种纸中仙鹤股份对应 PE 为 17.8X, 基于强阿尔法属性及高成长性, 首次覆盖给予 2022 年 17X 的估值, 给予“买入”评级。

风险提示

行业竞争加剧、原材料价格大幅波动、产能建设不达预期风险等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2635	3940	6353	7737
收入同比 (%)	10.9%	49.5%	61.3%	21.8%
归属母公司净利润	339	429	696	922
净利润同比 (%)	69.9%	26.7%	62.4%	32.4%
毛利率 (%)	23.1%	20.0%	20.4%	20.6%
ROE (%)	20.1%	20.3%	24.8%	24.7%
每股收益 (元)	0.00	1.07	1.74	2.31
P/E	26.01	17.11	10.54	7.96
P/B	5.73	3.47	2.61	1.97
EV/EBITDA	20.94	11.19	7.14	5.32

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

五洲特纸投资摘要.....	6
1 特种纸中的食品包装纸龙头	8
2 赛道高景气，客户高壁垒	14
特种纸：研发生产以及客户构筑双重壁垒.....	14
特种纸中的食品包装：空间大、高增长的优质细分赛道.....	16
公司在食品包装纸持续深耕，生产、销售构筑核心壁垒.....	21
3 产能跨越式增长突破瓶颈，进入加速成长期.....	23
4 杜邦分析：ROE 维持行业首位.....	25
5 盈利预测与估值探讨.....	29
风险提示：.....	31
财务报表与盈利预测.....	32

图表目录

图表 1 公司主要产品介绍	8
图表 2 公司发展历程	9
图表 3 2016-2021Q3 公司营收及增速 (亿元, %)	10
图表 4 2016-2021Q3 公司归母净利润及增速 (亿元, %)	10
图表 5 2016-21H1 公司分品类营收 (亿元)	10
图表 6 2016-201H1 公司营收结构	10
图表 7 公司主营成本构成	11
图表 8 2016 年至今公司毛利率与净利率走势	11
图表 9 2017-21H1 公司存货中原材料金额及增速	11
图表 10 直接材料价格变动对毛利率的敏感性分析	12
图表 11 2016-21H1 公司各产品毛利率走势	12
图表 12 公司股权结构	13
图表 13 公司现任董事、高管履历	13
图表 14 2010-2020 年我国特种纸产量及增速	15
图表 15 特种纸与机制纸及纸板产量增速对比	15
图表 16 2019 年我国特种纸各细分品类产量占比	15
图表 17 我国特种纸行业厂商分布	16
图表 18 国内特种纸行业竞争格局	16
图表 19 2006-2020 年我国特种纸进出口情况	16
图表 20 我国限塑令具体细则	17
图表 21 其他国家及地区限塑令举例	17
图表 22 2011-2019 年我国食品包装特种纸产量	18
图表 23 食品白卡替代外卖外包装的需求测算	18
图表 24 2012-2019 年我国连锁餐饮企业门店数及营收	19
图表 25 我国咖啡及咖啡店市场规模 (亿元)	19
图表 26 化妆品类年度总消费额及增速	20
图表 27 我国样本医院药物销售总额突破 2000 亿元	20
图表 28 社会卡、烟卡及食品卡占比	20
图表 29 食品卡与社会卡对比	20
图表 30 公司与博汇纸业白卡毛利率对比	21
图表 31 公司食品卡均价变动幅度更小 (元/吨)	21
图表 32 公司食品包装纸产能梳理	21
图表 33 公司康师傅、统一系客户销售额及占比	22
图表 34 全球及中国方便面需求量 (亿份)	22
图表 35 我国方便面零售价格逐年稳健增长	22
图表 36 各公司 2016-21Q1-3 资本开支情况	23
图表 37 公司产能分布图	23
图表 38 公司 2017-2023E 特种纸产量 (万吨)	23
图表 39 分品类产能及产销量梳理	24

图表 40 公司新增产线梳理	25
图表 41 公司 2018-21H1 年末订单覆盖率情况	25
图表 42 各公司 2015 年至今 ROE 走势	25
图表 43 各公司 ROE 杜邦拆解	26
图表 44 各公司 2015 年至今 ROA 走势	26
图表 45 2020 年特种纸公司总员工、生产人员数量及产能对比	27
图表 46 各公司 2015-2020 年人均创收情况 (万元)	27
图表 47 各公司 2015-2020 年人均创利情况 (万元)	27
图表 48 各公司 2016 年-至今期间费用情况	27
图表 49 各公司 2016-至今销售费用率	28
图表 50 各公司 2016-至今管理费用率	28
图表 51 各公司 2016-至今研发费用率	28
图表 52 各公司 2016-至今财务费用率	28
图表 53 公司分品类营收预测	29
图表 54 各公司 2016-21H1 营收规模 (亿元)	30
图表 55 各公司 2016-21H1 归母净利润规模 (亿元)	30
图表 56 公司 PE-TTM 走势	30
图表 57 可比公司一致预期 PE 水平	31

五洲特纸投资摘要

特种纸是造纸行业中的“特种兵”，下游定价体系同大宗纸品不同。特种纸源于1945年美国国立现金出纳机公司研制成功的无碳复写纸，产品性质属于“纸基材料”，相比大宗纸品具有以下特点：(1) 独特技术和专门制造，对生产设备要求高，技术难度大，资金投入多，附加值比较高；(2) 用途的针对性较强，与普通纸相比市场容量偏小；(3) 具有独特的性能，客户专业化。基于以上特点，特种纸在下游定价同大宗纸品不同，具备一定自主定价而非完全市场定价的特质，附加值更高，传导原材料波动能力更强，不受销售半径制约，最终带来特种纸与大宗纸品估值体系不同。

基于良好供需关系，主要增长驱动来自于扩产。我国特种纸产业发展晚于欧美，在中小企业出清、头部企业成长的结构变化下，特种纸增速高于大宗纸品，头部特种纸公司增速高于特纸行业。2019年我国特种纸及纸板生产量709万吨，同比增长2.01%；2010-2019年产量CAGR为13.32%，而我国造纸产业整体2014-2019年产量由1.05亿吨提升至1.08亿吨，CAGR约0.56%。我们以五家特纸公司为例，2015-2020年收入CAGR达11%，核心产品产能利用率饱满，五洲及仙鹤资本开支加大。同时值得关注的是，在国产化设备及技术进步背景下，我国特纸产业贸易顺差在2009年出现，并且持续扩大，近10年出口CAGR可达约17%，全球目前有2000多种特种纸，我国特种纸品种仅有600多种，横向、纵向提升空间广阔。

食品包装纸是特纸中高增长、大空间赛道，将长期受益于以纸代塑等趋势。食品包装是特种纸第一大细分领域；2019年占比近26%，2011年至2019年市场规模从107.38万吨增长至205.40万吨，CAGR为8.45%，并且呈现加速趋势。食品包装是特纸行业高景气赛道，未来有三大长期驱动力，分别是响应碳中和碳达峰政策，愈发频繁临近的限塑禁塑政策、连锁快餐及新式茶饮增长，以及电子、药品包装等领域延伸，纸基材料具有原材料资源丰富、成本低、产品易回收降解、无污染的特点，是性价比最合适的替代材料。从格局角度，具备新进入者壁垒高特点：1) 生产端，对于横向切入，大宗造纸厂大型纸机不具备成本优势，食品包装纸以销定产，规格型号众多，根据小批量多批次需要灵活排产；对于新进入者，设备高度定制、生产高度依赖技改及灵活调整；2) 销售端，基于下游客户对自身品牌及食品包装安全高度重视特点，具备高度定制、合作粘性及磨合成本高，尤其是欧美系客户，要求FSC认证等，已有供应商有合作壁垒，在大客户体系内有多SKU扩张先发优势。

五洲是特纸中食品包装龙头，高景气赛道产能跨越式提升，效率优势持续放大。从ROE和ROA角度，五洲近年持续位居行业首位，效率优势及壁垒凸显。我们不能无视各公司战略，对财务指标一概而论。(1) 从生产形态角度，仙鹤股份具备优异的多品类生产能力，单产线至少能适应2-3种纸基材料切换，经营策略以多品类推进为主，稳健抗风险能力强；五洲着力推动优势拳头产品食品包装，根据赛道容量大、增速高特性重点发力，避免纸机频繁改动、切换，从而在生产车速、单线产值、人均产值表现亮眼。(2) 技改要求高是行业特性，新设备定制化要求高，旧设备成本大幅低于新设备但依赖技改，公司特点是拥有以创始人为核心，专业涵盖机械、设备、自动化、产品研发的一只年富力强的团队，通过进口二手设备实现降低投入及生产成本，故在ROA角度领跑行业。



估值接近历史低点，市场并未给公司新一轮高成长及壁垒合理预期。公司核心产品食品包装 2017-2020 年产能利用率分别为 97%/100%/102%/100%，2021 年总体在手产能 85 万吨，此外，2021 年 12 月，公司 50 万吨高端食品包装产能投产，预计在 2022 年集中释放，20 万吨牛奶液包项目预计 23H2 投产，公司 2021-2024 年进入产能集中释放期，订单承接能力获得阶梯式提升。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 4.29/6.96/9.22 亿元，同比+26.7%/62.4%/32.4%，增速跑赢行业，对应 PE 分别为 17.1X、10.5X、8.0X。公司当前估值接近历史低点，市场并未给公司特纸壁垒以及成长性合理预期，根据市场一致预期，文化纸龙头太阳纸业 21-23 年 PE 分别为 9.2X、8.2X、7.5X，特种纸中，仙鹤股份对应 PE 分别为 21X、18X、15X，华旺科技由于市场给与地产链估值，对应 PE 分别为 11.5X、9.7X、8.3X，公司估值在绝对和相对位置，具备高安全边际以及较大修复空间。

1 特种纸中的食品包装纸龙头

深耕特种纸中的食品包装纸,产能瓶颈打开,进入高速成长期。五洲特纸于2008年1月在浙江衢州成立,2020年11月登陆上交所。公司专注于特种纸研发、生产及销售,经过十余年的产业深耕,现已拥有食品包装纸、格拉辛纸、描图纸,转移印花纸以及文化纸五大系列产品,是食品包装纸细分领域最大生产厂家,属于公司优势拳头产品,同时公司在多个细分赛道排名居前。目前公司下设浙江五星、江西五星两家主要生产子公司,建成7条原纸生产线,并有50万吨食品包装纸已于2021年12月9日投产,预计到今年年底将形成135万吨原纸总生产能力,优势产能获得跨越式提升。

图表1 公司主要产品介绍

产品类别	产品名称	产品简介	示意图
食品包装纸	餐盒纸	主要用于餐饮包装盒的制作,如外卖餐盒、打包盒等,具有防水、防油、高强度、高松厚度的特点。	
	面碗纸	主要用于生产方便食品纸桶、外卖纸碗等。	
	吸水纸	主要用于生产食品药品瓶盖防潮垫、杯垫等。	
	纸杯纸	用于制作休闲食品包装及纸杯,如优乐美等饮料杯、冰激凌纸杯、航空公司纸杯、企业定制纸杯等;此外,还可用于制造即饮饮料行业的饮料杯、纸杯盖或吸管等。	
	纸芯纸	主要用于生产卫生纸纸芯,达到食品级卫生标准,可以防止卫生纸发生二次污染。	
	纸筒纸	主要用于休闲食品包装桶的制作,如薯片桶、饼干桶等。	
标签离型纸	格拉辛纸	主要用作商品标签底纸或物流标签底纸等,具有强度和透光度好、质地均匀致密、平滑度和光泽度高、伸缩率小、抗油性好等特点。	
描图纸	高档包装纸	用作高档印刷、包装、制作广告和图册插页等,具有纸面平滑、强韧、透明度高、耐磨耐水、纸质均匀等特性。	
	工业描图纸	用于描绘工程或机械设计图。	

转移印花纸	转印纸	主要用于纺织品转印以及数码喷绘，具有耐高温性能和低伸缩率，原纸的一面具有高平滑度，制成的产品清晰、光亮。	
特种文化纸	双胶纸	主要用于教辅教材、党政期刊、儿童图书、商品说明书以及办公复印纸。	

资料来源：公司公告，华安证券研究所

复盘公司发展历程，可主要分为三个阶段：

(1) 2008-2016 发展初期：特种纸业务初具规模，省外扩张产能

2003 年赵氏家族创立浙江五星进入特种纸领域，2008 年衢州五洲特种纸业有限公司成立，期间位于浙江衢州的两个生产基地共积累产能 34.7 万吨，业务初具规模。2014 年江西五星成立开启省外布局，公司通过投资建设位于江西九江的第三基地实现进一步产能扩张。

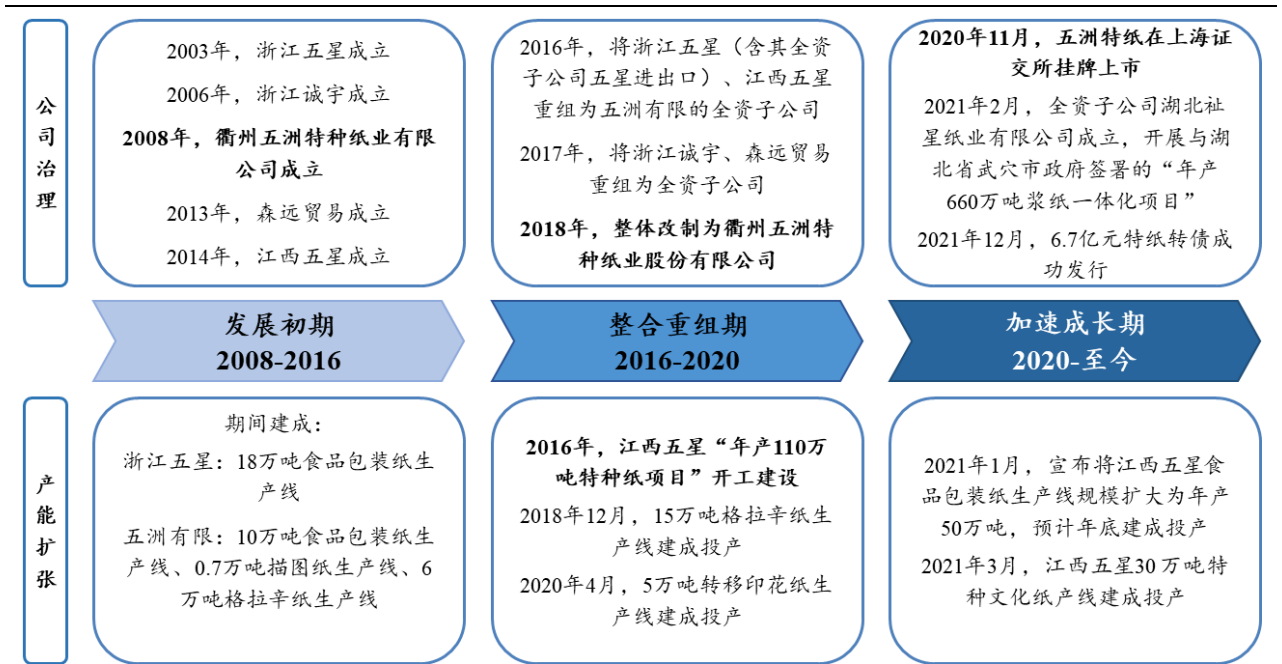
(2) 2016-2020 整合重组期：产能规模有序扩张，资产重组冲刺上市

2016 年，江西五星“年产 110 万吨特种纸项目”开工建设，15 万吨格拉辛纸生产线和 5 万吨转移印花纸生产线已分别于 2018 年 12 月、2020 年 4 月建成投产。为计划上市，于 2016 年将浙江五星、江西五星重组为五洲有限的全资子公司，2017 年将浙江诚宇、森远贸易重组为全资子公司，并在 2018 年整体改制为衢州五洲特种纸业股份有限公司。

(3) 2020 至今 加速成长期：上市推动加速扩产，产品矩阵持续拓宽

2020 年 11 月，五洲特纸在上交所挂牌上市，融资渠道拓宽。2021 年 2 月，全资子公司湖北祉星纸业有限公司成立，年产 660 万吨浆纸一体化项目预启动。3 月，江西五星 30 万吨特种文化纸产线建成投产，同时 50 万吨食品包装纸生产线已于 12 月 9 日建成，产品线愈发丰富，公司成长势头强劲。

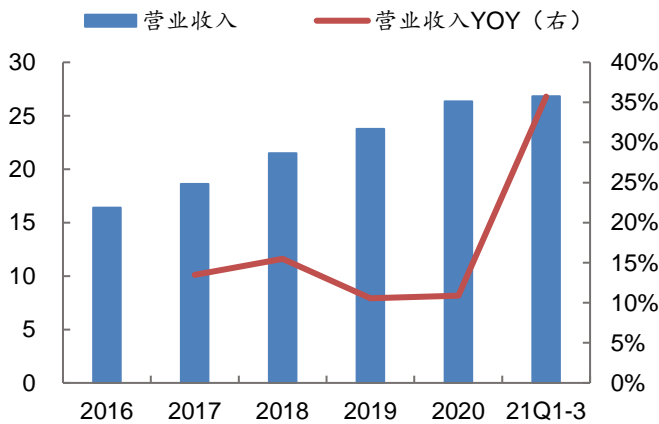
图表 2 公司发展历程



资料来源：公司公告，华安证券研究所

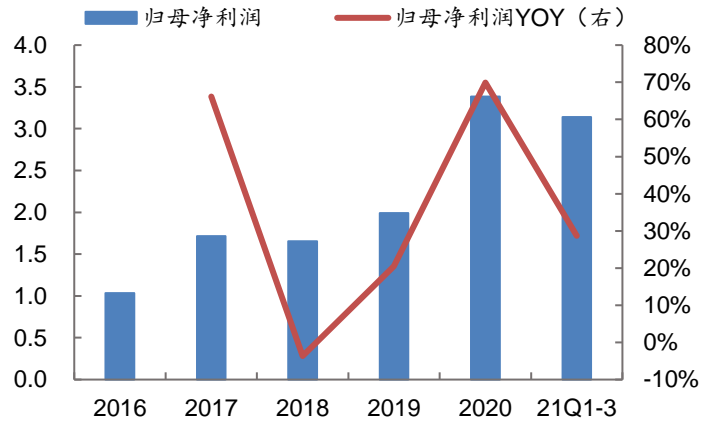
上市以后新产能加速投放，进入高速成长期。收入方面，2016-2020年，公司营业收入为16.40/18.61/21.49/23.76/26.35亿元，四年CAGR达12.59%；2021年前三季度公司实现营收26.84亿元，同比增幅高达35.72%。公司营收规模的增长主要来源于新增产线投产以及产能爬坡。归母净利润方面，2016-2020年，归母净利润为1.03/1.72/1.65/1.99/3.39亿元，四年CAGR35.25%；2021年前三季度公司归母净利润达3.14亿元，同比增幅28.69%。预计随着文化纸产线产能爬坡、50万吨食品包装纸建成投产，公司业绩有望持续增长。

图表3 2016-2021Q3 公司营收及增速 (亿元, %)



资料来源: wind, 华安证券研究所

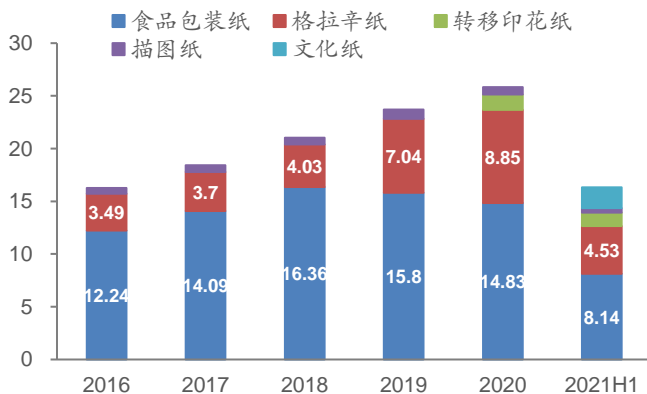
图表4 2016-2021Q3 公司归母净利润及增速 (亿元, %)



资料来源: wind, 华安证券研究所

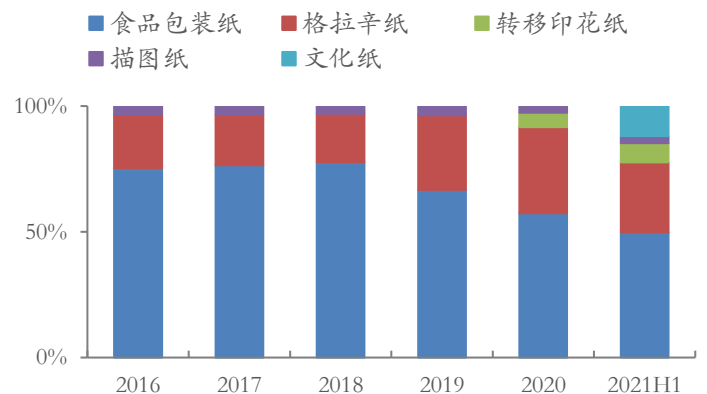
收入结构来看，食品包装和格拉辛纸是最主要收入来源。2016-2020年，食品包装纸、格拉辛纸、描图纸、转印纸及四块业务构成公司主要营收，2020年其营收占比分别为56.3%/33.57%/2.66%/5.51%。2019年江西五星格拉辛纸产线投产后，格拉辛纸营收占比开始稳步上升，成为公司目前主要收入增长点，与食品包装纸形成共同支撑。2021年3月公司30万吨特种文化纸投产，截至2021年6月底已实现营收1.96亿元，占比11.92%。此外，公司近年来积极开拓海外市场，2016-2020年境外收入占主营业务收入比分别为6.11%/6.07%/8.85%/11.53%/8.57%，公司产品主要出口至印度、马来西亚、韩国。

图表5 2016-21H1 公司分品类营收 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表6 2016-201H1 公司营收结构



资料来源: wind, 华安证券研究所

主要成本为木浆，公司通过主动管理平抑利润率波动。成本中原材料占比常年维持 79%以上，其中木浆占比常年维持 70%-75%，低位囤浆增厚利润空间。特种纸对木浆要求较高，通常使用海外进口的优质针叶浆、阔叶浆等。公司生产成本中 79%以上来源于直接材料，而直接材料中又以木浆为主，占比约为 70%-75%。故进口木浆价格的波动将显著影响公司的盈利空间。复盘公司近年来毛利率走势，2018 年浆价大幅上涨拉低整体毛利率，2019-2020 年浆价回落至低位横盘整理，公司盈利能力相应得到修复。20Q4-21H1，浆价再次大幅上涨，但公司在 2020 年浆价低位时提前进行了充足的木浆储备，2020 年公司存货中原材料储备达到 3.74 亿元，同比增长 217.52%，使得公司在 21H1 仍能保持较高的毛利率水平 (25.03%)。21Q3，随着低价木浆耗用见底，高价浆在生产中的占比提升，成本上涨导致毛利率承压，21Q3 毛利率下滑至 11.07%，同比-7.01pct。

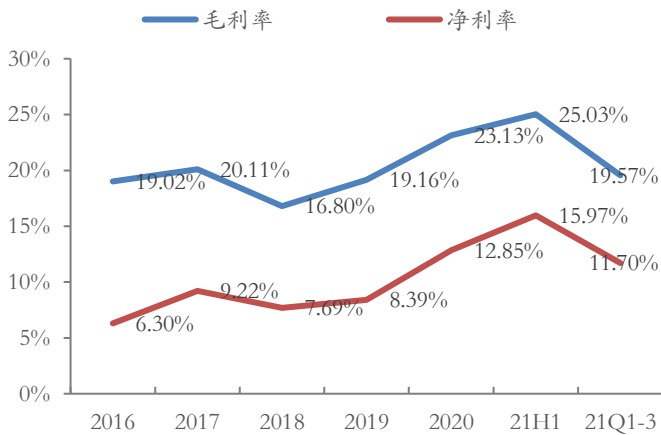
图表 7 公司主营成本构成

	2017	2018	2019	20H1	2020	21H1
直接材料	82.04%	84.90%	81.13%	79.44%	79.12%	73.82%
其中：木浆	70.12%	74.95%	71.43%	69.83%	-	-
直接人工	2.04%	1.76%	2.37%	2.57%	2.53%	2.43%
制造费用	15.91%	13.34%	16.50%	17.98%	18.35%	18.18%
运费、包装费						5.56%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

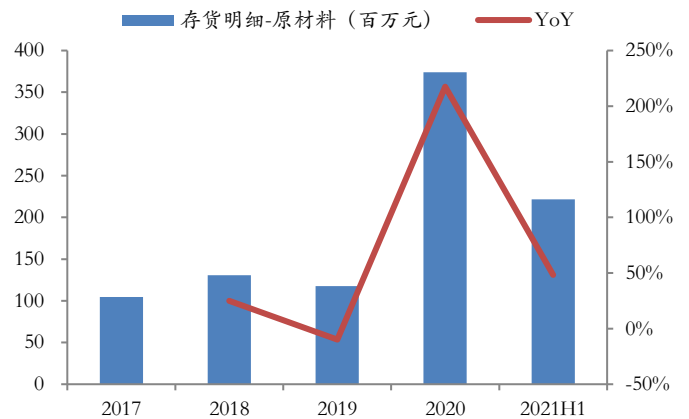
注：2020 年及以后公司未公开披露木浆成本占比

图表 8 2016 年至今公司毛利率与净利率走势



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 9 2017-21H1 公司存货中原材料金额及增速



资料来源：wind，华安证券研究所

成本端敏感性分析：直接材料每波动 5 个点，毛利率反向波动约 3 个点。以 2020 年度财务数据为基础，假设其他条件均不发生变化，公司直接材料价格变动对毛利率的敏感性分析如下。

图表 10 直接材料价格变动对毛利率的敏感性分析

直接材料价格变动率	食品包装纸		格拉辛纸		描图纸		转移印花纸		合计	
	变动后的毛利率	影响毛利率百分点	变动后的毛利率	影响毛利率百分点	变动后的毛利率	影响毛利率百分点	变动后的毛利率	影响毛利率百分点	变动后的毛利率	影响毛利率百分点
-10%	32.92%	6.15	23.65%	6.04	44.41%	3.46	22.04%	6.52	29.45%	6.06
-5%	29.84%	3.08	20.63%	3.02	42.68%	1.73	18.78%	3.26	26.42%	3.03
0	26.77%	-	17.61%	-	40.95%	-	15.52%	-	23.38%	-
5%	23.69%	-3.08	14.59%	-3.02	39.22%	-1.73	12.27%	-3.26	20.35%	-3.03
10%	20.62%	-6.15	11.56%	-6.04	37.49%	-3.46	9.01%	-6.52	17.32%	-6.06

资料来源：公司公告，华安证券研究所

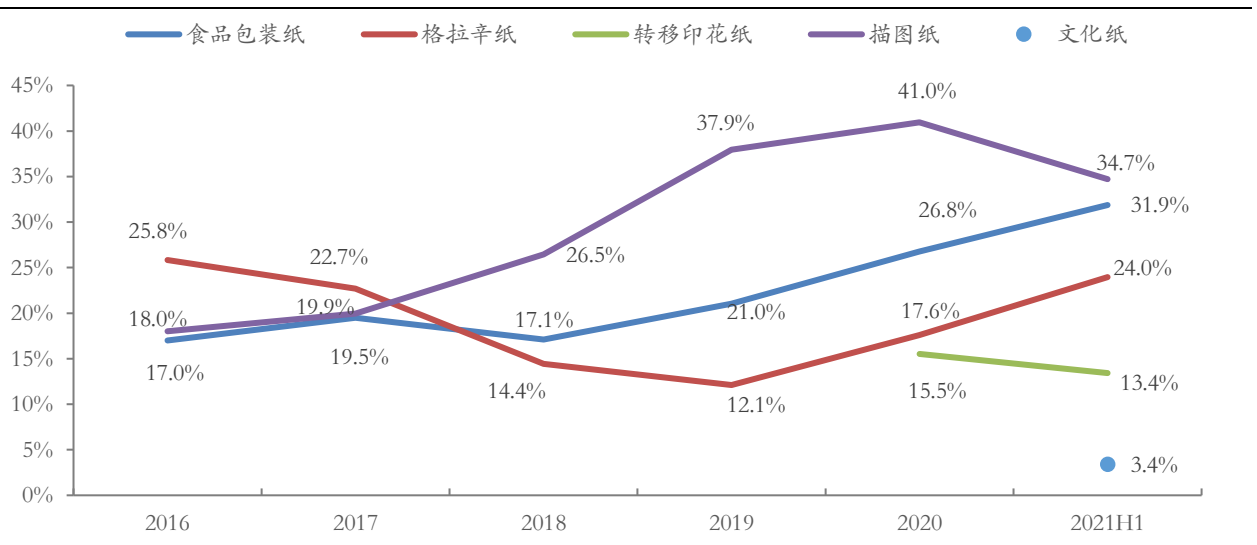
分产品来看，产品间细分市场供需关系差异导致毛利率走势分化。公司毛利率贡献主要来源于食品包装纸，由于各类产品细分市场供需关系不同，因此不同产品毛利率波动的幅度和趋势存在一定差异。具体来看：

1) 食品包装纸：优势拳头产品，毛利率近年稳步增长。毛利率走势基本与公司综合毛利率走势吻合，食品包装纸下游需求近年持续保持较快增长，行业竞争格局较为稳定。截至 21H1，公司食品包装纸产能 28 万吨/年，产能利用率 96.64%，产销率 93.2%，近年产能利用率持续维持高位。

2) 格拉辛纸：伴随产能爬坡，毛利率加速提升。2019 年公司格拉辛纸毛利率下降主要系江西五星格拉辛纸产线于 2019 年上半年投产，当年尚未满负荷生产，产品单位成本较高，产能利用率较低导致。2020 年，随着江西五星格拉辛纸生产线产能逐渐释放，规模效应导致公司格拉辛纸毛利率有所提升。截至 21H1，公司格拉辛纸产能 21 万吨/年，产能利用率 67.71%，产销率 87.62%。

3) 描图纸：描图纸产品毛利率最高，主因下游需求较为稳定。且国内描图纸生产企业较少，近两年个别生产厂商因种种原因退出市场，剩余描图纸生产企业议价能力增强所致。截至 21H1，公司格拉辛纸产能 0.7 万吨/年，产能利用率 86%，产销率 94.88%。

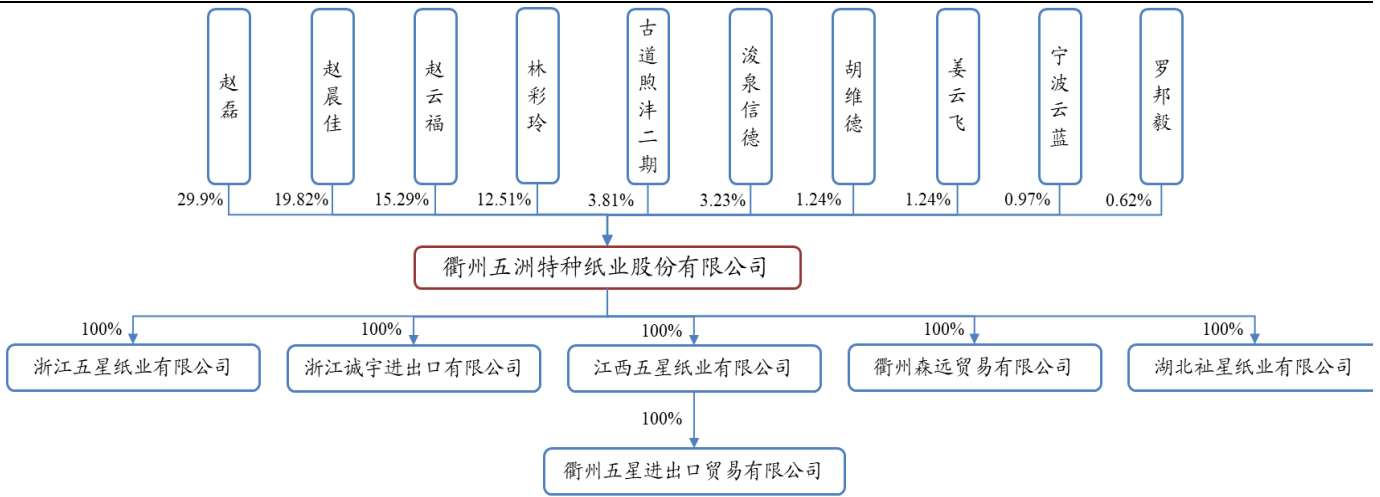
图表 11 2016-21H1 公司各产品毛利率走势



资料来源：wind，华安证券研究所

股权稳定集中，家族核心成员参与公司管理。公司是家族控制企业，控股股东、实际控制人为赵云福、林彩玲、赵磊、赵晨佳。创始人赵磊直接持有公司 29.90% 的股权，并通过员工持股平台宁波云蓝间接持有 0.14% 的股权，目前担任公司法人、董事长及总经理；赵云福、林彩玲现任公司董事，直接持股比例分别为 15.29%、12.51%；赵晨佳直接持有公司 19.82% 的股份。赵云福与林彩玲系夫妻关系，赵晨佳系赵云福与林彩玲之女，赵磊与赵晨佳系夫妻关系。4 位控股股东合计持股 77.52%，股权较为集中，对公司控制能力强。

图表 12 公司股权结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

以创始人核心，年富力强的技术团队。公司管理层的特色，是拥有一支以创始人核心，经验丰富的生产和研发团队，核心技术人员均有 15 年以上造纸工作经验，对产品研发和工艺创新有深刻的理解和认识，团队专业涵盖机械、设备、自动化、电气仪表、软件开发、产品研发，通过进口二手设备进行技改，降低固定资产投入以及生产成本，以技改能力形成极强壁垒。公司董事长、总经理赵磊在造纸行业从业多年，作为核心技术人员亲身参与设备技改，积极拓展引进康师傅等大客户，现年 38 岁，核心管理层年富力强；副总经理徐喜中、张宴臣作为核心技术人员，在造纸行业拥有丰富的技术经验和管理经验；公司董秘兼财务总监张海峡有多年金融从业和公司董秘经验。

图表 13 公司现任董事、高管履历

姓名	职位	履历
赵磊	董事长、总经理	历任浙江五星副经理，浙江诚宇执行董事、经理，江西五星监事，九江诚宇物流有限公司经理，五洲特纸董事、总经理； 现任五洲特纸董事长、总经理 ，浙江诚宇执行董事、经理，森远贸易执行董事、经理，五星进出口执行董事、经理，宁波云蓝执行事务合伙人。
林彩玲	董事	历任温岭县冠城精工电机厂副经理，温岭市沪光电缆有限公司监事，温岭市华南电缆厂经理，森远贸易经理，江西五星监事，浙江五星经理； 现任五洲特纸董事 ，温岭市华南电缆有限公司监事，香港盛源贸易有限公司董事，江西五星副董事长，浙江五星监事，九江诚宇物流有限公司监事。
赵云福	董事	历任温岭县冠城精工电机厂经理，温岭市沪光电缆有限公司执行董事、经理，浙江五

		星执行董事、经理,江西五星董事长、总经理,五洲特纸董事长; 现任五洲特纸董事 ,温岭市华南电缆有限公司执行董事、经理,九江诚宇物流有限公司执行董事、经理,江西五星董事。
赵鑫	董事	历任海通证券股份有限公司投资银行部项目经理、高级项目经理、副总裁、高级副总裁、董事; 现任五洲特纸董事 ,上海博重管理咨询有限公司执行董事、总经理,浙江古道资产管理有限公司执行董事、总经理,苏州京滨光电科技股份有限公司董事。
张宴臣	副总	制浆造纸工艺工程师.历任金城造纸股份有限公司技术员,工程师,主任;玖龙控股有限公司厂长,副总经理;辽宁兴东纸业有限公司常务副总;江西五星纸业有限公司副总经理; 现任衢州五洲特种纸业股份有限公司副总经理。
曹亮	副总	历任浙江五星纸业有限公司销售经理;衢州五洲特种纸业股份有限公司销售总监;衢州五洲特种纸业股份有限公司销售总监; 现任职衢州五洲特种纸业股份有限公司副总经理。
徐喜中	副总	历任浙江亚伦集团股份有限公司工人、科员、车间主任、分厂厂长、副总经理、总经理兼副董事长,安徽华邦特种纸业有限公司总经理,浙江五星副总经理,浙江佳维康特种纸有限公司总经理,浙江五星总经理助理; 现任五洲特纸副总经理。
张海峡	财务总监、董秘	历任海通证券股份有限公司交易员,摩根士丹利私人银行部门职员,烟台齐达渔业有限公司副总经理,山东安源水产股份有限公司副总经理、董事会秘书,蓬莱嘉信染料化工股份有限公司副总经理、董事会秘书,衢州五洲特种纸业有限公司总经理助理; 现任五洲特纸财务总监、董事会秘书。

资料来源:公司公告,华安证券研究所

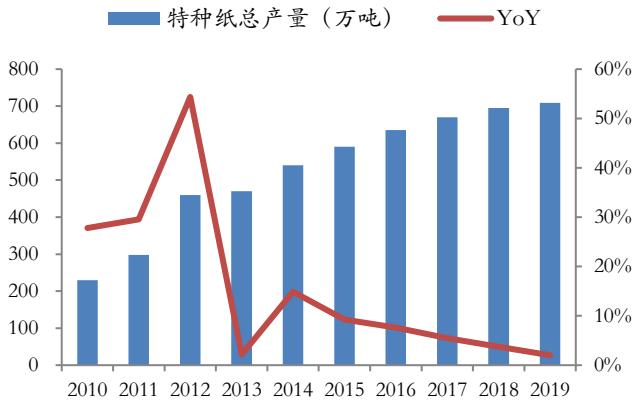
2 赛道高景气,客户高壁垒

特种纸: 研发生产以及客户构筑双重壁垒

特种纸: 造纸行业中的特种兵, 基于下游用途特殊、生产难度大, 定价体系与普通大宗纸品有明显区别, 具备自主定价而非完全市场供需定价的特点。特种纸源于1945年美国国立现金出纳机公司研制成功的无碳复写纸, 1969年《工业及特种纸》一书中, 把具有特殊性质、适合特别部门应用的纸种, 归纳为特种纸, 是造纸工业中的高科技产品, 一般是经过特殊的抄造工艺、或添加特殊的原料、或特殊的工序(涂布或复合或加工), 生产出满足特定用途的纸张。通常, 特种纸相比工业大宗纸品具有以下特点: (1) 独特技术和专门制造, 对生产设备要求高, 技术难度大, 资金投入多, 附加值比较高; (2) 用途的针对性较强, 与普通纸相比市场容量偏小; (3) 具有独特的性能, 客户是专业化的。

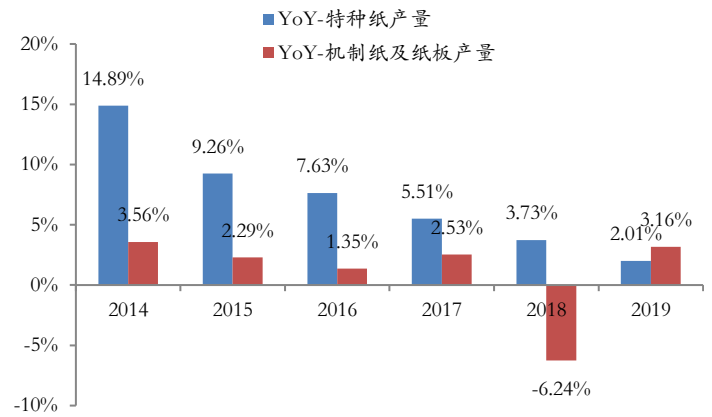
特种纸行业规模增速大于造纸行业整体, 9年CAGR达到13.32%的水平。我国特种纸行业起步较晚, 但较高的盈利水平和广阔的市场前景推动了整个产业链的迅速扩张。根据中国造纸协会数据, 2019年我国特种纸及纸板生产量709万吨, 同比增长2.01%; 2010-2019年产量CAGR为13.32%, 且期间内特种纸的产量增速快于纸及纸板, 行业的增长潜力较大。

图表 14 2010-2020 年我国特种纸产量及增速



资料来源：中国造纸协会，华安证券研究所

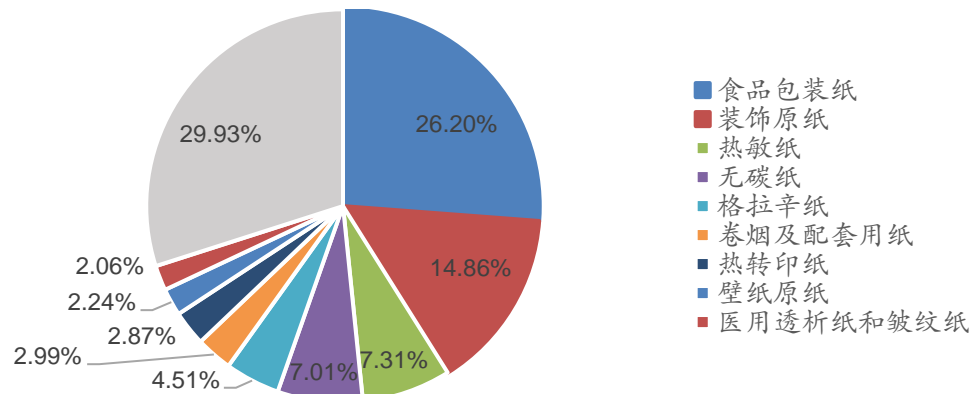
图表 15 特种纸与机制纸及纸板产量增速对比



资料来源：中国造纸协会，国家统计局，华安证券研究所

食品包装纸、装饰原纸、热敏纸及无碳纸是我国主要特种纸品类。特种纸可根据应用领域细分为：食品包装纸及医疗包装纸等特种包装用纸，装饰原纸及壁纸原纸等建筑用纸，无碳纸及热敏纸等商务交流用纸，格拉辛纸等标签用纸，热转印纸等印刷用纸，卷烟纸及卷烟配套用纸等烟草用纸。2019 年我国食品包装纸、装饰原纸、热敏纸及无碳纸产量合计特种纸产量的比为 55.38%，为我国特种纸的主要品类。

图表 16 2019 年我国特种纸各细分品类产量占比



资料来源：恒达新材招股说明书，华安证券研究所

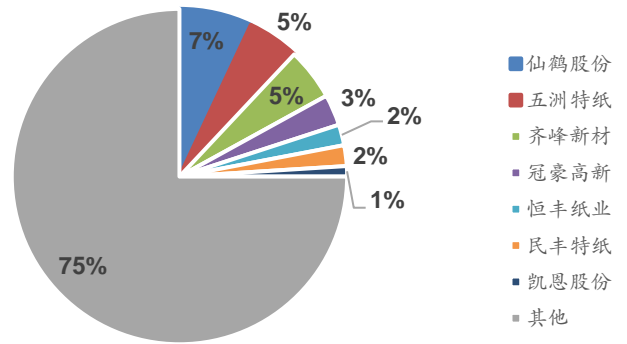
从竞争格局来看：(1) 行业以中小型企业为主，山东、浙江两省为重镇。国内特种纸厂家多以中小企业为主，且主要分布在山东、浙江、河南、江苏、广东等地区，以上地区的特种纸产量合计占全国特种纸总产量九成。(2) 低端市场同质化竞争激烈，中高端市场逐渐形成以品质为导向的竞争。虽然行业中参与者多以中小型企业为主，但经过近几年激烈的市场竞争和产业的快速升级，市场竞争格局也出现分化。目前国内仅有少数具有规模的特种纸企业进行高品质特种纸的研发生产，行业竞争主要体现在产品品质等方面，如产品适印性、遮盖性、色牢度、批量稳定性等方面。在我国特种纸日趋细分化、专业度要求提升的趋势下，产品结构逐步向中高端倾斜。

图表 17 我国特种纸行业厂商分布

地区	特种纸厂商特点	合计产能规模
山东	多为大宗纸生产商的分厂/子公司	接近90% 其中山东+浙江地区 产能占比超过50%
浙江	特种纸厂商数量众多	
河南		
江苏	特种纸厂商以外资居多	
广东	主要是一些后加工的企业	

资料来源：公司公告，华安证券研究所

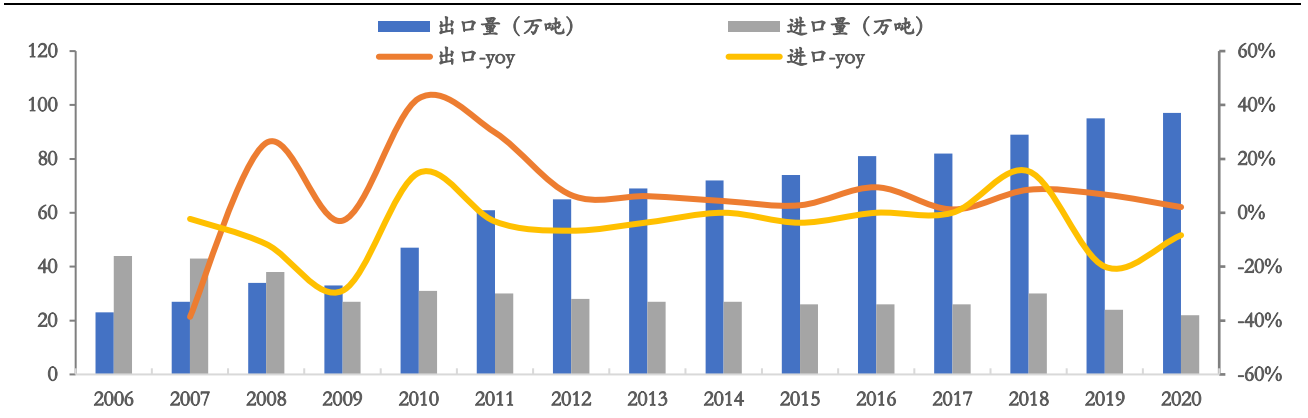
图表 18 国内特种纸行业竞争格局



资料来源：公司公告，华安证券研究所

出口成为亮点，特种纸出口量近 10 年增长 CAGR 达 17%。当前特种纸行业技术及装备水平均有大幅提高，从过去的主要依靠进口到目前的主要特种纸产品均已实现了国产化。根据中国造纸工业年度报告数据，2009 年之前特种纸主要依靠进口，出口份额较低；2009 年特种纸首次实现净出口，之后每年逐渐扩大出口顺差。2020 年我国特种纸出口量达到了 97 万吨，同比增长 2%。我国特种纸净出口量 10 年间 CAGR 达到 16.7%。全球目前有 2000 多种特种纸，而且每年新增上百个品牌，我国特种纸品种仅有 600 多种。因此，**提高产品技术含量、拓展特种纸细分纸种，实现全面进口替代**将为我国特种纸行业提供较大增长空间。

图表 19 2006-2020 年我国特种纸进出口情况



资料来源：中国造纸工业年度报告，华安证券研究所

特种纸中的食品包装：空间大、高增长的优质细分赛道

全球以纸代塑大趋势下，纸基材料是性价比最合适的替代材料。2020 年史上最严“限塑令”出台，要求重点城市的公共场合及全国餐饮行业禁止使用一次性不可降解塑料制品，同时 2022-2025 年禁止范围将逐步扩大至全国，并推广使用纸袋、纸盒等非塑料制品作为替代。除我国之外，其他国家和地区近年来也纷纷发布或收紧限塑令，限塑是全球性的不可逆趋势。纸基材料具有原材料资源丰富、成本低、产品易回收降解、无污染的特点，是性价比最合适的替代材料。

图表 20 我国限塑令具体细则

禁止使用的塑料制品	2020年底	2022年底	2025年底
不可降解塑料袋	直辖市、省会城市、计划单列市城市建成区的商场、超市、药店、书店等场所以及餐饮打包外卖服务和各类展会活动使用不可降解塑料袋	范围扩大至地级以上城市建成区和沿海地区县城建成区	扩大至上述区域的集贸市场禁止使用不可降解塑料袋。鼓励有条件的地方停止使用不可降解的塑料袋
一次性塑料餐具	全国范围餐饮行业使用不可降解一次性塑料吸管。地级以上城市建成区、景区景点的餐饮堂食服务禁止使用不可降解一次性塑料餐具	扩大至县城建成区、景区景点餐饮堂食服务，禁止使用不可降解一次性塑料餐具	地级以上城市餐饮外卖领域不可降解一次性塑料餐具消耗强度下降30%
宾馆、酒店一次性塑料用品	-	全国范围内星级宾馆、酒店等场所不再主动提供一次性塑料用品。可通过设置自助购买机、提供续充型洗洁剂等方式提供相关服务	扩大至所有宾馆、酒店、民宿
快递、塑料包装	-	北上广、江浙、福建等省市的邮政快递网点，先行禁止使用不可降解的塑料包装袋。一次性塑料编织袋，降低不可降解的塑料胶带使用量	全国范围内邮政网点禁止使用不可降解的塑料包装袋、塑料胶带、一次性塑料编织袋等

资料来源：发改委，华安证券研究所

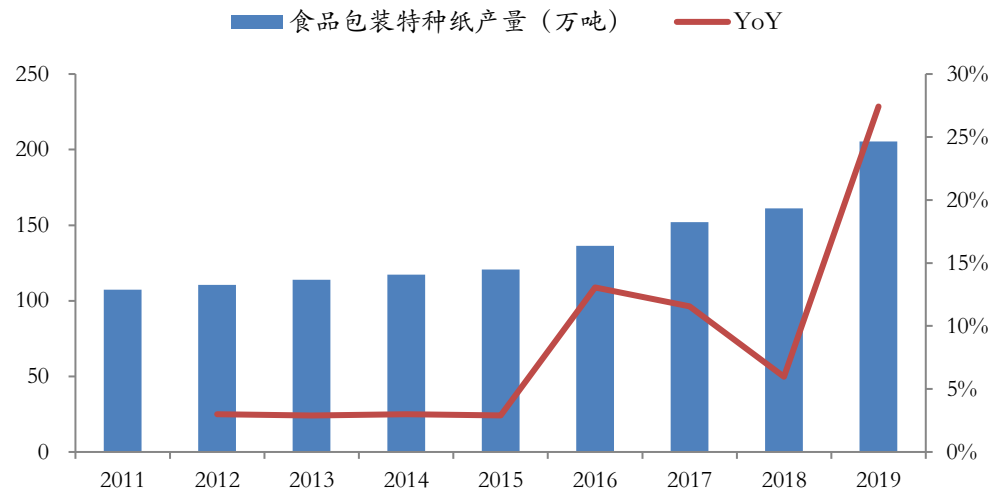
图表 21 其他国家及地区限塑令举例

国家/地区	时间	相关政策	主要内容
欧盟	2015年	限塑指令	2019年底，欧盟国家居民每人每年消耗塑料袋不超过90个；2025年消耗量减少到40个
	2018年	控制塑料废弃法令	自2021年起，全面禁止成员国使用吸管、餐具等10种一次性塑料制品，由纸、秸秆或可重复使用的硬塑料代替。到2025年，一次性塑料瓶回收率达到90%
韩国	2010年	再生计量收费垃圾袋销售制度	超市不得免费提供一次性塑料袋
	2019年	关于节约资源及促进资源回收利用的法律修正案	规定2000家大型超市和1.1万家面积超过165平方米的超市全面禁用一次性塑料袋，违规商家将处以最高300万韩元的罚款
泰国	2019年	限塑令	自2020年起，75个品牌的百货商店、超市及便利店不再向顾客提供一次性塑料袋，争取2021年实现全国禁塑

资料来源：各国政府官网，华安证券研究所

我国食品包装特种纸行业空间大、增速高。食品包装是特种纸中的第一大细分领域，2019年占比接近26.2%。近年来，我国食品包装原纸市场规模呈加速增长趋势，2011年至2019年我国食品包装特种纸市场规模从107.38万吨增长至205.40万吨，CAGR为8.45%。

图表 22 2011-2019 年我国食品包装特种纸产量



资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

食品卡是食品包装纸中的细分行业，纸代塑及消费升级趋势下景气度较高。具体来看：

(1)食品级白卡替代塑料包装的空间巨大。食品级白卡相对于一般的白卡而言，对纸张质量要求更高，因此除了作为食品包装外，还可以应用于对人体安全及卫生要求较高的产品包装上，如医疗、日用消费品等方面。具体来看：

1) 食品卡替代传统的食品塑料外包装。以外卖包装为例，目前商家包装材料仍以塑料为主。2019 年全国外卖平台订单约 143 亿单，按平均每单消耗 3.27 个一次性塑料餐盒计算，年度塑料盒消耗量为 469 亿只。假设单个纸包装餐盒克重 20g，则外卖塑料餐盒的替代需求为 94 万吨食品卡需求，带来需求增量 12.6%。此外，根据《关于进一步加强塑料污染治理的意见》要求，到 2025 年底，全国多数范围禁止使用不可降解塑料袋，减少不可降解一次性塑料餐具消耗强度下降 30%。根据测算可得，若 2025 年外卖盒白卡纸渗透率达到 70%，则食品白卡纸需求量为 145 万吨。

图表 23 食品白卡替代外卖外包装的需求测算

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
外卖订单数 (亿单)	143	171	202	232	262	288	317
YoY		20%	18%	15%	13%	10%	10%
外卖餐盒 (亿个)	468	559	660	759	857	943	1037
餐盒克重 (克)	20	20	20	20	20	20	20
渗透率		20%	30%	40%	50%	60%	70%
卡纸替代量 (万吨)		22.4	39.6	60.7	85.7	113.2	145.2

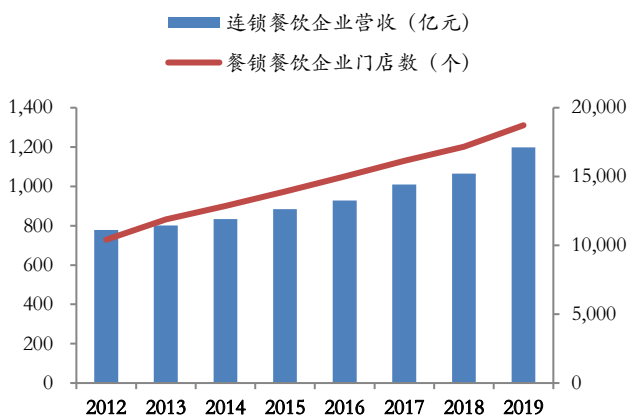
资料来源：中研网，华安证券研究所

注：假设 2020 年纸盒渗透率为 20%，之后每年渗透率提升 10%

2) 连锁快餐、新式茶饮等市场的规模扩张推动食品包装纸的需求不断增长。近年来快节奏城市生活下，连锁快餐、新式茶饮等逐渐成为餐饮的新兴趋势与潮流。国家统计局数据显示，202-2019 年我国连锁快餐行业收入 CAGR 为 6.35%，门店数量也由 2012 年的 1.04 万个增加至 2019 年的 1.87 万个。同时，以麦当劳、肯德基等为代表的西式餐饮巨头在我国门店数量也在不断增加。未来随着国际快餐行业企业在我国门店数量的进一步增加以及我国本土连锁快餐企业的快速发展，餐盒、纸杯、防油纸等食品包装纸的需求量将进一步增加。

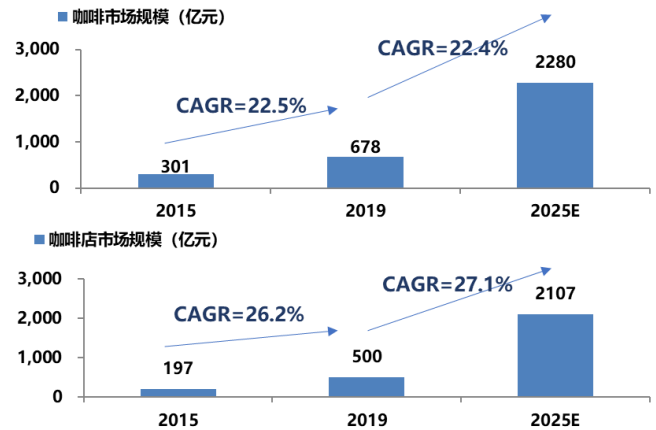
消费升级趋势下，冲调类饮品（咖啡、新式茶饮）作为休闲社交的重要方式近年来得到了快速发展。以咖啡为例，根据沙利文发布的《2020 中国新茶饮行业发展白皮书》，2019 年中国咖啡市场规模达到 678 亿元，预计 2025 年，中国咖啡市场的规模将达到 2,280 亿元；2015-2019 年国内咖啡店市场规模由 197 亿元增长至 500 亿元，CAGR 为 26%；预计 2019-2025 年，中国咖啡店市场将增长至 2,107 亿元，CAGR 将达到 27%，具有较大的市场空间。而此类饮品的外包装主要为纸杯，冲调类饮品市场规模的快速扩大，将直接带动食品包装纸（纸杯纸等）需求的增加。

图表 24 2012-2019 年我国连锁餐饮企业门店数及营收



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图表 25 我国咖啡及咖啡店市场规模 (亿元)

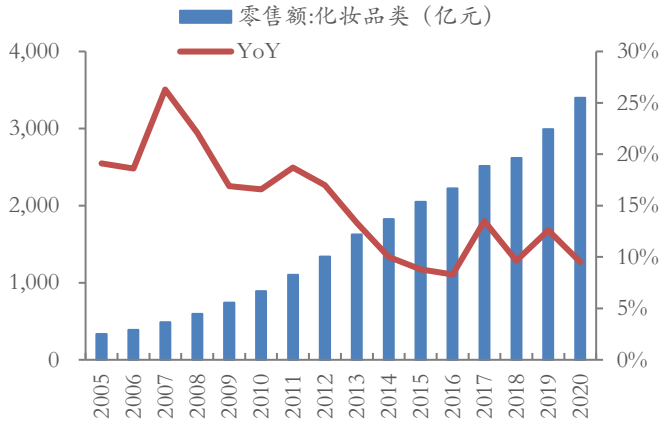


资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

3) 除食品外包装外，经涂布后的食品白卡可用于电子、化妆品、药品等消费类包装纸。相较未涂布的食品包装纸，涂布食品包装纸具有更好的印刷效果，可广泛应用于日用品、消费类电子等产品的外包装。此外，由于以食品级原纸为基础，相较于非食品级产品，该产品健康、安全、环保特性更加明显。

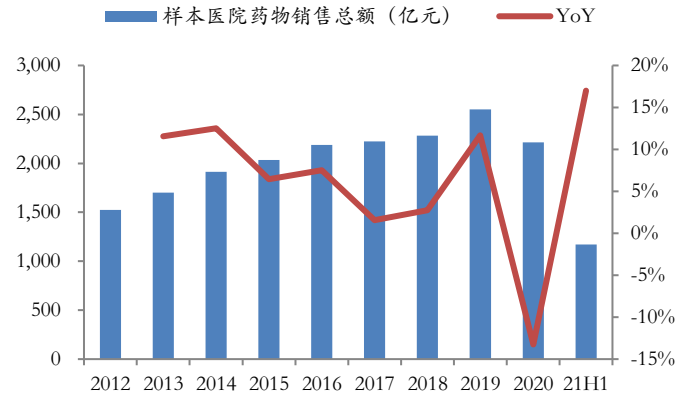
随着电子消费类产品更新换代的步伐不断加快，电子消费类产品销量的提升将带动配套包装市场的增长。另外，根据国家统计局的数据，2020 年中国日用品类零售总额达到 6,504 亿元，同比增长 7.5%，化妆品类零售额达到 3,400 亿元，同比增长 9.5%。随着居民生活水平的不断提高，消费类产品不断丰富，其对包装的需求量也将随之增长。食品级白卡还可应用于药品包装。随着人口老龄化进程加快，新药开发力度加大，社会医保体系不断健全，我国医药工业将继续保持一定的增长。根据国家统计局的数据，2020 年，中国中西药品类零售总额达到 5,355 亿元，同比增长 7.8%。医药行业规模的增长将带动药品包装纸需求的增长。根据《中国包装》的数据，2019 年我国医疗包装原纸产量 16.18 万吨，同比增长 17%，2015-2019 年中国医用包装纸 CAGR 高达 20%。

图表 26 社零消费总额累计值：化妆品类



资料来源: wind, 华安证券研究所

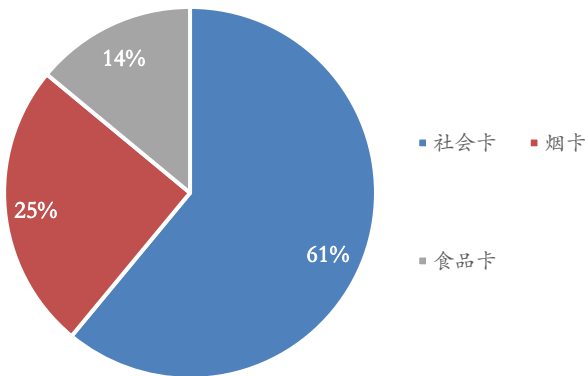
图表 27 我国样本医院药物销售总额突破 2000 亿元



资料来源: 米内数据, 华安证券研究所

(2) 格局角度: 相比社会卡, 食品卡竞争格局更优。白卡纸按用途分类可分为社会卡、烟卡和食品卡。社会卡占比约 61%, 主要用于酒类、药品、消费电子、化妆品包装; 烟卡占比 25%, 主要用于国内卷烟包装; 食品卡占比约 14%, 应用于各种食品级包装, 以及对人体安全及卫生要求较高的产品包装上。

图表 28 社会卡、烟卡及食品卡占比



资料来源: 卓创资讯, 华安证券研究所

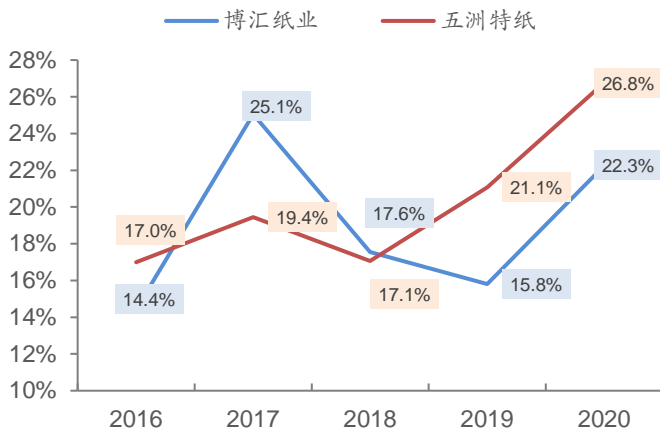
图表 29 食品卡与社会卡对比

	食品卡	社会卡
客户	通过大贸易商经销	直接面对客户, 直销
产品质量	出于食品安全考虑, 要求严格, 不允许添加荧光增白剂	要求白度比较高, 往往会添加荧光增白剂等其他添加剂
生产模式	定制化满足客户需求, 多规格多种类, 需要科学排抄	一般使用大型高速造纸机进行大批量生产, 定制化程度低
价格	看重质量与安全性, 客户粘性高, 对价格不敏感	竞争以成本和价格为主

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

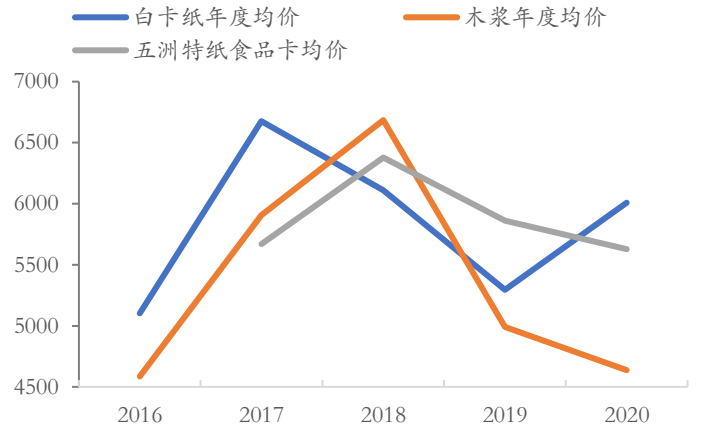
总结来看, 食品卡相比社会卡具有价格波动幅度小、客户粘性大且价格敏感度高、产品质量要求高等特点, 使得食品卡 1) 竞争更关注产品质量与客户壁垒, 而社会卡竞争往往集中在价格上。2) 纸价波动幅度小于大宗白卡纸。对比博汇纸业 (以生产社会卡为主) 的白卡纸业务与公司食品卡业务年度毛利率走势, 可以发现 2018 年后五洲特纸的食品卡毛利率显著高于社会卡毛利率; 对比大宗白卡与公司食品卡年度均价走势也可发现食品卡相比大宗白卡纸价的波动幅度更小; 对比木浆均价走势, 可以发现在浆价下降时, 食品卡均价下降幅度远小于浆价与大宗白卡纸价的降幅。更优的竞争格局使得食品卡均价波动幅度小, 从而在一定程度上保障毛利率的稳定性。

图表 30 公司与博汇纸业白卡毛利率对比



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 31 公司食品卡均价变动幅度更小 (元/吨)



资料来源: wind, 华安证券研究所

公司在食品包装纸持续深耕，生产、销售构筑核心壁垒

行业格局: 规模超百万吨, 特种纸企业将持续主导。食品级卡纸(下称食品卡)下游主要用途为方便面碗、咖啡杯、打包盒餐类, 目前未涂布类食品卡市场规模约在 110 万吨左右, 且处于快速增长中。当前食品卡细分领域内规模纸企主要有五洲特纸、太阳纸业、宜宾纸业、仙鹤股份等。市场参与者主要分为两类: 第一类是以五洲特纸、仙鹤股份为代表的特种纸企业; 第二类是老牌大宗纸/白卡纸企, 代表公司有太阳纸业、晨鸣纸业和博汇纸业等。**特种纸企业将持续维持主导, 主要基于:**

1) 特大型纸机难以形成成本优势, 食品卡模式基本为以销定产, 规格型号繁多, 需要小批量多批次排产;

2) 下游客户不同, 食品卡客户对自身品牌及包装安全高度重视, 同纸基供应商多为长期合作, 定制化开发, 需要较长时间积累。

公司是食品卡纸细分领域龙头。截至 2020 年底, 公司食品卡(未涂布类)产能为 28 万吨, 对应市场 110 万吨规模, 约有近 30% 市占率。在建产能中, 江西五星基地 50 万吨食品包装纸已于 2021 年 12 月 9 日投产, 公司 2021 年底总产能将达到 78 万吨; 此外公司的 20 万吨液体包装纸项目将于 2023 年下半年投产。

图表 32 公司食品包装纸产能梳理

分类	定位	现有产能	规划产能	备注
五洲特纸	食品包装纸	10		未涂布, 如方便面纸碗、普通纸杯、外卖餐盒等用纸等
	液体包装纸		20	液包高端用纸, 涂布
浙江五星	食品包装纸	18		未涂布, 如方便面纸碗、普通纸杯、外卖餐盒等用纸等
江西五星	食品包装纸	50		补齐部分未涂布产能缺口, 并且新增涂布产线

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

高客户壁垒：深度绑定康师傅、统一等大客户。食品包装纸行业的壁垒不仅在生产技术端，还体现在客户端。下游大客户因对其自身品牌的重视和对食品包装安全的考虑，对供应商的生产能力、技术水平、资金实力、生产工艺、卫生条件、产品品质、人员素质及管理能力的要求都很高，考核期较长。且一旦达成合作协议往往是长期且大批量的订单，轻易不会更换供应商。

公司下游客户主要是工厂客户，且为大型高端企业客户。经过 10 年的客户开拓积累，公司与康师傅、统一等大客户达成了长期且稳定的合作。根据网站交流信息，**以康师傅为例，康师傅 90% 以上的面碗用纸采购量由公司提供。**近年来康师傅+统一的合计销售占比均超过 20%。

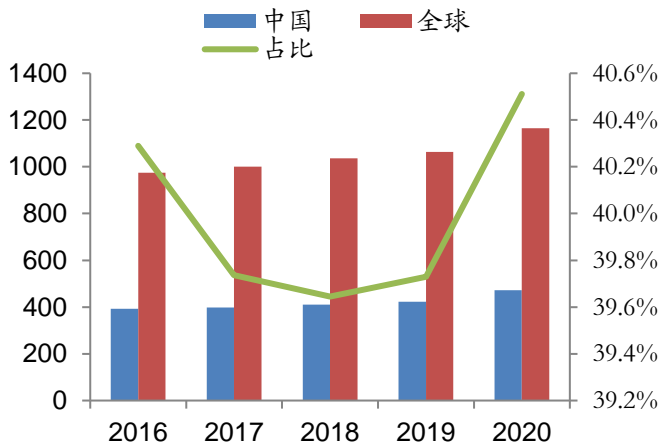
图表 33 公司康师傅、统一系客户销售额及占比

客户	属性	2017		2018		2019		21H1	
		销售额	占比	销售额	占比	销售额	占比	销售额	占比
顶正包材	康师傅系	3.17	17.1%	3.94	18.3%	4.00	16.9%	1.97	17.1%
统奕包装	统一系	0.74	4.0%	0.94	4.4%	0.96	4.1%	0.49	4.3%
合计		3.91	21%	4.88	23%	4.97	21%	2.46	21%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

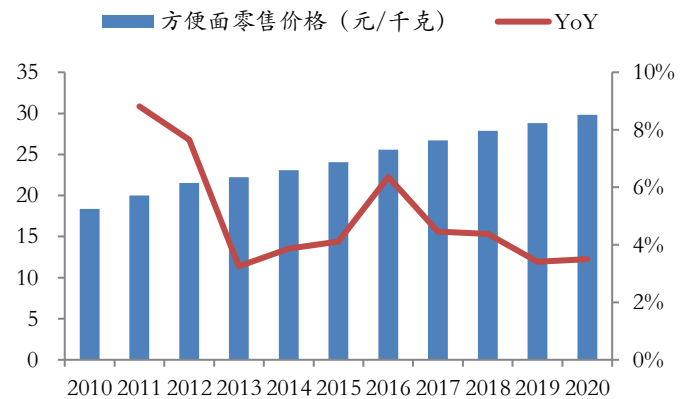
方便面等方便速食销售回暖，大客户 SKU 众多，具备纸基替代潜在空间。方便面需求自 2016 年后开始回暖，2020 年疫情爆发刺激方便面等方便速食需求增长，全球方便面需求量上涨至 1165.5 亿份，较 2016 年增长了 19.59%。我国是全球方便面消费量最高的国家，2020 年国内方便面需求量占全球约 39.76% 的份额。根据弗若斯特沙利文公司预测，2021 年中国方便面市场规模将达到 937 亿元，2016-2021 年 CAGR 约为 2.9%，中国方便面市场规模整体呈现量价齐升的趋势。根据欧睿数据，2010 年到 2020 年，我国方便面零售价格由 18.38 元/kg 提升至 29.84 元/kg，CAGR 为 5.0%。而容器面作为方便面中的中高端产品，自 2012 年以来，在整个方便面市场中的份额不断提升，预计 2021 年容器面占整个方便面市场的 48.90%，市场规模将达到 458 亿元。容器面生产企业将迎来行业发展机遇，而作为其直接原材料的面碗纸的市场需求量也将持续增加，市场前景良好。

图表 34 全球及中国方便面需求量 (亿份)



资料来源：世界方便面协会 (WINA)，华安证券研究所

图表 35 我国方便面零售价格逐年稳健增长

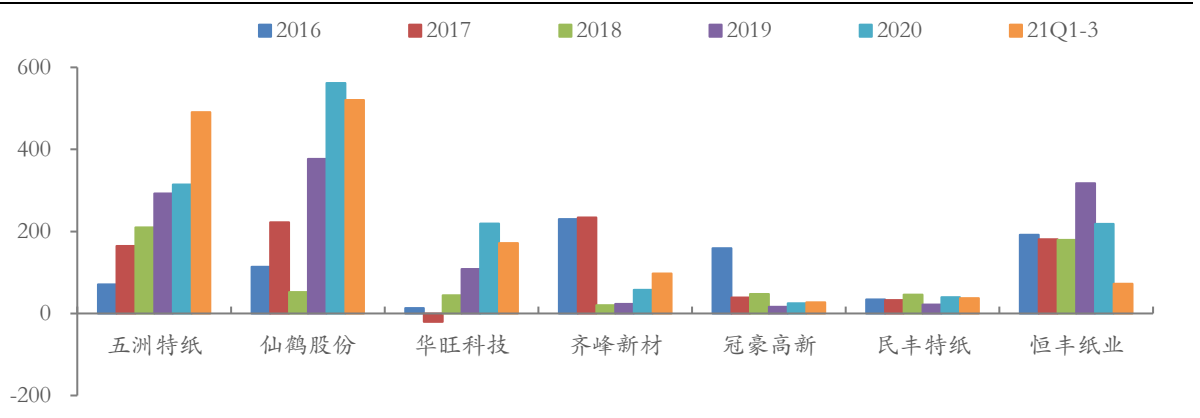


资料来源：欧睿，华安证券研究所

3 产能跨越式增长突破瓶颈，进入加速成长期

公司资本开支逐年提升，助力产能扩张的有序进行。公司自 2016 年以来资本开支逐年提升，由 2016 年的 0.78 亿元提升至 2020 年的 3.15 亿元，四年 CAGR 高达 45.2%。2021 年为公司产能投放大年，前三季度公司合计资本开支达到 4.91 亿元，是 2020 年全年的 1.6 倍。与友商相比，公司资本开支力度处于行业领先水平，也保障了公司产能顺利扩张。

图表 36 各公司 2016-21Q1-3 资本开支情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

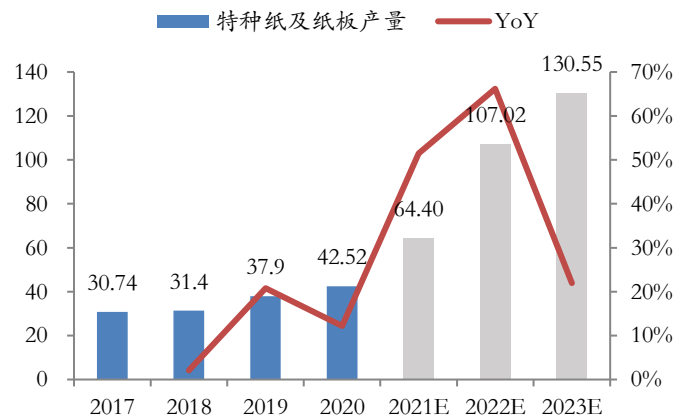
三大生产基地合计约 135 万吨产能，预计 2022 年产量将突破百万吨。目前公司拥有五洲特纸（本部）、浙江五星和江西五星三大生产基地，预计 2021 年底产能合计 135 万吨。其中包含 78 万吨食品包装纸、21 万吨格拉辛纸、30 万吨特种文化纸、5 万吨转印纸和 0.7 万吨描图纸。2021-2023 年是公司产能的集中释放与爬坡阶段，根据公司 IPO 募投项目与可转债项目披露的投产后预期产能利用率，我们预计公司 2021-2023 年每年可实现 64.4、107.02 及 130.55 万吨产量。

图表 37 公司产能分布图



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 38 公司 2017-2023E 特种纸产量 (万吨)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

注: 2021E-2023E 的产量为预测值, 根据公司募投及可转债项目投产后三年产能利用率计算

食品包装今年产能利用率维持高位，具备一定供给缺口。公司近年来产能利用率、产销率已近饱和，以食品包装纸为例，2017-2020 年公司食品包装纸产能利用率分别为 96.79%、99.50%、102.20%和 93.57%。（2020 年产能利用率下滑是因为当年有新增产能投产处于产能爬坡期）。产销率分别为 99.2%、99.6%、101.9%和 100.6%。公司产能利用率饱和、产销率良好，具备一定供给缺口。

图表 39 分品类产能及产销量梳理

	2017	2018	2019	2020	21H1
食品包装纸					
产能	25.88	25.88	25.88	28	14
产量	25.05	25.75	26.45	26.2	13.53
产能利用率	96.8%	99.5%	102.2%	93.6%	96.6%
销量	24.85	25.65	26.96	26.35	12.61
产销率	99.2%	99.6%	101.9%	100.6%	93.2%
格拉辛纸					
产能	5.14	5.14	20.61	21	10.5
产量	5.01	5.06	10.87	12.91	7.11
产能利用率	97.5%	98.4%	52.7%	61.5%	67.7%
销量	5.02	4.94	9.82	13.8	6.23
产销率	100.2%	97.6%	90.3%	106.9%	87.6%
描图纸					
产能	0.54	0.54	0.54	0.54	0.35
产量	0.68	0.57	0.59	0.58	0.35
产能利用率	125.9%	105.6%	109.3%	107.4%	100.0%
销量	0.65	0.53	0.66	0.56	0.35
产销率	95.6%	93.0%	111.9%	96.6%	100.0%
转移印花纸					
产能				5	2.5
产量				2.83	2.15
产能利用率				56.6%	86.0%
销量				2.64	2.04
产销率				93.3%	94.9%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

新增产线及项目：

(1) 江西五星 50 万吨食品包装纸项目。50 万吨食品包装纸可在目前食品包装纸的基础上新增涂布工艺。涂布类包装纸具有更好的印刷效果，可广泛应用于食品、医药、消费类电子等产品的外包装，市场用途更加广泛。此外，公司现有客户中有较大的涂布类需求，因此涂布类食品卡投产后，可以通过挖掘现有客户产能消化。

(2) 浙江 20 万吨液体包装项目。20 万吨液体包装纸项目定位液包高端用纸，较一般的食品包装在挺度、防水、防潮、防渗透等方面具有更为优异的表现，更能适应液体类产品的包装和存储。此次投建项在积极满足现有客户的需求（康师傅、统

一均拥有规模较大的饮料业务)的同时,也将积极开拓新的用户,进一步提高公司在食品包装市场的渗透率。

图表 40 公司新增产线梳理

项目	定位	预计投产日期	总投资	产能爬坡	达产后业绩贡献 (年均)
江西50万吨食品包装纸项目	新增涂布产线,产能部分用于补充非涂布类产能缺口	2021年底	6.45亿元	投产后第一年生产负荷达到设计能力的60%; 第二年生产负荷达到设计能力的80%; 第三年及以后生产负荷达到设计能力的100%	营收: 18.38亿元 净利润: 1.24亿元
浙江20万吨液体包装纸项目	高端液体包装纸,丰富公司产品包装类产品	2023年H2	6.06亿元		营收: 11.2亿元 净利润: 1.16亿元

资料来源:公司公告,华安证券研究所

以销定产+订单充足保障公司产能消化无虞。公司主要为客户提供定制化产品,采取以销定产的经营策略。此外,公司在手订单充足,产品平均产销率达96%。以销定产+订单充足使得公司得以保持相对较低的库存商品水平,以及较高的订单覆盖率,从而保障新增产能的消化。截至2021年6月末,公司订单覆盖率为141.88%。

图表 41 公司 2018-21H1 年末订单覆盖率情况

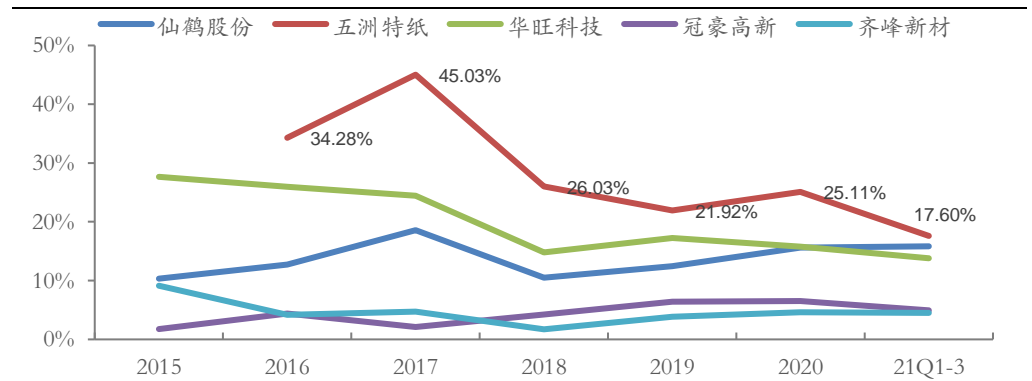
单位:百万元	2021年6月末	2020年末	2019年末	2018年末
期末库存商品余额①	208.08	36.47	87.04	78.04
期末订单金额②	295.22	196.47	102.24	170.96
订单覆盖率②/①	141.88%	538.72%	117.46%	219.07%

资料来源:公司公告,华安证券研究所

4 杜邦分析: ROE 维持行业首位

ROE 行业第一,常年保持 20%以上水平。公司 ROE 自 2016 年至今连续保持行业第一,且稳定在 20%以上。2020 年公司 ROE 为 25.11%,其他四家特种纸上市公司 ROE 平均值为 10.63%。公司 ROE 水平显著高于行业平均值。

图表 42 各公司 2015 年至今 ROE 走势



资料来源:公司公告,华安证券研究所

生产效率是公司高 ROA 的关键。

横向对比：较高的资产周转率奠定高 ROA 水平

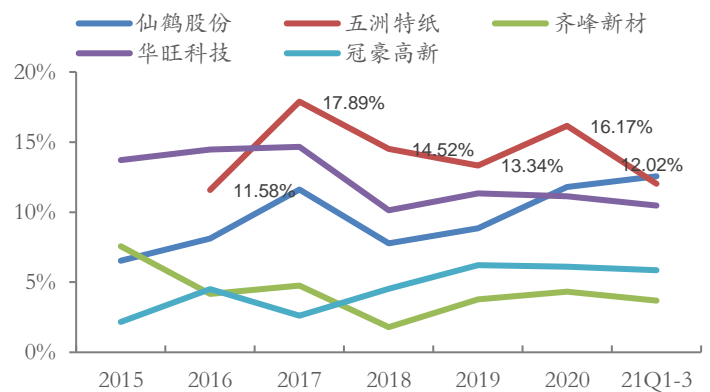
根据杜邦分析， $ROE=ROA \times \text{权益乘数}$ ，2020 年公司 ROA 为 16.17%，其他四家可比公司 ROA 平均值为 8.33%。进一步拆分 ROA，又可拆解为总资产周转率*销售净利率，公司销售净利率整体处于行业中游水平，2020 年公司销售净利率仅为 12.85%，低于华旺科技的 16.07%和仙鹤股份的 14.85%。故高 ROA 主要贡献来源于公司较高的资产周转率。

图表 43 各公司 ROE 杜邦拆解

2020年	ROE	销售净利率	总资产周转率	权益乘数
五洲特纸	25.11%	12.85%	0.89	2.19
华旺科技	15.78%	16.07%	0.60	1.63
仙鹤股份	15.62%	14.85%	0.63	1.67
冠豪高新	6.53%	7.23%	0.63	1.42
齐峰新材	4.60%	5.76%	0.62	1.31
21Q1-3	ROE	销售净利率	总资产周转率	权益乘数
五洲特纸	17.60%	11.70%	0.75	2.01
仙鹤股份	15.86%	20.76%	0.52	1.48
华旺科技	13.80%	15.87%	0.56	1.53
冠豪高新	4.92%	5.77%	0.80	1.74
齐峰新材	4.51%	5.60%	0.58	1.41

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 44 各公司 2015 年至今 ROA 走势



资料来源：wind，华安证券研究所

坚持产线自研，维持较高的资产周转率。近年来基于公司提前购置设备等生产资料，资产周转率略有下降，在产能爬坡后有望转折回升，在行业内具备明显相对优势。能够实现这一目标的核心在于公司拥有一支以创始人为核心，稳定的涵盖机械、设备、自动化、电气仪表、软件开发、产品研发等各个方面的专业团队。通过对引进二手纸机进行技改，达到降低固定资产投入和生产成本的目的。

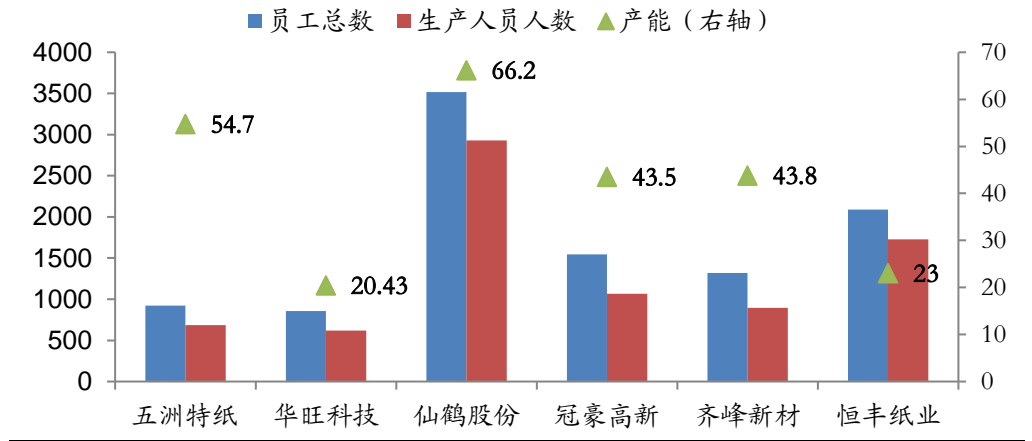
纵向对比：全方位降本增效带动销售净利率增长

由公司自身近年来杜邦拆解可知，权益乘数方面，公司权益乘数逐渐降低，资本结构得到持续优化；总资产周转率方面，公司近年产能与规模的不断扩张导致总资产规模提升，相应总资产周转率略有下滑，但仍保持在较高水平；销售净利率方面，体量的增长也使得规模优势不断凸显，且公司综合管理能力优异，降本增效执行有力，使得公司销售净利率稳步增长。

其中，公司降本增效成果显著，体现在：

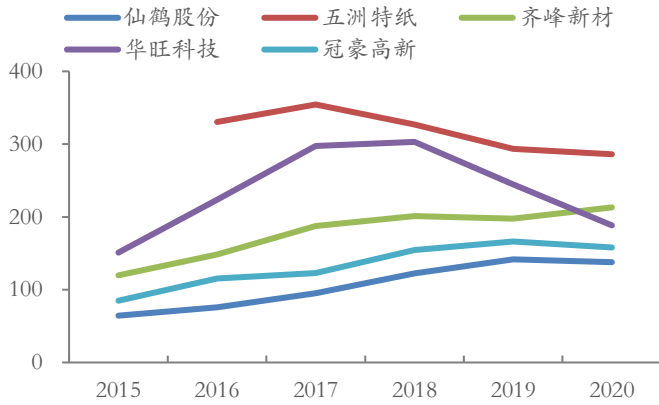
(1) 人均创收、人均创利水平并列行业首位。截至 2020 年，五洲特纸员工总数为 921 人，其中生产员工为 687 人。公司近年来无论是人均创收还是人均创利均领先于行业，2020 年公司人均创收为 286.07 万元，人均创利为 36.76 万元。

图表 45 2020 年特种纸公司总员工、生产人员数量及产能对比



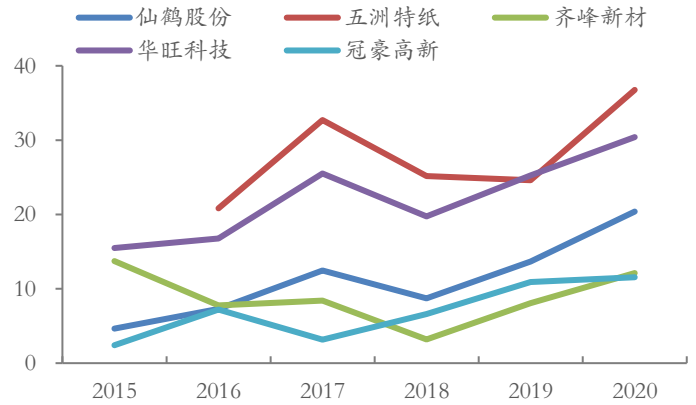
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 46 各公司 2015-2020 年人均创收情况 (万元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

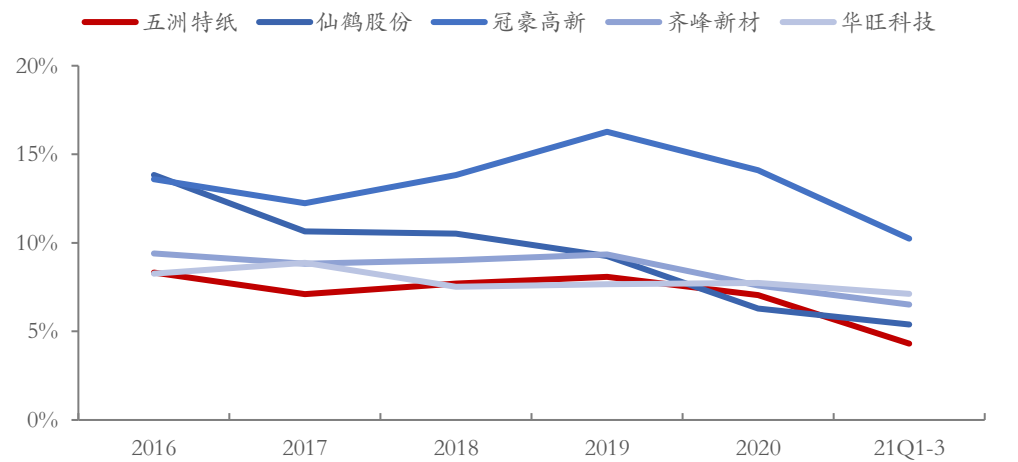
图表 47 各公司 2015-2020 年人均创利情况 (万元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

(2) 费用管控优秀, 期间费用率维持较低水平。公司费用管控良好, 期间费用率一直维持行业较低水平, 期间费用率整体保持在 7%-8% 水平。

图表 48 各公司 2016 年至今期间费用情况



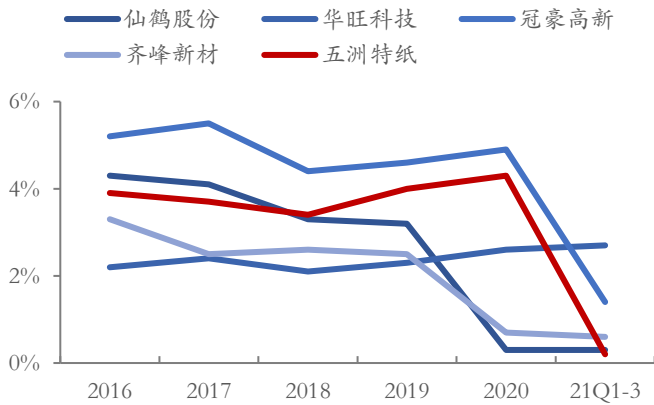
资料来源: wind, 华安证券研究所

具体来看:

1) 销售费用: 由于公司下游客户集中度较高且相对稳定, 相比友商无需进行大规模的市场开拓, 且配备的销售人员较少, 故公司销售费用率低于行业平均水平。2020年, 销售费用率下降主要因为会计调整将运费移至成本;

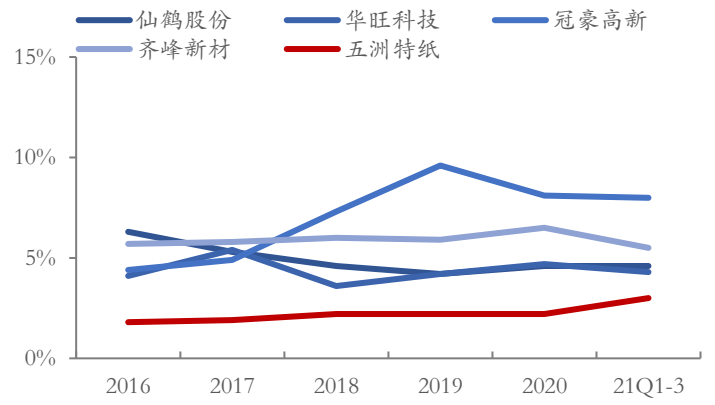
2) 管理费用: 为提高管理效率, 公司实行集团化的协同管理模式, 即母子公司的财务、行政等事项均由总部统一管理, 内部工作的高协同度降低了公司的管理费用; 此外, 公司办公场所较为集中, 办公楼账面价值较低, 折旧费用相应偏低, 导致公司管理费用率低于同行业可比上市公司平均水平;

图表 49 各公司 2016 至今销售费用率



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 50 各公司 2016 至今管理费用率

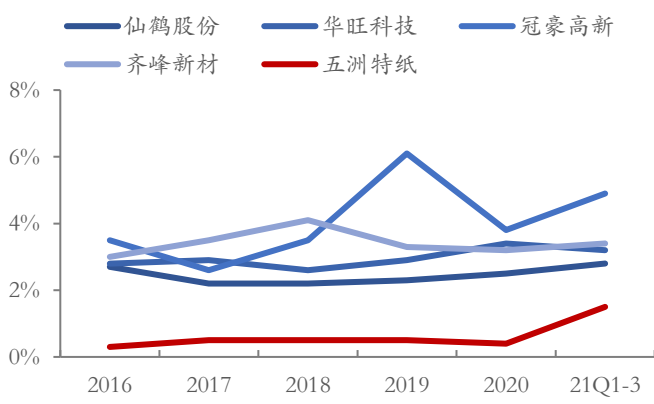


资料来源: wind, 华安证券研究所

3) 研发费用: 公司研发费用偏低主要系公司拥有十多年的生产积累, 储备了成熟的生产工艺和技术; 且公司产品种类较少, 未来随着公司生产规模扩大、产品品类丰富, 研发投入将进一步提升。

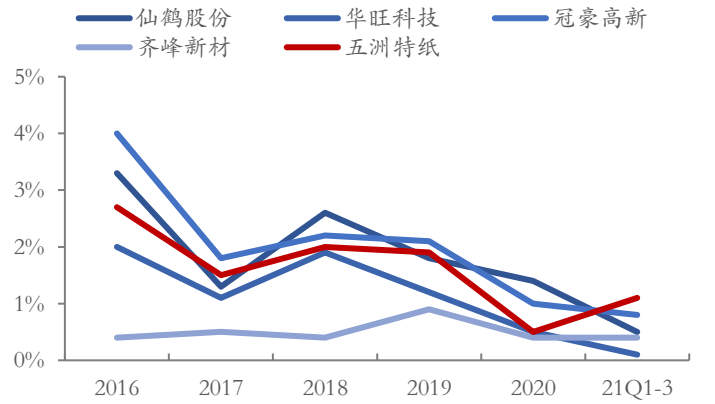
4) 财务费用: 公司上市前由于融资渠道单一, 资金需求缺口主要来自银行借款, 导致公司财务费用率高于友商平均水平; 2020年至今, 随着公司 IPO 募集资金的到位, 以及人民币兑美元汇率走强, 汇兑收益较大, 导致财务费用大幅降低。

图表 51 各公司 2016 至今研发费用率



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 52 各公司 2016 至今财务费用率



资料来源: wind, 华安证券研究所

5 盈利预测与估值探讨

盈利预测: 我们对公司主营业务, 即食品包装纸、格拉辛纸、描图纸、转移印花纸以及特种文化纸 2021-2023 年的业绩表现进行了预测。具体来看:

(1) 食品包装纸: 公司江西 50 万吨食品包装纸项目已于 2021 年 12 月投产, 预计 2022 年开始产能爬坡逐渐放量。预计 2022 年公司江西 50 万吨食品纸项目产能利用率为 70%, 2023 年实现满产满销。另外 20 万吨液体包装纸项目预计 2023 年下半年投产。

(2) 格拉辛纸: 公司未来三年内暂无格拉辛纸的新产能投建计划, 故未来三年产能以 2020 年底为准 (21 万吨)。公司最近一期格拉辛纸投产在 2019 年, 经过近两年的产能爬坡预计 2021 年能够实现满产。

(3) 描图纸与转移印花纸: 公司这两类产品产能较小, 且未来三年暂无新增产能投产计划。描图纸市场竞争格局优化, 公司议价能力有所增强, 且根据历史数据来看公司描图纸业务无论是产能利用率还是产销率已经饱和, 故预计未来三年描图纸业务能依旧延续满产满销状态。转移印花纸经过两年产能爬坡, 我们预计 2021 年产能利用率能达到 95% 左右, 2022-2023 年保持在 95% 以上。

(4) 特种文化纸: 公司 30 万吨特种文化纸项目于 2021 年 3 月底投产, 投产首年预计产能利用率为 60% 左右, 2022-2023 年预计产能将持续爬坡。

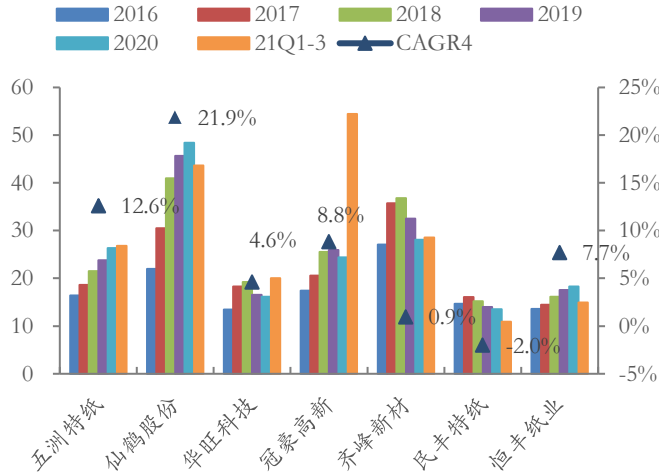
图表 53 公司分品类营收预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
食品包装纸					
收入 (亿元)	15.8	14.83	17.95	37.97	47.01
YoY	-3.4%	-6.1%	21.1%	111.5%	23.8%
毛利率	21.08%	26.77%	28.59%	25.93%	26.08%
格拉辛纸					
收入 (亿元)	7.04	8.85	12.52	13.62	14.33
YoY	74.7%	25.7%	41.5%	8.8%	5.2%
毛利率	12.07%	17.63%	16.89%	15.78%	17.41%
描图纸					
收入 (亿元)	0.86	0.7	0.71	0.69	0.75
YoY	32.3%	-18.6%	1.2%	-3.0%	9.2%
毛利率	37.21%	41.43%	32.24%	35.77%	38.26%
转移印花纸					
收入 (亿元)		1.45	2.37	2.84	2.90
YoY			63.3%	20.0%	2.1%
毛利率		15.17%	10.55%	16.69%	15.87%
特种文化纸					
收入 (亿元)			5.85	8.41	12.39
YoY				43.8%	47.2%
毛利率			2.45%	2.64%	3.43%

资料来源: wind, 华安证券研究所

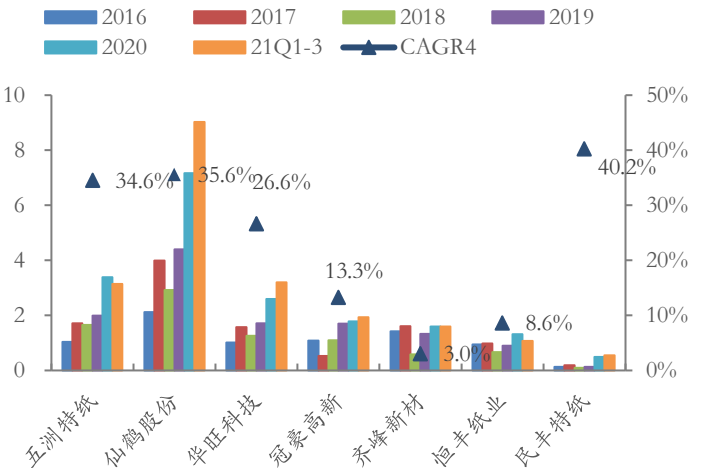
营收与利润规模处于行业中游，净利润四年 CAGR 达 34.6%。公司营收与归母净利润体量均在特种纸行业中处于中游水平，2020 年实现营收 26.35 亿元，2016-2020 年的四年营收复合增速为 12.6%。伴随产能逐渐释放，21Q1-3 收入实现 26.84 亿元，前三季度合计收入已超去年全年。2020 年公司实现归母净利润 3.39 亿元，四年 CAGR 高达 34.6%，公司净利润增速亮眼。

图表 54 各公司 2016-21H1 营收规模 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

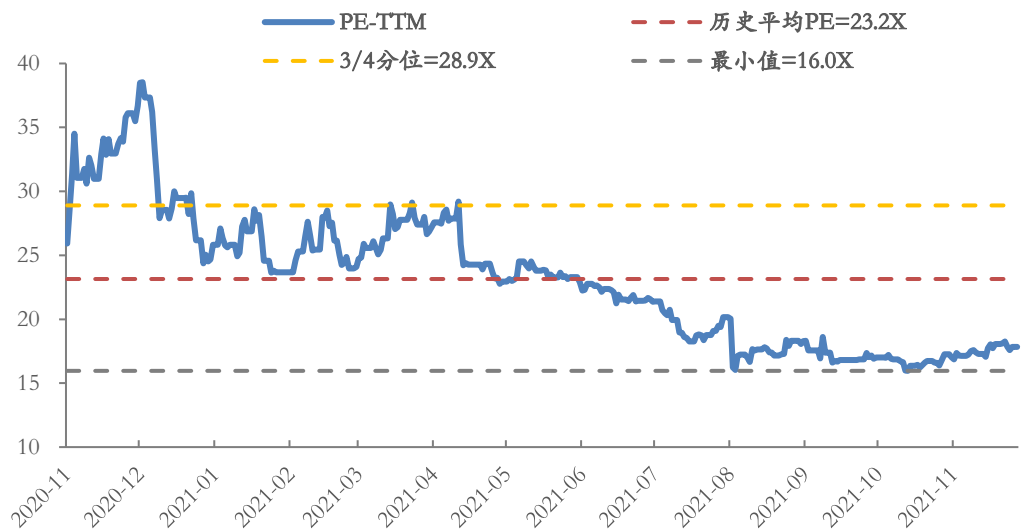
图表 55 各公司 2016-21H1 归母净利润规模 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

当前估值接近历史最低水平。从 2020 年末至今，公司 PE-TTM 走势保持震荡下行，当前 PE-TTM 为 17.96X (2021/12/13)，历史平均估值为 23.1X，接近历史低点。公司 2021 年是产能投放大年，2022-2023 为产能爬坡阶段，公司高成长预期以及壁垒认知差待修复。

图表 56 公司 PE-TTM 走势



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 57 可比公司一致预期 PE 水平

公司	股价		EPS				PE			
	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E		
五洲特纸	18.35	0.85	1.06	1.66	2.14	28.58	17.25	10.90	12.00	
仙鹤股份	36.67	1.02	1.74	2.06	2.46	24.61	21.07	17.84	14.48	
华旺科技	17.03	1.28	1.48	1.75	2.06	15.66	11.51	9.73	8.26	
冠豪高新	4.47	0.14	0.12	0.15	0.18	32.9	38.63	29.57	25.35	

资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 股价为 2021/12/13 收盘价, EPS、PE 均为 wind 一致预期

我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 4.29/6.96/9.22 亿元, 同比 +26.7%/62.4%/32.4%, 增速跑赢行业, 对应 PE 分别为 17.1X、10.5X、8.0X。从行业比较角度, 根据市场一致预期, 文化纸龙头太阳纸业 21-23 年 PE 分别为 9.2X、8.2X、7.5X, 特种纸中, 仙鹤股份对应 PE 分别为 21X、18X、15X, 华旺科技由于市场给与地产链估值, 对应 PE 分别为 11.5X、9.7X、8.3X, 公司估值在绝对和相对位置, 具备高安全边际以及较大修复空间, 首次覆盖给予 2022 年 17X 的 PE, 给予“买入”评级。

风险提示:

行业竞争加剧风险, 原材料价格大幅波动风险、产能建设不达预期风险等。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1690	1853	2758	3660	营业收入	2635	3940	6353	7737
现金	244	422	638	1025	营业成本	2025	3153	5060	6145
应收账款	451	637	1044	1272	营业税金及附加	10	20	38	35
其他应收款	2	1	2	2	销售费用	113	8	16	15
预付账款	8	32	30	31	管理费用	48	65	108	126
存货	429	450	572	750	财务费用	13	44	53	52
其他流动资产	556	312	472	581	资产减值损失	0	-8	-10	-8
非流动资产	1705	2169	2452	2749	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-7	-13	-19	-15
固定资产	1222	1165	1151	1151	营业利润	418	580	941	1238
无形资产	84	81	78	75	营业外收入	25	0	0	0
其他非流动资产	399	924	1224	1524	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	3396	4022	5210	6410	利润总额	442	580	941	1238
流动负债	1497	1692	2178	2451	所得税	104	151	245	316
短期借款	761	881	881	881	净利润	339	429	696	922
应付账款	355	484	693	808	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	381	327	604	762	归属母公司净利润	339	429	696	922
非流动负债	211	214	219	224	EBITDA	494	714	1091	1392
长期借款	120	137	142	147	EPS (元)	0.00	1.07	1.74	2.31
其他非流动负债	91	77	77	77					
负债合计	1708	1905	2397	2675					
少数股东权益	0	0	0	0	主要财务比率				
股本	400	400	400	400	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	461	461	461	461	成长能力				
留存收益	826	1255	1952	2874	营业收入	10.9%	49.5%	61.3%	21.8%
归属母公司股东权	1688	2116	2813	3735	营业利润	71.1%	38.7%	62.3%	31.5%
负债和股东权益	3396	4022	5210	6410	归属于母公司净利	69.9%	26.7%	62.4%	32.4%
					获利能力				
					毛利率 (%)	23.1%	20.0%	20.4%	20.6%
					净利率 (%)	12.9%	10.9%	11.0%	11.9%
					ROE (%)	20.1%	20.3%	24.8%	24.7%
					ROIC (%)	11.8%	14.4%	18.9%	19.9%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	50.3%	47.4%	46.0%	41.7%
					净负债比率 (%)	101.2%	90.0%	85.2%	71.6%
					流动比率	1.13	1.10	1.27	1.49
					速动比率	0.84	0.81	0.99	1.18
					营运能力				
					总资产周转率	0.78	0.98	1.22	1.21
					应收账款周转率	5.85	6.19	6.08	6.08
					应付账款周转率	5.71	6.52	7.30	7.60
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.93	1.07	1.74	2.31
					每股经营现金流	0.45	1.43	1.71	2.22
					每股净资产	4.22	5.29	7.03	9.34
					估值比率				
					P/E	26.01	17.11	10.54	7.96
					P/B	5.73	3.47	2.61	1.97
					EV/EBITDA	20.94	11.19	7.14	5.32

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：马远方，新加坡管理大学量化金融硕士，曾任职国盛证券研究所，2020年新财富轻工纺服第4名团队。2021年加入华安证券研究所，以龙头白马确立研究框架，擅长挖掘成长型企业。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出一未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。