

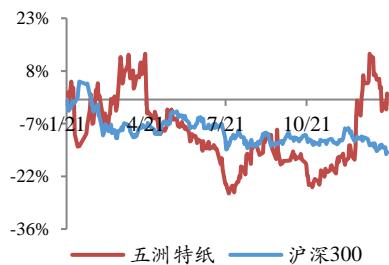
向浆纸一体化、多品类综合性特纸领军企业进发

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-01-27

收盘价（元）	22.39
近 12 个月最高/最低（元）	24.83/16.19
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）	90
流通市值（亿元）	18

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

主要观点：

- 事件：公司与汉川市人民政府签订项目投资合同书，449 万吨浆纸一体化项目落地汉川。

公司于 1 月 26 日与湖北汉川市人民政府签订《五洲特纸浆纸一体化项目投资合同书》，所涉及投资项目为“年产 449 万吨浆纸一体化项目”。**投产内容：**449 万吨浆纸产能规划 155 万吨浆和 294 万吨机制纸，以及集中供热、污水处理设施、固废综合利用、物流码头等配套公用设施。投资额约为人民币 173 亿元，公司拟通过银行融资+股权融资等方式解决资金问题。项目拟在十四五至十五五期间（6-8 年）全部建成投产。达产后公司浆纸合计产能将突破 600 万吨。

- 优势品类扩张、综合性特纸延伸，向浆纸一体化进发。

优势品类扩张：公司进一步扩产食品卡、格拉辛纸等优势纸种，巩固其在细分赛道的规模绝对领先优势；**向综合性特纸延伸：**品类扩张的多元化战略一方面优化公司产品结构，避免单一纸种带来的业绩大幅波动；另一方面则可充分消化配套的热电联产装置、实现水及热能资源的循环利用，在同等情况下实现收益的最大化。**浆纸一体化填补上游布局空缺：**产能延伸至上游制浆环节，提升原料自给率平抑浆价波动，可有效保障盈利的稳定性。

- 优选景气赛道加速扩产，进入中长期加速扩张期前夜。

公司进入中长期加速扩张期前夜，在高景气趋势下抓住行业增量。需求端：食品级白卡具备禁塑限塑、连锁餐饮增长、进口替代三大支撑，2011-2019 年行业规模由 107 万吨增长至 205 万吨，复合增速约 8.45%，在限塑等背景下增速进一步向上，预计 2030 年需求可达约 400-500 万吨。从供给格局角度，食品包装纸具备天然的工艺及销售渠道双重壁垒，公司依托以创始人为核心的技改团队，最大化成本优势，实现效率及灵活性的高度平衡；销售端，公司下游客户粘性强，同时具备认证要求严格、认证周期久等特点，行业集中度天然性较高。凭借老客户体系延伸、新客户放量继续保持领先优势。**短中期来看**，公司成长逻辑在于高景气赛道持续扩大规模及市占率；**长期来看**，能评环评指标日渐收紧，优质产能扩张的稀缺性凸显。**公司进入中长期高增长前夜，拥有高 ROE、高增长、低估值的体系性稀缺特征，具备 EPS 高增长以及估值回归双重空间。**我们预计公司 2021-2023 年实现营业收入 39.40/64.08/78.02 亿元，同比增长 49.5%/62.6%/21.8%；实现归母净利润 4.09/6.95/9.17 亿元，同比增长 20.9%/69.5%/32.0%；对应 PE 分别为 21.0X、12.38X、9.4X，维持“买入”评级。

- 风险提示

原材料价格大幅波动、产能投放不及预期。

相关报告

1. 华安证券_公司深度_五洲特纸_以纸代塑大时代下的高成长纸基材料领军企业 2021-12-14

主要财务指标	单位:百万元			
	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2635	3940	6408	7802
收入同比 (%)	10.9%	49.5%	62.6%	21.8%
归属母公司净利润	339	409	695	917
净利润同比 (%)	69.9%	20.9%	69.8%	32.0%
毛利率 (%)	23.1%	19.3%	20.2%	20.4%
ROE (%)	20.1%	19.5%	24.9%	24.7%
每股收益 (元)	0.93	1.02	1.74	2.29
P/E	26.01	21.02	12.38	9.38
P/B	5.73	4.10	3.08	2.32
EV/EBITDA	20.94	13.49	8.34	6.28

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	单位:百万元			会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	1690	1839	2750	3651	营业收入	2635	3940	6408	7802
现金	244	404	611	992	营业成本	2025	3179	5114	6214
应收账款	451	637	1053	1283	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	16
预付账款	8	32	31	31	管理费用	48	65	109	127
存货	429	454	578	758	财务费用	13	44	53	52
其他流动资产	556	312	474	585	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	-16
固定资产	1222	1165	1151	1151	营业利润	418	553	939	1231
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	4008	5202	6400	利润总额	442	553	939	1231
流动负债	1497	1697	2191	2467	所得税	104	144	244	314
短期借款	761	881	881	881	净利润	339	409	695	917
应付账款	355	488	701	817	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	381	328	609	769	归属母公司净利润	339	409	695	917
非流动负债	211	214	219	224	EBITDA	494	688	1089	1386
长期借款	120	137	142	147	EPS (元)	0.93	1.02	1.74	2.29
其他非流动负债	91	77	77	77					
负债合计	1708	1911	2410	2691					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	400	400	400	400					
资本公积	461	461	461	461					
留存收益	826	1236	1930	2847					
归属母公司股东权	1688	2097	2792	3709					
负债和股东权益	3396	4008	5202	6400					
现金流量表				主要财务比率					
会计年度	单位:百万元			会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
	2020A	2021E	2022E	2023E	成长能力				
经营活动现金流	181	555	675	884	营业收入	10.9%	49.5%	62.6%	21.8%
净利润	339	409	695	917	营业利润	71.1%	32.4%	69.7%	31.1%
折旧摊销	92	91	97	103	归属于母公司净利	69.9%	20.9%	69.8%	32.0%
财务费用	6	45	53	52	盈利能力				
投资损失	0	13	19	16	毛利率 (%)	23.1%	19.3%	20.2%	20.4%
营运资金变动	-251	-7	-199	-212	净利率 (%)	12.9%	10.4%	10.8%	11.8%
其他经营现金流	585	420	904	1137	ROE (%)	20.1%	19.5%	24.9%	24.7%
投资活动现金流	-428	-473	-419	-456	ROIC (%)	11.8%	13.9%	18.9%	19.9%
资本支出	-315	-550	-380	-400	偿债能力				
长期投资	0	90	-20	-40	资产负债率 (%)	50.3%	47.7%	46.3%	42.0%
其他投资现金流	-113	-13	-19	-16	净负债比率 (%)	101.2%	91.1%	86.3%	72.6%
筹资活动现金流	330	78	-48	-47	流动比率	1.13	1.08	1.25	1.48
短期借款	54	120	0	0	速动比率	0.84	0.80	0.98	1.16
长期借款	-40	17	5	5	营运能力				
普通股增加	40	0	0	0	总资产周转率	0.78	0.98	1.23	1.22
资本公积增加	300	0	0	0	应收账款周转率	5.85	6.19	6.08	6.08
其他筹资现金流	-24	-59	-53	-52	应付账款周转率	5.71	6.52	7.30	7.60
现金净增加额	88	159	208	381	每股指标(元)				
					每股收益	0.93	1.02	1.74	2.29
					每股经营现金流薄)	0.45	1.39	1.69	2.21
					每股净资产	4.22	5.24	6.98	9.27
					估值比率				
					P/E	26.01	21.02	12.38	9.38
					P/B	5.73	4.10	3.08	2.32
					EV/EBITDA	20.94	13.49	8.34	6.28

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起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形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—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。