

审慎增持 (维持)

五洲特纸

605007

五洲特纸 2022 年半年报点评：多措并举对冲成本压力，看好产能释放驱动业绩增长

2022 年 08 月 29 日

市场数据

市场数据日期	2022-08-29
收盘价(元)	16.51
总股本(百万股)	400.01
流通股本(百万股)	82.36
总市值(百万元)	6604.19
流通市值(百万元)	1359.79
净资产(百万元)	2209.40
总资产(百万元)	6033.28
每股净资产(元)	5.13

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证轻工】五洲特纸 2021 年报和 2022 一季报点评：新增产能陆续释放，业绩高增可期》
2022-04-28

分析师:

赵树理

zhaoshuli@xyzq.com.cn

S0190518020001

王凯丽

wangkaili@xyzq.com.cn

S0190522070001

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3690	6175	7758	8922
同比增长	40.0%	67.4%	25.6%	15.0%
归母净利润(百万元)	390	449	643	762
同比增长	15.2%	15.0%	43.3%	18.6%
毛利率	17.3%	13.5%	17.0%	18.0%
净利率	10.6%	7.3%	8.3%	8.5%
净资产收益率	18.4%	19.6%	23.1%	22.8%
每股收益(元)	0.98	1.12	1.61	1.91
每股经营现金	0.68	0.49	1.35	1.97

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **事件：公司发布 2022 年半年报。**①22H1 营收/归母净利润/扣非净利润分别为 29.73/2.14/1.92 亿元，同比+81.87%/-18.17%/-18.85%；22Q2 营收/归母净利润/扣非净利润分别为 16.42/1.11/0.90 亿元，环比+23.40%/+7.29%/-12.51%；②22H1 毛利率/净利率分别为 15.15%/7.19%，同比-9.89/-8.78pct；③22H1 机制纸吨毛利为 911 元/吨，同比-44.0%。
- **产能释放推动收入高增，浆价高位致使盈利承压：产能端**，21 年底投产的江西 50 万吨食品卡纸产能于 22 年集中释放，22H1 产量/销量分别为 50.91/49.46 万吨，同比+77.01%/+96.59%；**价格端**，22H1 机制纸均价为 6012 元/吨，同比-7.5%，收入高增主要系产能释放驱动。**成本端**，22Q1 进口针叶浆/阔叶浆均价环比提升 98/86 美元/吨（按照 3 个月库存周期计算），浆价大幅上涨致使 22Q2 毛利率环比下滑 2.33pct 至 14.10%。
- **短期看，多措并举，对冲成本压力：**22Q2 进口针叶浆/阔叶浆均价继续环比提升 145/163 美元/吨至 1005/839 美元/吨，7 月以来呈现高位盘整态势，浆价预计在 22 年 10 月底智利 Arauco 156 万吨阔叶浆投产后逐步走弱，但考虑到订购及库存周期，实际报表端最早将于 23Q1 反映。为应对纸浆成本上行压力，公司①与国内浆厂深度合作，获取更为优惠的采购价格；②充分利用江西基地能源成本优势和规模优势，加快产能爬坡进展以降低生产成本；③通过纸机技改，调整针叶浆和阔叶浆用料配比，同时前期采购低价浆陆续到货，原料成本将逐步摊薄。我们判断，多措并举努力下，22H2 公司纸浆成本涨幅有望趋缓。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- **中长期，产能释放，增长动能充足：**纸浆端，江西 30 万吨化机浆产线预计 23Q4 投产，主要满足江西 50 万吨食品卡纸用浆需求，纸浆配套率提升有望对冲浆价波动影响；原纸端，不考虑湖北基地投产情况下，50 万吨食品卡纸项目（预计 30% 产能于 23 年释放）以及 20 万吨液体包装纸募投项目奠定未来 3 年增量。产能有序释放，中长期增长动力充足。
- **盈利预测：**预计 2022-2024 归母净利润分别为 4.49、6.43、7.62 亿元，同比+15.0%、+43.3%、+18.6%；对应 2022 年 8 月 29 日股价的 P/E 分别为 14.7、10.3、8.7 倍。
风险提示：原材料价格持续上涨风险，新增产能投放不及预期风险。

附表

资产负债表				
单位: 百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	2198	3049	3901	4791
货币资金	757	554	867	1427
交易性金融资产	0	57	66	41
应收票据及应收账款	664	1319	1603	1795
预付款项	25	30	40	46
存货	572	965	1202	1353
其他	180	124	124	129
非流动资产	2347	2157	1993	1802
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1680	1768	1711	1581
在建工程	508	254	127	64
无形资产	82	89	96	101
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	3	5	6	8
其他	74	41	53	48
资产总计	4546	5206	5894	6593
流动负债	1794	2858	3080	3249
短期借款	1047	895	923	935
应付票据及应付账款	531	1,159	1,352	1,509
其他	217	804	804	805
非流动负债	636	62	33	6
长期借款	80	62	33	6
其他	556	0	0	0
负债合计	2430	2920	3113	3255
股本	400	400	400	400
资本公积	461	461	461	461
未分配利润	1057	1370	1843	2374
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2116	2286	2781	3338
负债及权益合计	4546	5206	5894	6593
现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	390	449	643	762
折旧和摊销	127	168	186	195
资产减值准备	11	57	28	19
资产处置损失	-0	-0	-0	-0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	34	57	48	29
投资损失	-1	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-281	-515	-365	-218
经营活动产生现金流量	272	195	538	787
投资活动产生现金流量	-461	-48	-28	23
融资活动产生现金流量	741	-351	-197	-250
现金净变动	558	-203	313	560
现金的期初余额	148	757	554	867
现金的期末余额	706	554	867	1427

利润表				
单位: 百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3690	6175	7758	8922
营业成本	3052	5342	6439	7316
税金及附加	17	28	62	85
销售费用	8	32	126	162
管理费用	60	125	206	285
研发费用	54	25	30	36
财务费用	38	57	48	29
其他收益	18	11	13	14
投资收益	-12	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-8	-4	-3	-5
资产减值损失	-2	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	455	574	857	1017
营业外收入	29	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	484	574	857	1017
所得税	94	125	214	254
净利润	390	449	643	762
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	390	449	643	762
EPS(元)	0.98	1.12	1.61	1.91

主要财务比率

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	40.0%	67.4%	25.6%	15.0%
营业利润增长率	9.0%	26.0%	49.4%	18.6%
归母净利润增长率	15.2%	15.0%	43.3%	18.6%
盈利能力				
毛利率	17.3%	13.5%	17.0%	18.0%
净利率	10.6%	7.3%	8.3%	8.5%
ROE	18.4%	19.6%	23.1%	22.8%
偿债能力				
资产负债率	53.5%	56.1%	52.8%	49.4%
流动比率	1.23	1.07	1.27	1.47
速动比率	0.90	0.73	0.88	1.06
营运能力				
资产周转率	0.93	1.27	1.40	1.43
应收账款周转率	6.23	6.55	5.77	5.59
存货周转率	6.08	6.94	5.94	5.73
每股资料(元)				
每股收益	0.98	1.12	1.61	1.91
每股经营现金	0.68	0.49	1.35	1.97
每股净资产	5.29	5.72	6.95	8.34
估值比率(倍)				
PE	16.9	14.7	10.3	8.7
PB	3.1	2.9	2.4	2.0

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12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。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn