

五洲特纸（605007）

证券研究报告

2024年08月19日

产能释放提速，浆纸一体发展

公司发布 2024 年半年度报告

24Q2 收入 17 亿，同比+7.7%；归母净利 1 亿，同比+457.7%；扣非归母净利 0.9 亿，同比+626.4%；

24H1 收入 34.3 亿，同比+20.8%；归母净利 2.3 亿，扣非归母净利 2.2 亿，与上年同期相比，实现扭亏为盈，主要原因为：1）产能爬坡及新产能投放市场，营业收入增加；2）自制化机浆投产，截至 24H1，基本实现食品白卡纸和文化纸浆纸平衡，具有一定的成本节约效应；3）主要原材料木浆价格较去年同期下降，且公司加强降本增效管理工作，生产成本同比下降。

24H1 食品包装材料收入 16 亿，同比+12.8%，毛利率为 5.5%；日用消费材料/出版印刷材料/工业配套材料收入分别为 11.8 亿/5.1 亿/1.4 亿，毛利率分别为 23.3%/6.6%/10.2%。

24H1 境内/境外分别实现收入 29.4 亿/4.9 亿，分别同比+18.2%/+38.7%；毛利率分别为 11.1%/18%。

产销稳步增长，浆纸一体化推进

24H1 公司完成机制纸产销 58.1 万吨/56.6 万吨，同比+20.57%/+32.8%。目前，公司拥有衢州、江西、湖北三大造纸基地，公司纸、浆合计总产能已超 239 万吨。

其中，公司已建成产线 15 条造纸产线，设计总产能 209.6 万吨，配套良好的运输便利和能源自供布局，较大程度地节约能源和物流成本，规模优势凸显。其中，食品包装材料系列/日用消费材料系列/出版印刷材料系列/工业配套材料系列产品在产设计产能分别为 78 万吨/30.1 万吨/30 万吨/3.5 万吨。

浆方面，公司在江西基地投建的 30 万吨化机浆生产线已于 2024Q1 投入使用，截至 24H1 已基本达到食品白卡和文化纸完全浆纸平衡的效果，既为现有产品生产提高更好的成本节约空间，也可为未来公司产品结构优化调整提供强大的原料保障。

原材料红利显现，盈利能力同比提升

24Q2 毛利率 11%，同比+4.5pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.2%/1.4%/1.6%/1.6%，同比-0.1pct/+0.3pct/+0.2pct/-0.2pct；归母净利率 5.8%，同比+4.7pct。

24H1 浆价仍处于高位，但相较于 22、23 年同期有所回落，食品卡供给端面临供给脉冲式产能释放，24 年价格或存一定压力，Q2 毛利率环比下降、同比提升。公司预计 24 年 Q3 原材料价格上行压力小，产能继续释放，经济稳步恢复，且行业集中度将进一步提升，或将获得更大的盈利空间。

下调盈利预测，维持“买入”评级

公司产能规模稳步提升，浆纸一体成效初现；根据 24 年中期报告，且考虑 Q3 原材料仍有上行压力，我们调整盈利预测，预计 24-26 年归母净利润分别为 5.0/6.6/8.1 亿元（前值 5.6/7.2/8.5 亿元），对应 PE 分别为 9/7/6X。

风险提示：原材料成本上涨；新产能投放不及预期；下游需求复苏不及预期；行业竞争加剧等。

投资评级

行业	轻工制造/造纸
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	11.47 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	403.88
流通 A 股股本(百万股)	400.56
A 股总市值(百万元)	4,632.53
流通 A 股市值(百万元)	4,594.41
每股净资产(元)	5.98
资产负债率(%)	71.10
一年内最高/最低(元)	16.49/9.50

作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	
张彤	联系人
zhangtong@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《五洲特纸-季报点评:盈利稳健，浆纸一体成效初现》 2024-05-13
- 《五洲特纸-年报点评报告:业绩持续恢复，看好 24 年表现》 2024-04-11
- 《五洲特纸-季报点评:成本压力逐步缓解，23H2 预计销量环比增长》 2023-10-30

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,962.08	6,519.31	7,430.58	8,717.89	10,036.55
增长率(%)	61.59	9.35	13.98	17.32	15.13
EBITDA(百万元)	626.87	645.31	1,005.24	1,281.83	1,606.26
归属母公司净利润(百万元)	205.20	272.86	503.40	655.67	814.59
增长率(%)	(47.41)	32.97	84.49	30.25	24.24
EPS(元/股)	0.51	0.68	1.25	1.62	2.02
市盈率(P/E)	22.58	16.98	9.20	7.07	5.69
市净率(P/B)	2.10	1.91	1.67	1.44	1.23
市销率(P/S)	0.78	0.71	0.62	0.53	0.46
EV/EBITDA	14.37	13.23	8.30	6.74	5.31

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	777.06	568.15	594.45	697.43	802.92
应收票据及应收账款	1,100.74	1,204.55	1,247.41	1,599.09	1,780.23
预付账款	28.20	14.34	45.88	20.40	52.36
存货	658.97	575.11	683.15	739.95	840.51
其他	662.67	274.04	211.35	200.33	243.57
流动资产合计	3,227.64	2,636.19	2,782.25	3,257.21	3,719.60
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,406.84	2,039.81	2,539.94	3,291.14	4,330.31
在建工程	1,281.30	2,164.70	2,488.23	2,467.58	1,540.55
无形资产	308.67	486.60	661.97	729.98	841.61
其他	342.45	375.15	269.78	325.48	320.17
非流动资产合计	3,339.27	5,066.27	5,959.92	6,814.17	7,032.63
资产总计	6,566.92	7,702.45	8,742.17	10,071.39	10,752.23
短期借款	2,020.34	2,020.66	2,947.74	3,355.66	3,710.18
应付票据及应付账款	898.51	1,079.57	980.26	1,321.92	1,435.27
其他	312.07	432.48	339.90	407.56	411.98
流动负债合计	3,230.92	3,532.70	4,267.90	5,085.14	5,557.42
长期借款	350.00	733.33	890.42	910.11	541.67
应付债券	529.38	555.29	555.29	546.65	552.41
其他	224.82	397.19	225.14	282.38	301.57
非流动负债合计	1,104.20	1,685.81	1,670.84	1,739.14	1,395.65
负债合计	4,363.56	5,260.26	5,938.74	6,824.28	6,953.07
少数股东权益	0.00	20.11	21.30	23.64	26.05
股本	400.22	403.90	403.88	403.88	403.88
资本公积	464.26	496.03	496.03	496.03	496.03
留存收益	1,181.59	1,390.36	1,733.18	2,177.51	2,730.91
其他	157.29	131.80	149.03	146.04	142.29
股东权益合计	2,203.36	2,442.19	2,803.43	3,247.10	3,799.16
负债和股东权益总计	6,566.92	7,702.45	8,742.17	10,071.39	10,752.23
现金流量表(百万元)					
净利润	205.20	274.77	503.40	655.67	814.59
折旧摊销	200.16	194.79	303.33	397.69	527.41
财务费用	121.11	96.92	109.21	135.38	141.12
投资损失	(19.08)	18.32	22.13	37.91	40.02
营运资金变动	(499.38)	619.57	(374.45)	8.58	(209.64)
其它	28.18	(127.79)	1.76	3.44	3.56
经营活动现金流	36.19	1,076.58	565.38	1,238.67	1,317.06
资本支出	754.10	1,716.70	1,474.41	1,139.00	731.99
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(2,261.71)	(2,966.94)	(2,798.90)	(2,373.15)	(1,523.19)
投资活动现金流	(1,507.62)	(1,250.24)	(1,324.49)	(1,234.15)	(791.20)
债权融资	1,283.78	317.24	929.33	313.91	(154.27)
股权融资	(61.64)	(78.90)	(143.93)	(215.44)	(266.09)
其他	(240.18)	(90.10)	(0.00)	(0.00)	0.01
筹资活动现金流	981.95	148.24	785.41	98.47	(420.37)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(489.47)	(25.42)	26.30	102.98	105.48

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	5,962.08	6,519.31	7,430.58	8,717.89	10,036.55
营业成本	5,438.56	5,893.82	6,471.06	7,534.09	8,620.69
营业税金及附加	21.63	31.91	26.75	30.51	34.12
销售费用	9.71	16.51	14.86	16.56	15.05
管理费用	80.68	95.62	100.55	113.33	130.48
研发费用	64.84	88.02	96.60	104.61	120.44
财务费用	123.01	92.64	109.21	135.38	141.12
资产/信用减值损失	(25.74)	(3.55)	(24.64)	(9.35)	(16.83)
公允价值变动收益	3.16	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	9.42	(33.69)	(22.13)	(37.91)	(40.02)
其他	10.22	38.89	(0.00)	(0.00)	0.00
营业利润	226.58	299.13	564.78	736.12	917.79
营业外收入	19.59	20.08	12.82	17.50	16.80
营业外支出	3.87	6.47	3.55	4.63	4.88
利润总额	242.30	312.75	574.05	748.99	929.71
所得税	37.10	37.98	68.89	89.88	111.57
净利润	205.20	274.77	505.16	659.11	818.15
少数股东损益	0.00	1.91	1.76	3.44	3.56
归属于母公司净利润	205.20	272.86	503.40	655.67	814.59
每股收益(元)	0.51	0.68	1.25	1.62	2.02
主要财务比率					
成长能力					
营业收入	61.59%	9.35%	13.98%	17.32%	15.13%
营业利润	-50.25%	32.02%	88.81%	30.34%	24.68%
归属于母公司净利润	-47.41%	32.97%	84.49%	30.25%	24.24%
获利能力					
毛利率	8.78%	9.59%	12.91%	13.58%	14.11%
净利率	3.44%	4.19%	6.77%	7.52%	8.12%
ROE	9.31%	11.27%	18.09%	20.34%	21.59%
ROIC	9.92%	9.39%	11.82%	11.80%	12.89%
偿债能力					
资产负债率	66.45%	68.29%	67.93%	67.76%	64.67%
净负债率	105.84%	120.83%	141.37%	132.72%	110.31%
流动比率	0.99	0.74	0.65	0.64	0.67
速动比率	0.79	0.58	0.49	0.50	0.52
营运能力					
应收账款周转率	6.76	5.66	6.06	6.13	5.94
存货周转率	9.69	10.57	11.81	12.25	12.70
总资产周转率	1.07	0.91	0.90	0.93	0.96
每股指标(元)					
每股收益	0.51	0.68	1.25	1.62	2.02
每股经营现金流	0.09	2.67	1.40	3.07	3.26
每股净资产	5.46	6.00	6.89	7.98	9.34
估值比率					
市盈率	22.58	16.98	9.20	7.07	5.69
市净率	2.10	1.91	1.67	1.44	1.23
EV/EBITDA	14.37	13.23	8.30	6.74	5.31
EV/EBIT	21.05	18.95	11.89	9.77	7.91

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com