

# 仙鹤股份 (603733.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 4Q 业绩短期承压，静待盈利弹性释放

### 业绩简评

3月29日公司发布年报，2022年实现营业收入77.38亿元，同比+28.61%；实现归母净利润7.10亿元，同比-30.14%，扣非归母净利润5.6亿元，同比-41.9%；其中4Q实现营业收入22.28亿元，同比+34.65%；实现归母净利润1.43亿元，同比+26.27%。

### 经营分析

**22A 销量同比+15.9%，受益场景开拓，必选日用消费纸种成长表现靓丽。**量价拆分角度，22A销量81.2万吨(+15.9%)，均价9345元/吨(较去年+932元)；夏王预计销量32万吨(+27%)，均价11623元/吨(较去年-740元/吨)。4Q22本部量价拆分：销量23.3万吨(预计环比+5万吨)创历史新高，吨价9560元/吨(环比-660元/吨)，受下游需求疲软影响4Q起部分纸种吨价有所下滑。分品类角度，22A日用消费/食品医疗/商务交流/烟草配套纸基材料营收35.6/15.1/7.7/8.1亿元，同比+42.3%/+52.1%/-7.4%/+2.5%，受益下游细分场景开拓，烘焙纸/热转印纸22年营收同比+70.4%/+23.2%。

**成本压力高企下短期吨盈利承压，预计2H起盈利修复逐步体现。**22A毛利率11.5%(-8.5pct)，净利率9.2%(-7.7pct)，主因受成本端木浆、能源成本价格高位影响，剔除夏王投资收益&非经常性损益，预计1Q/2Q/3Q/4Q吨净利554/683/731/248元/吨，环比+273/+129/+48/-483元，4Q受纸价下跌、成本压力影响吨净利环比收窄，预计1Q有所延续；夏王预计1Q/2Q/3Q/4Q吨净利979/1107/498/671元/吨，环比-651/+127/-609/+173元，钛白粉价格下行带动4Q吨盈利边际回暖。展望23年，伴随Arauco、UPM产能于4Q22、1Q23陆续投放浆价进入下行周期，当前阔叶浆价格已较高点下滑20%，受低价浆到港影响，预计2H起低价成本集中体现于报表，伴随下游消费需求温和修复，看好盈利弹性逐步释放。

**23年迎产能释放大年，中长期成长路径清晰，林浆纸一体化有望逐步落地。**食品卡纸产能30万吨预计23年4月份投产，公司预计本部新增10万吨技改线产能，23年底湖北、广西纸、浆产能陆续投放，中长期角度，公司将逐渐转型为林/草、浆、纸一体化企业，竞争力和盈利稳定性都将进一步增强。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计公司23-25年归母净利分别为10.4、13.5、16.2亿元，当前股价对应PE分别为18/14/12X，考虑到公司未来成长动能充足、中期上游产业链布局逐步完善，维持“买入”评级。

### 风险提示

下游需求疲软导致提价落地不及预期的风险；新增产能投放进度不达预期；原料价格长期高位运行导致盈利承压的风险。

### 轻工组

分析师：尹新悦 (执业 S1130522080004)

yinxinyue@gjzq.com.cn

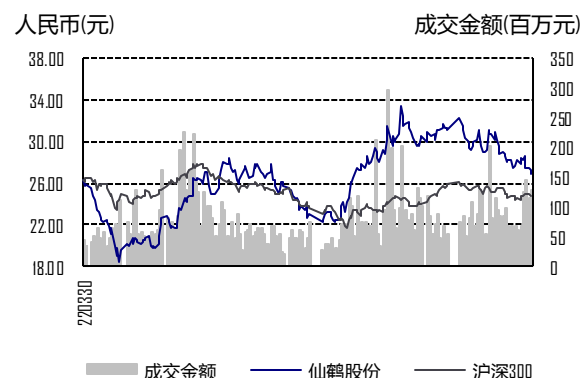
分析师：张杨桓 (执业 S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：26.85 元

### 相关报告：

- 《业绩环比稳健修复，多元布局成长动能充沛-仙鹤股份三季报点评》，2022.10.29
- 《盈利拾级而上，多元布局成长动能充沛-仙鹤股份中报点评》，2022.8.18
- 《1Q盈利边际修复，中长期成长动能充沛-仙鹤股份点评》，2022.4.28



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,017	7,738	9,717	12,116	14,472
营业收入增长率	24.24%	28.61%	25.57%	24.69%	19.45%
归母净利润(百万元)	1,017	710	1,037	1,349	1,615
归母净利润增长率	41.76%	-30.14%	46.01%	30.06%	19.70%
摊薄每股收益(元)	1.440	1.006	1.469	1.911	2.287
每股经营性现金流净额	0.63	0.10	0.93	1.37	1.90
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.84%	10.32%	13.57%	15.00%	15.22%
P/E	28.34	30.28	18.28	14.05	11.74
P/B	4.49	3.13	2.48	2.11	1.79

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
<b>主营业务收入</b>	<b>4,843</b>	<b>6,017</b>	<b>7,738</b>	<b>9,717</b>	<b>12,116</b>	<b>14,472</b>	货币资金	521	794	944	770	1,055	1,258	
增长率	24.2%	28.6%	25.6%	24.7%	19.4%		应收款项	1,745	1,953	2,176	3,000	3,797	4,575	
<b>主营业务成本</b>	<b>-3,852</b>	<b>-4,815</b>	<b>-6,848</b>	<b>-8,424</b>	<b>-10,334</b>	<b>-12,343</b>	存货	1,337	1,925	2,055	2,848	3,497	4,177	
%销售收入	79.5%	80.0%	88.5%	86.7%	85.3%	85.3%	其他流动资产	368	1,778	1,794	1,689	1,806	1,911	
<b>毛利</b>	<b>992</b>	<b>1,202</b>	<b>891</b>	<b>1,293</b>	<b>1,782</b>	<b>2,129</b>	流动资产	3,971	6,451	6,969	8,306	10,155	11,920	
%销售收入	20.5%	20.0%	11.5%	13.3%	14.7%	14.7%	总资产	49.9%	58.4%	52.5%	58.8%	62.4%	64.4%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-47</b>	<b>-37</b>	<b>-43</b>	<b>-68</b>	<b>-85</b>	<b>-101</b>	长期投资	728	889	918	958	998	998	
%销售收入	1.0%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	2,610	2,889	3,999	4,020	4,188	4,667	
<b>销售费用</b>	<b>-15</b>	<b>-22</b>	<b>-26</b>	<b>-29</b>	<b>-36</b>	<b>-43</b>	总资产	32.8%	26.1%	30.1%	28.5%	25.8%	25.2%	
%销售收入	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	无形资产	513	534	805	835	923	931	
<b>管理费用</b>	<b>-99</b>	<b>-114</b>	<b>-124</b>	<b>-146</b>	<b>-182</b>	<b>-217</b>	非流动资产	3,993	4,598	6,295	5,813	6,110	6,596	
%销售收入	2.0%	1.9%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%	总资产	50.1%	41.6%	47.5%	41.2%	37.6%	35.6%	
<b>研发费用</b>	<b>-123</b>	<b>-158</b>	<b>-104</b>	<b>-136</b>	<b>-170</b>	<b>-188</b>	<b>资产总计</b>	<b>7,964</b>	<b>11,049</b>	<b>13,264</b>	<b>14,119</b>	<b>16,264</b>	<b>18,516</b>	
%销售收入	2.5%	2.6%	1.3%	1.4%	1.4%	1.3%	短期借款	797	690	1,771	1,504	1,518	1,318	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>707</b>	<b>871</b>	<b>593</b>	<b>914</b>	<b>1,310</b>	<b>1,579</b>	应付款项	1,157	1,423	2,028	2,290	2,934	3,603	
%销售收入	14.6%	14.5%	7.7%	9.4%	10.8%	10.9%	其他流动负债	296	349	274	434	569	736	
<b>财务费用</b>	<b>-68</b>	<b>-20</b>	<b>-68</b>	<b>-104</b>	<b>-97</b>	<b>-81</b>	流动负债	2,250	2,462	4,074	4,227	5,021	5,657	
%销售收入	1.4%	0.3%	0.9%	1.1%	0.8%	0.6%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
<b>资产减值损失</b>	<b>-70</b>	<b>-19</b>	<b>-62</b>	<b>-23</b>	<b>-6</b>	<b>-6</b>	其他长期负债	334	2,140	2,278	2,214	2,214	2,214	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>-15</b>	<b>-7</b>	<b>34</b>	<b>40</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	负债	2,585	4,602	6,352	6,441	7,235	7,871	
<b>投资收益</b>	<b>202</b>	<b>287</b>	<b>140</b>	<b>185</b>	<b>185</b>	<b>202</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>5,354</b>	<b>6,419</b>	<b>6,880</b>	<b>7,644</b>	<b>8,993</b>	<b>10,607</b>	
%税前利润	24.3%	25.0%	17.6%	15.8%	12.1%	11.0%	其中：股本	706	706	706	706	706	706	
<b>营业利润</b>	<b>834</b>	<b>1,157</b>	<b>801</b>	<b>1,162</b>	<b>1,532</b>	<b>1,834</b>	未分配利润	1,425	2,156	2,585	3,622	4,971	6,586	
营业利润率	17.2%	19.2%	10.4%	12.0%	12.6%	12.7%	少数股东权益	25	28	32	34	36	38	
<b>营业外收支</b>	<b>1</b>	<b>-9</b>	<b>-7</b>	<b>8</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>7,964</b>	<b>11,049</b>	<b>13,264</b>	<b>14,119</b>	<b>16,264</b>	<b>18,516</b>	
<b>税前利润</b>	<b>835</b>	<b>1,148</b>	<b>794</b>	<b>1,170</b>	<b>1,535</b>	<b>1,837</b>	<b>比率分析</b>		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	17.2%	19.1%	10.3%	12.0%	12.7%	12.7%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-116</b>	<b>-129</b>	<b>-79</b>	<b>-131</b>	<b>-184</b>	<b>-220</b>	每股收益	1.016	1.440	1.006	1.469	1.911	2.287	
所得税率	13.9%	11.2%	10.0%	11.2%	12.0%	12.0%	每股净资产	7.583	9.093	9.745	10.827	12.738	15.025	
<b>净利润</b>	<b>719</b>	<b>1,019</b>	<b>715</b>	<b>1,039</b>	<b>1,351</b>	<b>1,617</b>	每股经营现金净流	0.428	0.633	0.102	0.929	1.374	1.902	
少数股东损益	2	2	5	2	2	2	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>717</b>	<b>1,017</b>	<b>710</b>	<b>1,037</b>	<b>1,349</b>	<b>1,615</b>	<b>回报率</b>							
净利率	14.8%	16.9%	9.2%	10.7%	11.1%	11.2%	净资产收益率	13.40%	15.84%	10.32%	13.57%	15.00%	15.22%	
							总资产收益率	9.01%	9.20%	5.36%	7.35%	8.29%	8.72%	
							投入资本收益率	9.87%	8.67%	5.05%	7.35%	9.29%	10.05%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	6.04%	24.24%	28.61%	25.57%	24.69%	19.45%	
							EBIT增长率	50.75%	23.12%	-31.86%	54.03%	43.30%	20.55%	
							净利润增长率	63.02%	41.76%	-30.14%	46.01%	30.06%	19.70%	
							总资产增长率	7.93%	38.74%	20.05%	6.45%	15.19%	13.85%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	69.2	67.1	59.6	67.0	67.0	68.0	
							存货周转天数	111.1	123.7	106.1	124.0	124.0	124.0	
							应付账款周转天数	45.7	47.1	51.9	47.0	47.0	48.0	
							固定资产周转天数	175.9	153.6	134.3	110.0	93.3	87.6	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	2.16%	1.66%	23.94%	20.34%	14.30%	8.34%	
							EBIT利息保障倍数	10.4	42.6	8.8	8.8	13.6	19.5	
							资产负债率	32.46%	41.65%	47.89%	45.62%	44.49%	42.51%	

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-04-14	买入	24.49	N/A
2	2021-04-22	买入	25.69	N/A
3	2021-07-12	买入	41.50	N/A
4	2021-08-05	买入	39.88	N/A
5	2021-10-25	买入	35.91	N/A
6	2022-04-28	买入	20.11	N/A
7	2022-08-18	买入	27.36	N/A
8	2022-10-29	买入	23.26	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402