

仙鹤股份（603733）：盈利预期迎来修复，看好长期扩张与浆纸一体化布局

2023年3月31日

推荐/维持

仙鹤股份 公司报告

事件：公司发布2022年业绩，全年实现收入77.38亿元，同比+28.61%；归母净利润7.10亿元，同比-30.14%；扣非归母净利润5.57亿元，同比-41.87%。其中Q4实现收入22.28亿元，同比+34.65%；归母净利润1.43亿元，同比+26.27%；扣非归母净利润0.94亿元，同比-6.43%。

2022年公司产能进一步释放，发力布局市场热点品类，同时外销快速扩张；但由于成本大幅上涨，提价幅度受制于疲软需求，吨纸利润下滑。

- **销量：**全年销量81.18万吨(+16%)。2021年以来公司陆续投产多条生产线，2022年产能充分释放。公司重点扩大市场热点品类的供应，例如标签离型纸、转印纸、医用包装纸、替塑食品包装纸等；2022年日常消费系列销量39.09万吨(+31%)，食品与医疗包装材料销量15.43万吨(+43%)。此外公司在海外市场具备成本竞争力，外销快速增长（收入同比+130%）。
- **吨毛利：**全年吨纸成本同比+1496元/吨（或+23%），主要由于木浆、能源价格高企；2022年阔叶/针叶浆市场价同比+28%/12%，动力煤价同比+26%。公司虽提价应对，但幅度受制于国内需求疲软、客户承受能力有限，全年吨纸均价同比+871元/吨（或+11%）。公司整体毛利率11.51%，同比-8.47个百分点。
- **投资收益：**全年投资收益1.40亿元（-51%），主要为合营公司夏王纸业权益法下确认的投资损益1.23亿元（-53%）。夏王纸业同样受到成本上涨、需求疲软的双重影响，盈利出现下滑。

2023年浆价下行缓解成本压力，需求回暖支撑吨毛利修复。2023年浆价趋势下行，年初至今阔叶/针叶浆价分别回落21%/15%；后续考虑到海外阔叶浆新增产能投产、欧美经济承压需求偏弱、国内需求仍处复苏过程中，预期浆价仍有下行空间。随着高价木浆库存消耗，预计Q2起公司成本压力将迎来缓解。纸价受益于国内需求逐步改善，相对有所支撑，Q1公司已对转印纸等产品进行提价。综合来看，2022年公司吨毛利已处近年低点，2023年有望得到修复。

产能持续扩张推动规模增长，浆纸一体化布局有望增强竞争力。2023年Q2，公司预计将投产年产30万吨食品卡纸项目，以及东港基地PM29、PM30生产线（预计年产5万吨特种纸），布局仍围绕景气度较高的产品，有望推动销量进一步增长。公司湖北、广西基地均已开工建设，奠定长期增长基础，预计2023年底之前两大基地一期项目将建成投产。同时，两大基地规划有化机浆、化学浆产能，利用当地资源优势打造浆纸一体化布局，有望降低和平滑原材料成本，提升公司市场竞争力。

盈利预测与投资评级：预计公司2023-2025年归母净利润为12.32、15.00、18.17亿元人民币，增速分别为73%、22%、21%，目前股价对应PE分别为15、12、10倍。维持“推荐”评级。

风险提示：经济复苏不及预期，能源价格大幅上涨，项目投产进度不及预期，

公司简介：

公司是国内大型特种纸研发和生产型企业，主营业务为研发、生产和销售高性能纸基功能材料及其浆类原材料和化学原材料。公司主要产品可划分为日用消费系列、食品与医疗包装材料系列、商务交流与出版印刷材料系列、烟草行业配套系列、电气及工业用纸系列、家居装饰材料系列（主要由合营公司夏王纸业生产）等六大系列60多个品种。

资料来源：公司公告、同花顺

未来3-6个月重大事项提示：

2023-04-29 披露2023年一季度报

发债及交叉持股介绍：

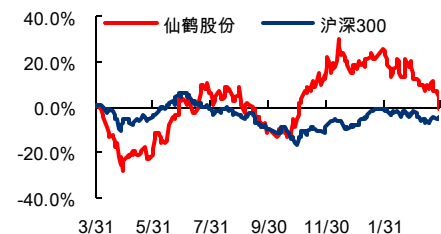
2021-12-09 发行20.5亿元可转债

资料来源：同花顺、东兴证券研究所

交易数据

52周股价区间（元）	33.43-18.69
总市值（亿元）	179.67
流通市值（亿元）	179.67
总股本/流通A股（万股）	70,598/70,598
流通B股/H股（万股）	-/-
52周日均换手率	1.8

52周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521010001

分析师：常子杰

010-66554040

changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521080005

研究助理：沈逸伦

010-66554044

shenyil@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480121050014

行业产能过剩

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,016.97	7,738.31	9,915.74	11,352.56	13,420.42
增长率(%)	24.24%	28.61%	28.14%	14.49%	18.21%
归母净利润(百万元)	1,016.67	710.29	1,232.01	1,499.94	1,816.58
增长率(%)	41.71%	-29.85%	73.40%	21.74%	21.10%
净资产收益率(%)	15.84%	10.32%	15.94%	17.12%	18.13%
每股收益(元)	1.44	1.01	1.75	2.12	2.57
PE	17.67	25.30	14.58	11.98	9.89
PB	2.80	2.61	2.32	2.05	1.79

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产合计	6451	6969	8195	8939	10190	营业收入	6017	7738	9916	11353	13420
货币资金	794	944	1111	1158	1235	营业成本	4815	6848	8299	9314	10931
应收账款	1217	1310	1678	1922	2272	营业税金及附加	37	43	55	62	74
其他应收款	15	19	25	28	33	营业费用	22	26	30	30	32
预付款项	63	157	272	400	550	管理费用	114	124	139	137	155
存货	1925	2055	2388	2552	2995	财务费用	20	68	175	294	339
其他流动资产	151	600	600	600	600	研发费用	158	104	129	148	174
非流动资产合计	4598	6295	9487	11064	12198	资产减值损失	-29.59	-15.02	-20.00	-22.90	-27.07
长期股权投资	831	864	864	864	864	公允价值变动收益	-7.45	34.39	0.00	0.00	0.00
固定资产	2532	2846	6544	6433	9281	投资净收益	287.25	139.58	225.62	248.06	259.27
无形资产	516	773	757	741	726	加: 其他收益	55.99	100.66	90.00	90.00	90.00
其他非流动资产	282	552	552	552	552	营业利润	1157	801	1384	1683	2037
资产总计	11049	13264	17682	20003	22388	营业外收入	3.31	1.66	2.50	2.50	2.50
流动负债合计	2462	4074	7635	8912	10033	营业外支出	12.02	8.81	10.00	10.00	10.00
短期借款	690	1771	4896	5846	6463	利润总额	1148	794	1377	1676	2029
应付账款	764	1182	1413	1586	1861	所得税	129	79	137	167	202
预收款项	50	55	61	69	77	净利润	1019	715	1239	1509	1827
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	2	5	7	9	11
非流动负债合计	2140	2278	2278	2278	2278	归属母公司净利润	1017	710	1232	1500	1817
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	1775	1864	1864	1864	1864		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
负债合计	4602	6352	9913	11190	12311	成长能力					
少数股东权益	28	32	40	49	59	营业收入增长	24.24%	28.61%	28.14%	14.49%	18.21%
实收资本(或股本)	706	706	706	706	706	营业利润增长	38.71%	-30.74%	72.78%	21.62%	21.01%
资本公积	3064	3064	3064	3064	3064	归属于母公司净利润增长	41.76%	-30.14%	73.45%	21.75%	21.11%
未分配利润	2156	2585	3378	4343	5512	获利能力					
归属母公司股东权益合计	6419	6880	7729	8764	10018	毛利率(%)	19.98%	11.51%	16.30%	17.96%	18.55%
负债和所有者权益	11049	13264	17682	20003	22388	净利率(%)	16.93%	9.24%	12.50%	13.29%	13.62%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	9.20%	5.36%	6.97%	7.50%	8.11%
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE(%)	15.84%	10.32%	15.94%	17.12%	18.13%
经营活动现金流	447	72	1171	2096	2435	偿债能力					
净利润	1019	715	1239	1509	1827	资产负债率(%)	42%	48%	56%	56%	55%
折旧摊销	330.87	362.42	625.25	933.21	1225.96	流动比率	2.62	1.71	1.07	1.00	1.02
财务费用	20	68	175	294	339	速动比率	1.84	1.21	0.76	0.72	0.72
应收帐款减少	-222	-93	-369	-243	-350	营运能力					
预收帐款增加	1	5	6	7	9	总资产周转率	0.63	0.64	0.64	0.60	0.63
投资活动现金流	-1938	-651	-3575	-2242	-2077	应收账款周转率	5	6	7	6	6
公允价值变动收益	-7	34	0	0	0	应付账款周转率	9.69	7.95	7.64	7.57	7.79
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	287	140	226	248	259	每股收益(最新摊薄)	1.44	1.01	1.75	2.12	2.57
筹资活动现金流	1699	638	2570	193	-282	每股净现金流(最新摊薄)	0.29	0.08	0.24	0.07	0.11
应付债券增加	1775	88	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	9.09	9.74	10.95	12.41	14.19
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	17.67	25.30	14.58	11.98	9.89
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	2.80	2.61	2.32	2.05	1.79
现金净增加额	208	59	167	47	77	EV/EBITDA	13.06	16.82	10.84	8.44	6.97

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司深度报告	仙鹤股份（603733）：把握景气赛道持续扩张，林浆纸一体化增强竞争优势	2023-01-16
行业深度报告	【东兴轻工】轻工制造行业 2023 年策略报告：需求的回暖，盈利的修复	2022-12-02
行业深度报告	特种纸：细分产品需求高增，龙头企业积极扩张	2022-02-22

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

常子杰

中央财经大学金融学硕士，2019年加入东兴证券研究所，现任轻工制造行业分析师，研究方向为造纸、包装、电子烟。

研究助理简介

沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士。2021年加入东兴证券研究所，轻工制造行业研究助理，主要负责家居和其他消费轻工研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

- 强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；
- 推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；
- 中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；
- 回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；
- 看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街5号新盛大厦B座16层	虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层	福田区益田路6009号新世界中心46F
邮编：100033	邮编：200082	邮编：518038
电话：010-66554070	电话：021-25102800	电话：0755-83239601
传真：010-66554008	传真：021-25102881	传真：0755-23824526