

市场价格(人民币): 23.06元

主攻消费, 高歌猛进

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	7.06
已上市流通 A 股(亿股)	1.56
总市值(亿元)	162.80
年内股价最高最低(元)	27.96/13.30
沪深 300 指数	5686
上证指数	3603



公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,098	4,567	5,398	7,359	9,187
营业收入增长率	34.48%	11.45%	18.20%	36.32%	24.85%
归母净利润(百万元)	292	440	727	958	1,190
归母净利润增长率	-26.68%	50.45%	65.16%	31.83%	24.26%
摊薄每股收益(元)	0.478	0.719	1.029	1.357	1.686
每股经营性现金流净额	-0.52	0.73	0.75	1.13	1.72
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.04%	11.48%	17.93%	20.70%	22.28%
P/E	32.27	19.84	22.41	17.00	13.68
P/B	2.92	2.28	4.02	3.52	3.05

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **未来三年主攻食品、医疗、快递、烟草等消费赛道。**公司食品卡纸成功进入利乐供应链, 抢占厚型液包市场份额; 以纸代塑趋势中, 纸吸管、食品包装纸储备齐全; 医疗用纸方面, 短期疫情提振需求, 中长期 BOPP 膜替代进一步打开成长空间。快递中期较高的景气度驱动标签离型纸和热敏纸市场规模成长, 公司市场份额分别位居第二、第一名。烟草方面, 公司通过与外方合资, 积极入局国外烟草巨头体系, 在国内市场布局新型 HNB 缓释材料。2021-2022 年公司将持续释放产能, 预计 2021 年有效产能超 80 万吨, 2022 年产能至少 110 万吨, 产能释放复合增速超 35%。
- **多赛道布局, “成长”属性明显的特种纸龙头。**公司深耕特种纸行业二十余年, 拥有九大系列产品, 多赛道覆盖, 令其具备根据各个细分领域的景气度, 制定合适的生产、销售计划。由于公司的机台具备多品种切换能力, 因此公司每年均能加大高景气纸种产能调配, 降低弱景气纸种的产量, 令公司的经营业绩处于稳定成长的状态。2015-2019 年公司营收由 19.1 亿元增长至 45.7 亿元, CAGR 为 24.4%; 归母净利润 CAGR 达 33.6%。
- **浆价进入上行通道, 公司木浆自给率不断提升, 强化成长特征。**自 2020 年 8 月以来, 浆价出现大幅上涨, 当前针叶浆/阔叶浆单吨价格 6605/5128 元, 较 8 月底上涨幅度 43.7%/42.6%。我们预计未来三年浆价中枢将进入上行周期, 从历史数据看, 2018 年公司的毛利率下滑, 主要受制于浆价大幅上涨, 部分纸品是年度定价导致成本压力无法传导。目前公司已经开始积极自建浆线, 提升木浆自给率。伴随木浆自给率的上升, 公司的毛利率将趋于稳定, 强化利润增长的确性, 公司内在估值水平中长期趋势上行。

投资建议与估值

- 我们预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 1.03、1.36 和 1.69 元, 当前股价对应 PE 为 22.4/17.0/13.7 倍, 公司是国内特种纸龙头, 前瞻布局消费型赛道, 凭借出色的产线管理和调配能力, 未来两年产能逐步落地, 贡献业绩增量, 我们采用市盈率相对估值法, 给予仙鹤 2021 年 25X 估值, 对应目标价 34 元, 给予“买入评级”。

风险

- 原材料价格大幅波动风险; 新建产能不达预期的风险; 新型烟草推进不及预期的风险; 4月21日5.5亿股首发原股东仙鹤控股、王明龙限售股解禁。

姜浩 分析师 SAC 执业编号: S1130520040003
jianghao@gjzq.com.cn

尹新悦 联系人
yinxinyue@gjzq.com.cn

投资要件

■ 关键假设

1. 收入端

1) 食品与医疗包装用纸业务:

随着 2020 年下半年公司新增食品包装纸产能在 2021 年的有效释放, 以及 2022 年上半年预计新增 30 万吨食品卡产能投放, 考虑“以纸代塑”政策下, 纸制食品、医疗包装应用场景更加多元化, 公司和利乐、奥美等下游大客户的业务合作有望进一步加深。我们预测食品与医疗包装用纸 2020/2021/2022 年均价同比 +200%/+380%/+230 元。2020/2021/2022 年营收同比 83.1%/+54.5%/+102.6%。

2) 商务交流及防伪用纸业务:

随着新产能投放, 预计 2021 年商务交流及防伪用纸产能达 18 万吨, 考虑热敏纸应用领域的扩大、快递物流中期景气度带来的热敏标签需求的提升, 我们预测商务交流及防伪用纸 2020/2021/2022 年均价同比+160%/+410%/+240 元, 2020/2021/2022 年营收同比-11.7%/+30.7%/+6.0%。

3) 标签离型用纸业务:

考虑物流标签需求持续旺盛, 消费回暖带动日用标签采购需求提升, 标签离型纸——格拉辛纸将保持较高景气度。我们预测标签离型用纸业务 2020/2021/2022 年均价同比+100%/+370%/+230 元, 考虑到 2020 年下半年新增产能的投放, 新产能投放带来的增量营收贡献主要体现在 2021 年, 预计 2020/2021/2022 年营收同比+37.9%/+66.3%/+2.8%。

4) 热转印用纸业务:

预计常山 PM7/8 项目将于 2021 年一季度投产, 热转印纸产能将达 14 万吨。我们预测热转印用纸 2020/2021/2022 年均价同比 +50%/+410%/+190 元, 2020/2021/2022 年营收同比 62.3%/+27.0%/+8.0%。

2. 毛利率

由于木浆 2019 年均价和 2020 年浆价处于低位疲软状态, 考虑到未来三年浆价中枢有望抬升, 且考虑到公司食品、医疗、格拉辛纸新增产能投放有望加速抢夺市场份额, 我们预计食品与医疗包装用纸业务毛利率为 24.1%/23.4%/23.0%; 商务交流及防伪用纸毛利率为 23.7%/23.5%/23.3%; 标签离型用纸毛利率为 17.0%/16.1%/15.4%; 热转印用纸毛利率为 24.5%/24.1%/23.5%。

3. 费用预测:

1) 2020-2022 年销售费用率预测: 考虑到公司铁路专线运输系统不断完善, 单位运输费用预计逐渐下降, 我们预计 2020/2021/2022 年销售费用率为: 3.1%/3.1%/3.1%。

2) 2020-2022 年管理费用率预测: 随着规模的扩大、ERP、MES 等大数据管理系统的实施有望进一步提高公司管理效率, 预计 2020/2021/2022 年管理费用率为 2.1%/2.1%/2.1%。

3) 2020-2022 年研发费用率预测: 2.7%/2.7%/2.6%, 研发费用绝对值分别为 1.46/1.99/2.39 亿。

综合来看, 我们预测 2020-2022 年公司总体营收同比 +18.2%/+36.3%/+24.8%, 毛利率为 23.2%/22.6%/22.3%。

■ 估值和目标价格

我们选取相对估值法, 并结合公司自身的成长性, 认为 2021 年公司合理的市盈率为 25 倍, 对应目标价 34 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

内容目录

投资要件	2
1、国内一马当先的特种纸龙头	6
2、仙鹤：“成长”属性显著	8
2.1、仙鹤 VS 其他特种纸公司：成长特征明显	9
2.2、多赛道布局：适应多元化需求，进一步扩大成长空间	11
2.3、多产线布局，灵活切换，排产效率高。	12
2.4、精细化管理：自动化提升人效，控费能力不断强化	13
3、聚焦四大消费领域，强化成长属性	15
3.1、液体包装纸空间广阔，进入利乐体系，等于进入了全行业体系	15
3.2、以纸代塑对公司的发展机遇在哪里？	17
3.3、物流快递快速发展带动标签用纸持续高景气	20
3.4、传统烟草国际化拓展，新型 HNB 产品前瞻布局	23
4、夏王：受益下游集中度提升，享高毛利溢价+稳步成长	25
4.1、定位中高端，“技术外溢”带来强定价权+高毛利率	25
4.2、绑定优质品牌，成长优势凸显	27
5、战略备库+自建浆线，中长期平抑成本波动	27
盈利预测和投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级	29
盈利预测	29
投资建议	32
风险提示	32

图表目录

图表 1：仙鹤股份发展历程	6
图表 2：2013-3Q2020 公司营收及增速	7
图表 3：2013-3Q2020 公司净利润及增速	7
图表 4：公司主要产品及用途	7
图表 5：2013-2019 年公司分品类营收（亿元）	8
图表 6：2013-2019 年公司营收结构分布	8
图表 7：2019 年特种纸公司营收体量（亿元）	9
图表 8：2016-2019 年特种纸公司营收复合增速（%）	9
图表 9：2016-2019 年特种纸公司净利润复合增速（%）	9
图表 10：特种纸公司 ROE 对比（%）	9
图表 11：公司净利率较同业公司更具优势	10
图表 12：应收账款周转率对比	10
图表 13：存货周转率对比	10
图表 14：公司近年资本开支显著高于其他企业（亿元）	11
图表 15：2020 前三季公司资本开支占固定资产比例较高	11

图表 16: 公司主要竞争对手 (分产品)	11
图表 17: 仙鹤在成长性赛道布局前瞻性	12
图表 18: 仙鹤布局特种纸赛道多属于成长期	12
图表 19: 公司的纸机设备多为小型纸机产线	12
图表 20: 公司造纸机技术专利超过 30%	13
图表 21: 仙鹤股份近五年产能利用率保持在 95%水平	13
图表 22: 公司毛利稳定性显著优于其他特种纸企业	13
图表 23: 仙鹤人均创收逐年提高	14
图表 24: 仙鹤股份人均创利表现好于其他特种纸企业	14
图表 25: 2019 年仙鹤期间费用率水平较低	14
图表 26: 仙鹤股份期间费用率逐年下降	14
图表 27: 仙鹤股份单位运费呈下降趋势	15
图表 28: 2019-2023E 公司主要纸种产能 (万吨)	15
图表 29: 中国液包原纸市场容量 75 万吨左右	16
图表 30: 2019 年中国特种纸消费量 309 万吨	16
图表 31: 国内无菌包装市场格局	16
图表 32: 主要无菌包装企业在华收入 (亿元人民币)	16
图表 33: 仙鹤占新巨丰采购金额及比例	17
图表 34: 食品厚型包装纸下游应用领域广泛	17
图表 35: 2013-2019 公司食品与医疗包装用纸营收规模	17
图表 36: 食品与医疗包装用纸占营收比重	17
图表 37: 食品与医疗包装用纸产能有望大幅扩张	18
图表 38: 新版本限塑令力度更大、范围更广、可行性更强	18
图表 39: 医疗器械灭菌包装材料 (预成型袋)	19
图表 40: 近年来中国医疗包装用纸市场规模及增速	20
图表 41: 2019 年中国医疗包装用纸市场格局	20
图表 42: 2016 年各国人均不干胶标签用量 (平方米/人)	20
图表 43: 2012-2020 年国内快递业务量迅速增长	20
图表 44: 标签用纸常见结构 (以不干胶标签为例)	21
图表 45: 近年来中国格拉辛纸市场规模	21
图表 46: 2018 年中国格拉辛纸市场格局	21
图表 47: 仙鹤既是标签纸成品生产商又是标签纸原材料供应商	22
图表 48: 公司标签离型用纸销量及同比增速	22
图表 49: 公司标签离型用纸营收及占比	22
图表 50: 近年来中国热敏纸市场规模	23
图表 51: 2018 年中国热敏纸市场格局	23
图表 52: 公司商务交流及防伪用纸营收及同比增速	23
图表 53: 公司商务防伪用纸毛利率具有优势	23
图表 54: 烟草行业用纸分类	24

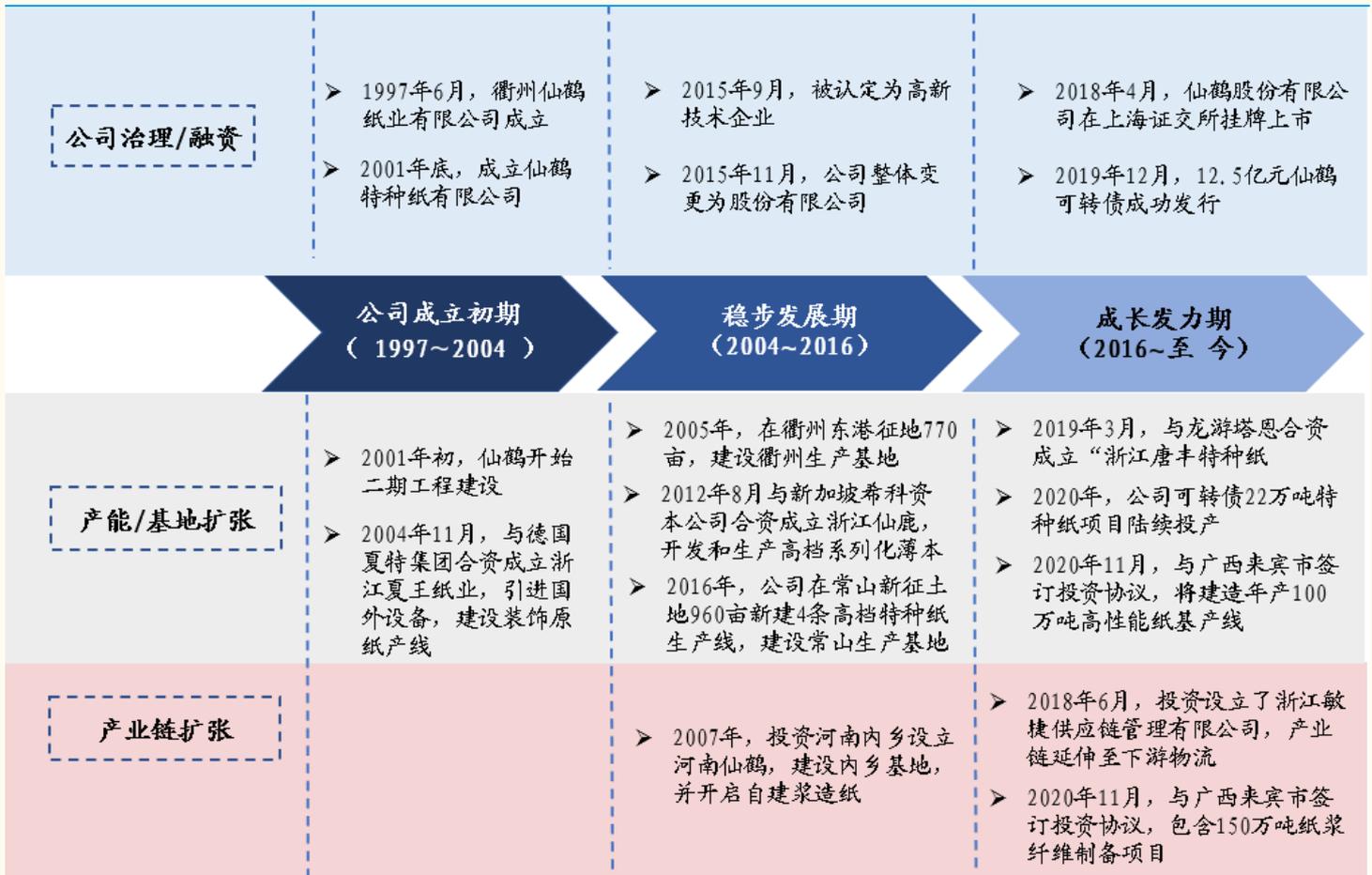
图表 55: 2013-2019 年公司烟草行业用纸营收及增速	24
图表 56: 全球新型烟草行业市场高速扩张.....	24
图表 57: 全球新型烟草用户数量快速上升.....	24
图表 58: 中国新型烟草政策重要的时间节点.....	25
图表 59: 夏王纸业市场占有率超过 30%	26
图表 60: 2019 年开始夏王营收增速与行业增速出现分化.....	26
图表 61: 夏王装饰原纸单位售价高于同行 1000 元左右	26
图表 62: 夏王纸业毛利率表现好于竞争对手.....	26
图表 63: 夏王在装饰原纸领域具有多维技术壁垒.....	27
图表 64: 夏王纸业终端客户包括大型地板、定制家居品牌.....	27
图表 65: 木浆成本比例占营业成本比例超 40%	28
图表 66: 2021 年起浆价进入上升周期.....	28
图表 67: 2018 年公司毛利率受浆价大幅上涨影响而下滑.....	28
图表 68: 2020 年起公司开始储备木浆.....	29
图表 69: 2027 年仙鹤纸浆自供比率预计可达 86%.....	29
图表 70: 公司主要业务营收及毛利率预测.....	31
图表 71: 可比公司估值.....	32

1、国内一马当先的特种纸龙头

产品结构丰富、强成长性的特种纸龙头。仙鹤股份 1997 年 6 月在浙江衢州成立，2018 年 4 月登陆上交所。公司从卷烟用纸起家，多年来深耕特种纸多个细分赛道，主营业务为特种纸研发、生产和销售，拥有烟草行业用纸、商务交流及防伪用纸、食品与医疗包装用纸、标签离型用纸、热转印用纸等九大系列 60 多个品种产品，且在多个赛道稳居市占率第一名。公司当前在全国范围内拥有 3 个制造基地（衢州衢江、衢州常山和河南内乡），未来逐步在广西、湖北进行全国化布局。

2019 年，公司特种纸年产能/产量/销量分别为 54.7/52.2/51.1 万吨。2015-2019 年公司营收由 19.1 亿元增长至 45.7 亿元，复合增速 24.4%；归母净利润由 1.4 亿元增长至 4.4 亿元，复合增速达 33.6%。

图表 1：仙鹤股份发展历程



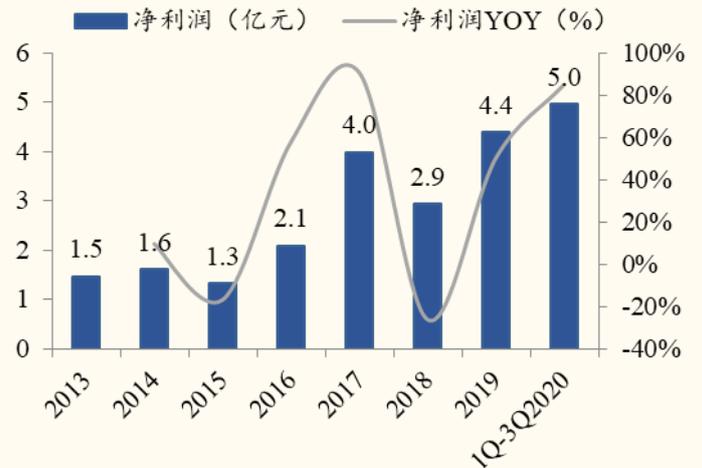
来源：公司官网，国金证券研究所

图表 2: 2013-3Q2020 公司营收及增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 3: 2013-3Q2020 公司净利润及增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 4: 公司主要产品及用途

产品类别	主要产品	用途	2019 年营收占比	2019 年销量 (万吨)	行业阶段	典型应用场景
商务交流及防伪用纸	热敏纸、无碳复写纸、彩色双胶纸、水印防伪纸等	主要用于商务办公、日常交流、防伪验证等	29.3%	15.7	成长	
烟草行业用纸	烟用内衬原纸、烟用接装纸原纸、滤嘴棒成型纸、烟用封签用纸等	用于香烟内衬包装、过滤嘴接装及成型等	16.0%	8.4	成熟	
标签离型用纸	镀铝原纸、格拉辛纸、离型原纸等	用于酒标、食品标签和物流标签等	13.2%	7.5	成长	
热转印用纸	转移印花纸、热转移原纸、数码喷绘热转印等	主要用于在服装、瓷器、金属等表面制作图案	11.9%	5.8	成长	
食品与医疗包装用纸	包装原纸、防油原纸、液体包装原纸、透析纸、皱纹纸等	用于休闲食品、快消品、餐饮以及医用耗材的包装等	11.7%	5.6	成长	
电气及工业用纸	电解电容器用纸、不锈钢衬纸、玻璃间隔纸、CTP 版衬纸等	用于电气绝缘、工业品隔离等	7.1%	3.0	成熟	

家居装饰用纸	装饰原纸（又称“宝丽板纸”，克重在40克以下）、壁纸原纸等	用于人造板基材的覆压、贴面以及建筑内墙的贴面	6.3%	2.9	成长	
低定量出版印刷用纸	圣经纸、字典纸等	应用于圣经、字典等工具书的印刷	4.3%	2.1	成熟	

来源：仙鹤官方网站，公司公告，国金证券研究所整理

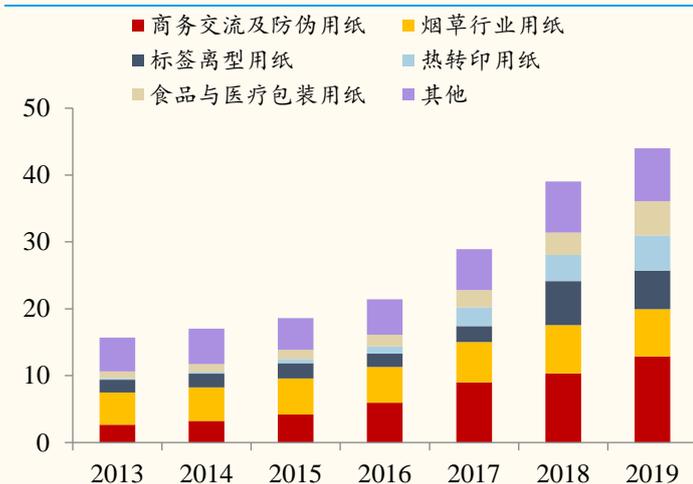
分产品看，2019年公司商务交流及防伪用纸/烟草行业用纸/标签离型用纸/热转印用纸/食品与医疗用纸营收分别为12.8/7.0/5.8/5.2/5.1亿元，营收占比分别为28.2%/15.4%/12.7%/11.4%/11.2%，合计贡献公司近8成收入。增长情况看，商务交流及防伪用纸/热转印用纸/食品与医疗用纸分别同比+24.8%/32.9%/35.4%，表现突出，成为驱动营收增长的重要因素。

商务交流及防伪用纸：受益快递包裹量高增长。该系列用纸中，无碳纸在快递包裹单的普及度较高，快递包裹量的增长也将带动无碳纸需求量的增加。2013-2019年，商务交流及防伪用纸营收由2.7亿元增长至12.9亿元，过去7年CAGR为130%。

热转印用纸：下游多行业需求旺盛，持续稳健发展。转印印花纸主要用于衣物、金属、陶瓷等产品上印个性化图案逐渐成为趋势。2013-2019年，热转印用纸营收由0.22亿元增长至5.21亿元，过去7年CAGR达169.5%。营收占比由1.4%增至11.4%。

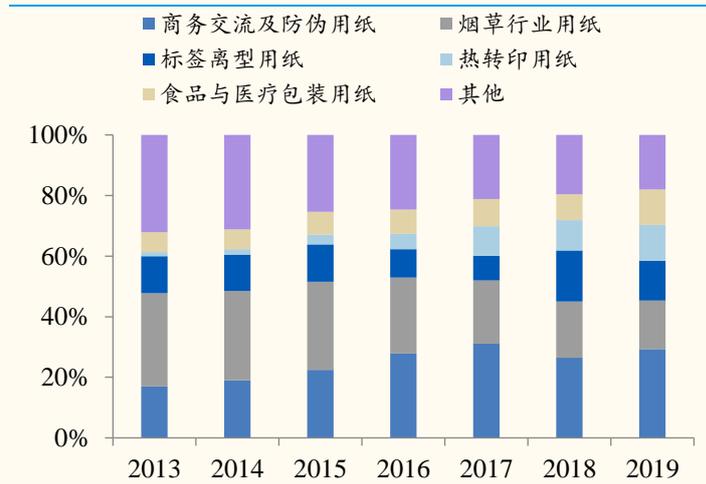
食品与医疗用纸：新产能蓄势待发。2013至2019年，食品与医疗用纸营收CAGR为130.1%，营收由1.0亿元增至5.1亿元。公司以薄型液体包装纸为基础，逐步向高克重液体包装纸延伸，产品线不断延展。

图表5：2013-2019年公司分品类营收（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所（注：“其他”包含电器及工业用纸、低定量出版印刷用纸、家居装饰用纸、特种浆纸及其他）

图表6：2013-2019年公司营收结构分布



来源：公司公告，国金证券研究所

成长性赛道布局效益初显。2013至2019年，公司营收结构出现了显著调整迹象，前期布局的高成长性纸种已开始加速收获。商务交流及防伪用纸、热转印用纸、食品与医疗包装用纸占比分别由2013年的16.6%/1.4%/6.3%上升至28.2%/11.4%/11.2%。

2、仙鹤：“成长”属性显著

公司深耕特种纸行业二十余年，拥有九大系列产品，每年仙鹤可以根据九个赛道的景气度，灵活调配自己的产能分布，即加大高景气纸种的产能，降低景气不佳赛道的产量，最终内部对冲之后，公司的产能净头寸呈现景气向上的状态。公司拥有 47 条生产线，各条产线都具备多品种切换能力，这使得仙鹤在调配产能时，拥有很强的回旋度。我们认为，与中国其他特种纸企业相比，仙鹤的技术能力、管理能力和对小机台的灵活切换能力，都显著优秀，结合仙鹤在特种纸领域多年的深耕，我们认为其是未来最有希望参与国际竞争的特种纸龙头。

2.1、仙鹤 VS 其他特种纸公司：成长特征明显

营收体量稳居第一。2019 年公司营业收入 45.7 亿元，齐峰新材和冠豪高新以 32.5/23 亿元营收分列第 2/3 名，公司规模稳居特种纸行业第一。

成长性显著优于同业。受益于品类红利，过去四年（2016-2019）公司营收年均复合增速达 27.6%，行业中其他 7 个主要上市公司同期平均增速为 8.0%；公司净利润年复合增速为 27.5%，仅次于凯恩股份，公司的体量较同行之间的差距逐渐拉大。

盈利能力表现优异。过去四年公司 ROE 始终维持在 10% 上，仅次于五洲特纸且稳定性较好，ROE 水平在同业公司中表现优异。

图表 7：2019 年特种纸公司营收体量（亿元）



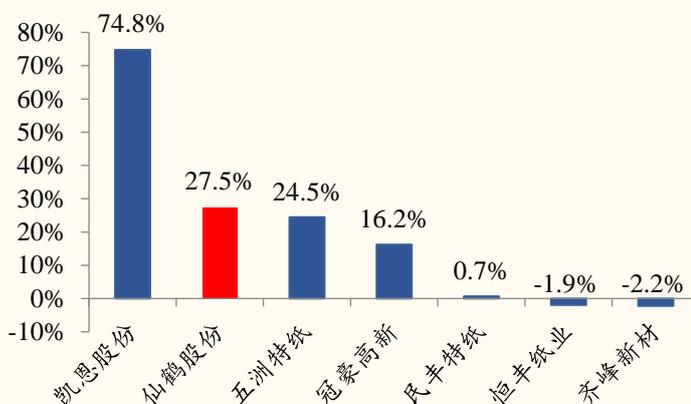
来源：WIND，国金证券研究所

图表 8：2016-2019 年特种纸公司营收复合增速（%）



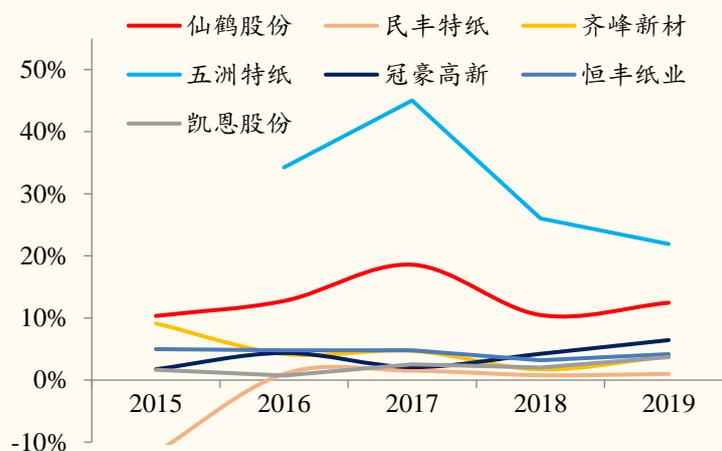
来源：WIND，国金证券研究所

图表 9：2016-2019 年特种纸公司净利润复合增速（%）



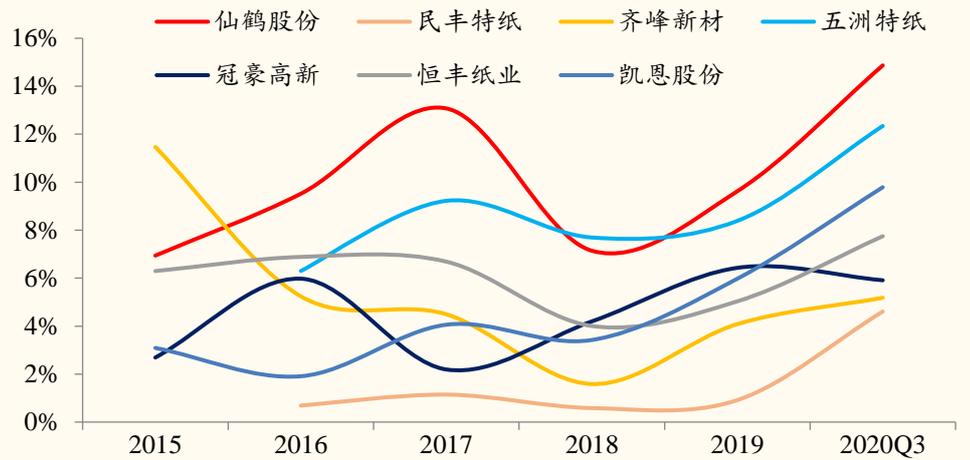
来源：WIND，国金证券研究所

图表 10：特种纸公司 ROE 对比（%）



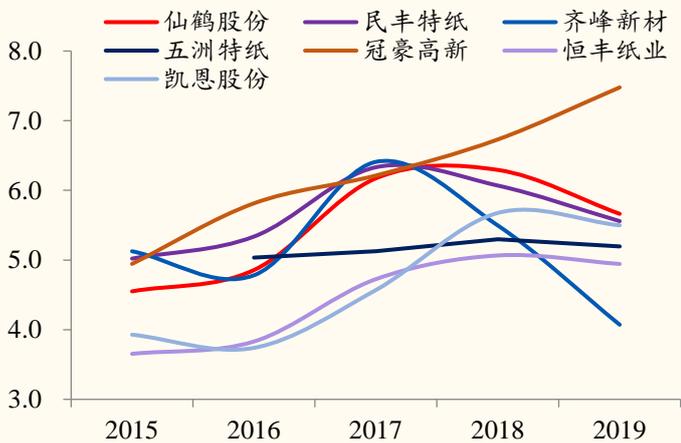
来源：WIND，国金证券研究所

图表 11: 公司净利率较同业公司更具优势



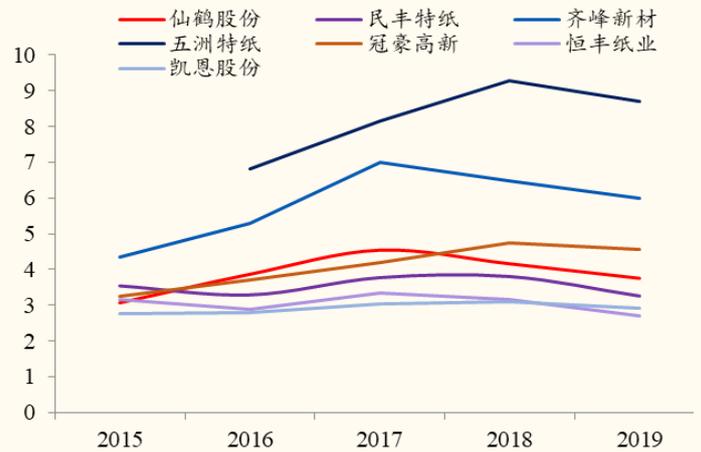
来源: WIND, 国金证券研究所

图表 12: 应收账款周转率对比



来源: WIND, 国金证券研究所

图表 13: 存货周转率对比



来源: WIND, 国金证券研究所

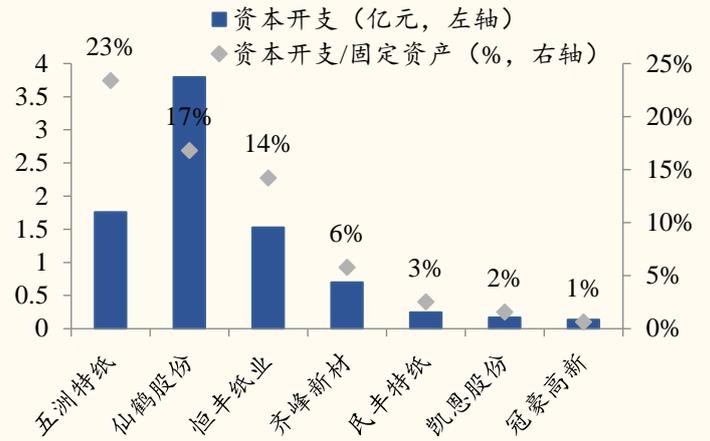
资本开支驱动内生增长，产能进入集中释放期。从资本支出上看，仙鹤股份 2019/3Q2020 资本开支分别为 3.81/3.80 亿元，显著高于其他特种纸企业。从 3Q2020 资本开支占固定资产比例看，仅仙鹤股份、五洲特纸、恒丰纸业三家企业的比值超过 10%。公司未来 2 年均新增产能释放，成长动力充足。

图表 14: 公司近年资本开支显著高于其他企业 (亿元)



来源: WIND、国金证券研究所

图表 15: 2020 前三季公司资本开支占固定资产比例较高



来源: WIND、国金证券研究所

2.2、多赛道布局: 适应多元化需求, 进一步扩大成长空间

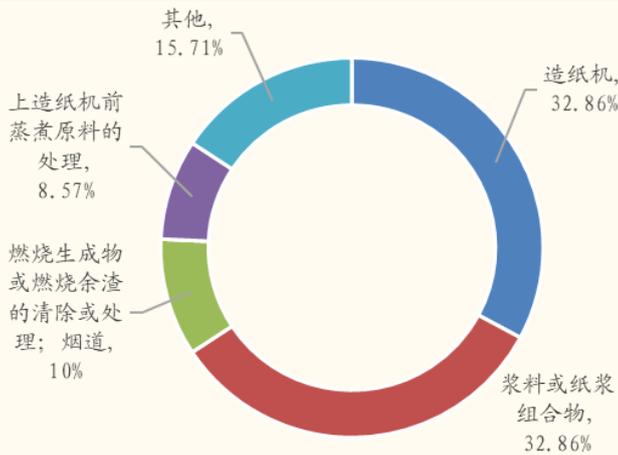
产品矩阵布局齐全, 满足下游多元消费型需求。公司积极打造多样化产品布局, 拥有九大系列、数十种产品, 应用领域涵盖烟草、家装、商务交流、食品、医疗、工业品等多个领域。我们认为公司多赛道布局, 一方面可以进一步突破营收体量的天花板, 打开公司成长空间; 另一方面可以降低营收波动性, 避免单品种成长的风险, 使得公司营收增长的确信性大大提高。

图表 16: 公司主要竞争对手 (分产品)

系列	主要产品类别	仙鹤股份	齐峰新材	五洲特纸	民丰特纸	冠豪高新	凯恩股份	恒丰纸业	华旺科技
烟草用纸	滤嘴棒成型纸	✓			✓			✓	
	烟用接装纸原纸	✓			✓			✓	
	烟用内衬原纸	✓			✓			✓	
家居装饰用纸	装饰原纸	✓	✓						✓
	壁纸原纸	✓	✓						
商务交流及防伪用纸	无碳纸	✓				✓		✓	
	热敏纸	✓				✓			
食品与医疗包装用纸	食品 (液体包装纸、防油原纸等)	✓		✓			✓		
	医疗 (透析纸、皱纹纸)	✓							
标签离型用纸	格拉辛纸	✓		✓	✓				
	镀铝原纸	✓			✓			✓	
电气及工业用纸	电解电容器纸	✓					✓		
	不锈钢衬纸	✓							
热转印用纸	转印印花纸	✓							
	热转移纸	✓		✓		✓			
	数码喷绘纸	✓							
低定量出版印刷用纸	圣经纸等	✓						✓	

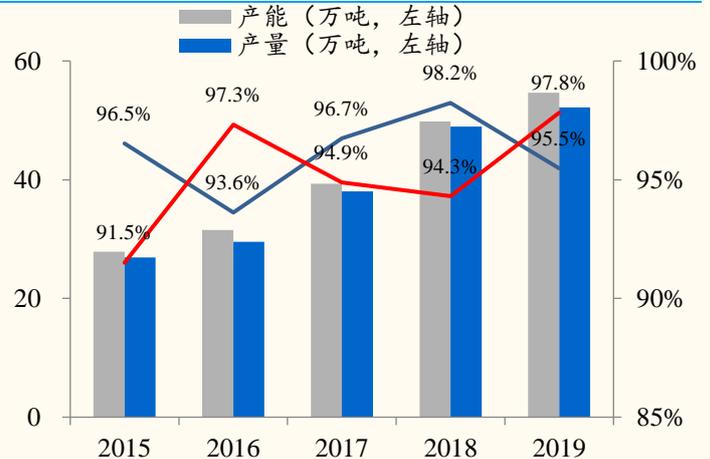
高效率排产，产能利用率保持较高水平。目前仙鹤共有 47 条生产线，以市场需求导向的生产供应思路、灵活的排产经验使得公司的转产效率较高。以 PM7/8 产线为例，该产线适配食品卡纸、热转印纸和医疗包装用纸。在 2021 年初部分地区新冠疫情有反复的背景下，企业可迅速（2 小时内）将该产线调节为医疗包装用纸以满足下游需求。这种快速响应能力使公司保持良好的产销率和产能利用率，提升公司生产效率。

图表 20: 公司造纸机技术专利超过 30%



来源: WIND、国金证券研究所

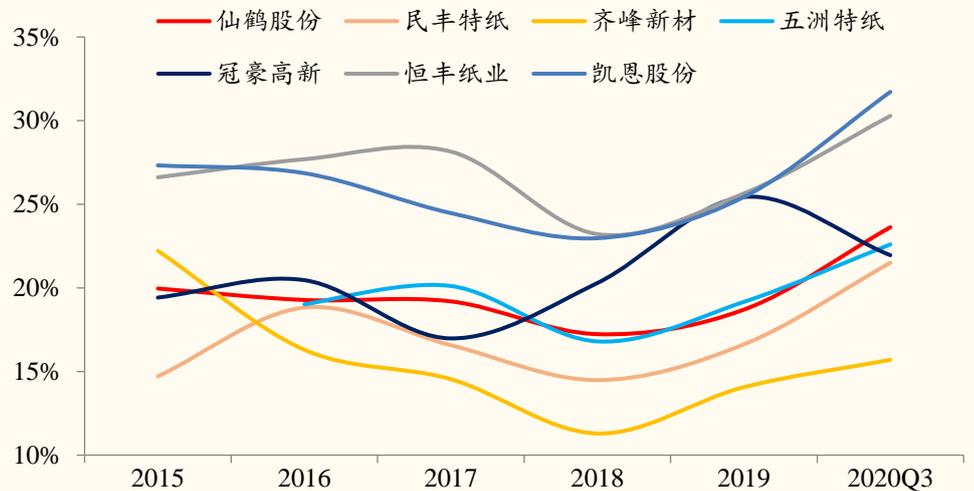
图表 21: 仙鹤股份近五年产能利用率保持在 95% 水平



来源: 公司公告、国金证券研究所

毛利率稳定性更强。得益于公司良好的原料管理及自建浆，产能及时向高毛利产品切换，近五年公司毛利率保持在 17% 至 24% 之间，较其他特种纸企业毛利率的稳定性更强。

图表 22: 公司毛利稳定性显著优于其他特种纸企业

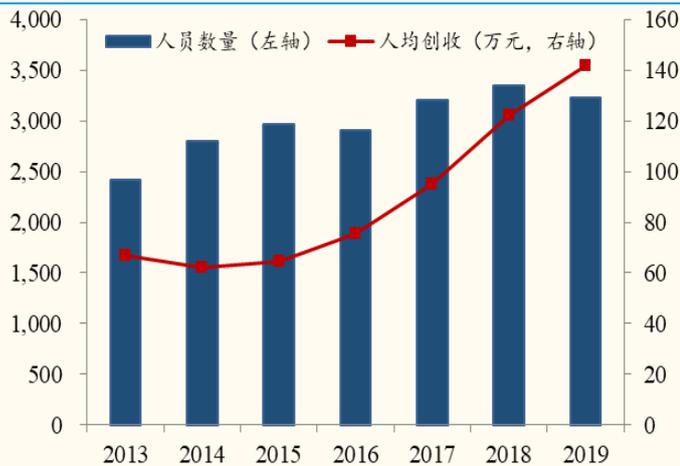


来源: 公司公告、国金证券研究所

2.4、精细化管理：自动化提升人效，控费能力不断强化

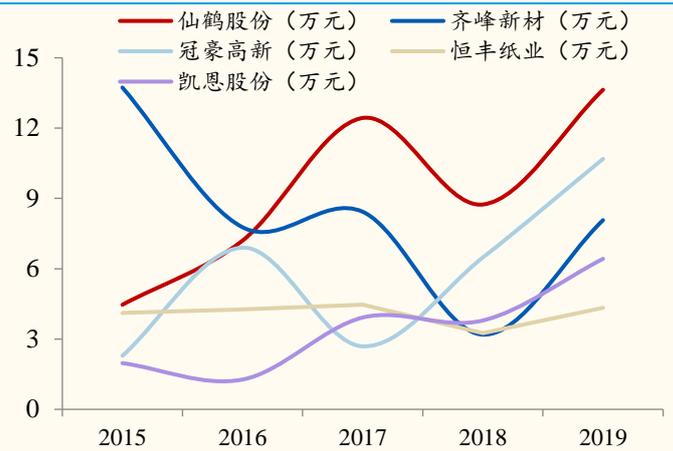
自动化系统明显改善效率，人均创收改善明显。仙鹤对纸机积极进行质量监测与控制系统 (QCS)、集散控制系统 (DCS) 自动化改进，当前平均一条产线仅配备 13 人，在特种纸企业中竞争优势突出。2019 年，仙鹤人均创收 141.7 万元，人均创利 13.6 万元，随着自动化的不断推进，未来公司人效仍在上升通道。

图表 23: 仙鹤人均创收逐年提高



来源: WIND、国金证券研究所

图表 24: 仙鹤股份人均创利表现好于其他特种纸企业



来源: WIND、国金证券研究所

数字化管理+运输效率提升+规模效应, 费用管控能力强化。2019 年, 仙鹤期间费用率合计 9.2%, 在特种纸上市公司中表现突出。具体来看, 销售费用率的降低是主要驱动力。2018 年, 仙鹤实现铁路专线运输, 有效降低华南、西南地区客户运输费用, 单位运费由 2015 年的 304 元/吨, 下降至 2020 年的 263 元/吨。

管理费用率不断优化。得益于仙鹤积极推行数字化, 管理效率不断提升, 以及规模持续扩大, 行政、销售等费用摊薄, 管理费用率进一步下降。我们预计未来公司随着公司规模的扩大, 费用规模化分摊可以持续保持, 推动经营效率不断提升。

图表 25: 2019 年仙鹤期间费用率水平较低



来源: 公司公告、WIND、国金证券研究所

图表 26: 仙鹤股份期间费用率逐年下降



来源: 公司公告、WIND、国金证券研究所

图表 27: 仙鹤股份单位运费呈下降趋势



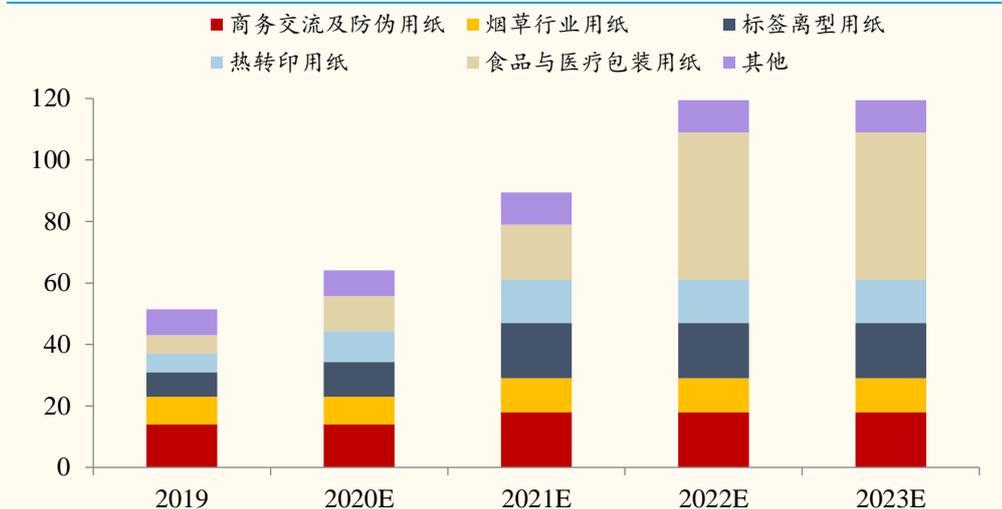
来源: 公司公告、WIND、国金证券研究所

3、聚焦四大消费领域，强化成长属性

未来三年公司将主攻食品、医疗、快递、烟草等消费赛道。公司重点卡位食品和医疗包装赛道：公司食品卡纸成功进入利乐供应链，抢占厚型液包市场份额，以纸代塑趋势中纸吸管、食品包装纸储备齐全；医疗用纸方面，短期疫情提振需求，中长期 BOPP 膜替代进一步打开成长空间。快递中期较高的景气度驱动标签离型纸和热敏纸市场规模成长，公司市场份额分别位居第二、第一名。烟草方面，公司积极入局国外烟草巨头体系，与地方中烟合作布局新型 HNB 缓释材料。

公司未来两年进入产能集中释放期，预计 2021 年有效产能超 80 万吨，2022 年产能至少 110 万吨以上，产能释放复合增速超 35%。

图表 28: 2019-2023E 公司主要纸种产能 (万吨)



来源: 公司公告、国金证券研究所

3.1、液体包装纸空间广阔，进入利乐体系，等于进入了全行业体系

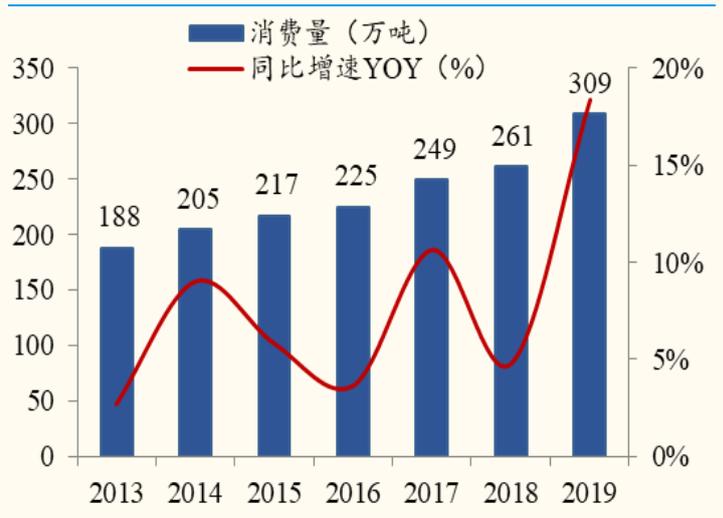
液体包装纸市场空间高于普通特种纸，2019 中国液包市场规模约 75 万吨。无菌包装以原纸为基体，经过多道生产工序后复合而成，供液体产品在无菌环境下进行充填和封合。根据我们测算，国内液体包装原纸市场容量 75 万吨左右。

图表 29: 中国液包原纸市场容量 75 万吨左右

2019 利乐中国收入 (亿元人民币)	907
2019 利乐中国收入 (亿元人民币)	126
毛利率	30.5%~35%
原纸占成本比重	42.0%
原纸用量 (亿元人民币)	34.4~36.8
原纸均价 (万元/吨)	0.9
利乐-中国液包原纸市场容量 (万吨)	38~41
利乐中国市场份额	53.5%
中国液包原纸市场容量 (万吨)	71.4~76.5
利乐-全球液包原纸市场容量 (万吨)	275~294
利乐全球市场份额	63%
全球液包原纸市场容量 (万吨)	437~467

来源: 利乐公告, 新巨丰公告; 国金证券研究所测算

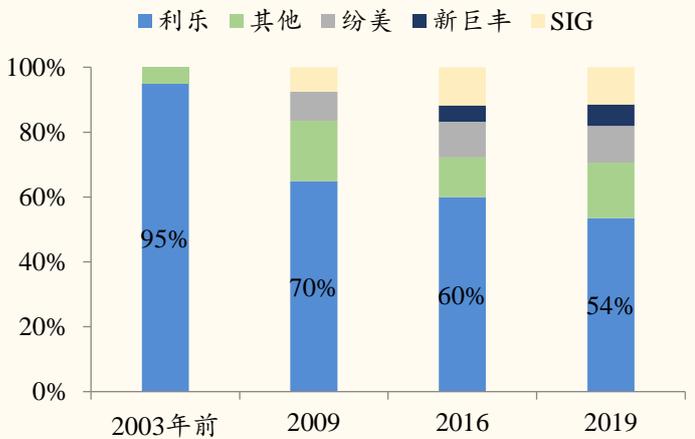
图表 30: 2019 年中国特种纸消费量 309 万吨



来源: 中国造纸协会, 国金证券研究所

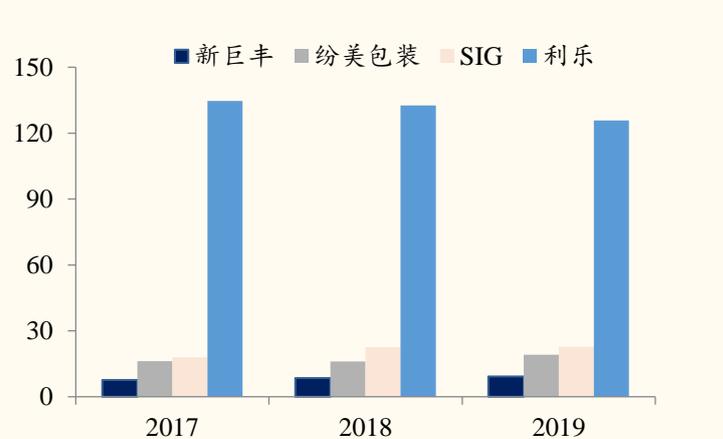
仙鹤进入利乐供应链, 抢占厚型液包市场份额。利乐是全球纸质无菌包装龙头, 2019 年全球市场份额 63% 以上。公司在经历了利乐两年的供应链考察后, 顺利进入利乐供应商体系。尽管当下国内食品厚型液体包装纸 (无菌包) 格局处于进口替代加速期, 利乐仍占比超 50%。我们认为, 一方面公司有望借利乐体系打通液体包装纸渠道, 另一方面以利乐在行业的地位, 进入利乐供应链, 等同于进入其他客户的供应链只是时间问题, 比如: 纷美、新巨丰等国内包装企业。

图表 31: 国内无菌包装市场格局



来源: 《造纸信息》, 新巨丰招股书, 国金证券研究所

图表 32: 主要无菌包装企业在华收入 (亿元人民币)



来源: Bloomberg, 新巨丰招股书, 国金证券研究所

图表 33: 仙鹤占新巨丰采购金额及比例



来源: 新巨丰招股书, 国金证券研究所

图表 34: 食品厚型包装纸下游应用领域广泛



来源: 百度, 国金证券研究所整理

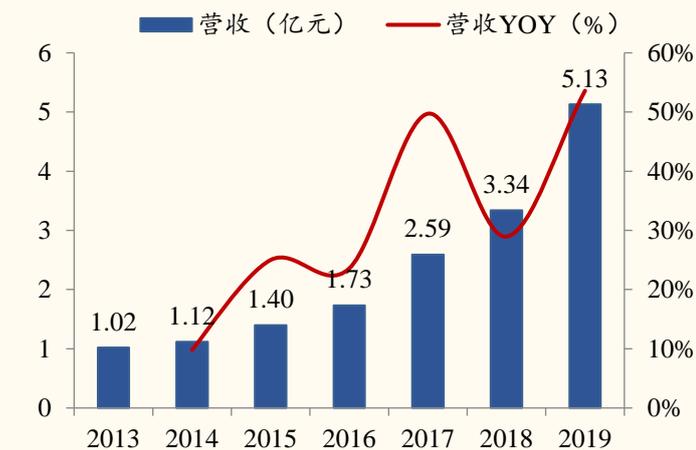
中长期看, 应用场景延展驱动厚型液包纸高成长。当前, 薄型食品纸已进入自然增长阶段, 平均每年增速 6-8%左右。厚型液体包装纸当前主要应用于乳品(如特仑苏)和少部分非碳酸饮料的包装, 我们预计随着厚型液体包装纸应用场景的进一步延展, 液体包装纸市场空间有望进一步扩大。

3.2、以纸代塑对公司的发展机遇在哪里?

我们判断, 以纸代塑对公司的发展机遇主要在体现食品和医疗包装领域, 这两项也是公司未来三年重点布局的赛道。

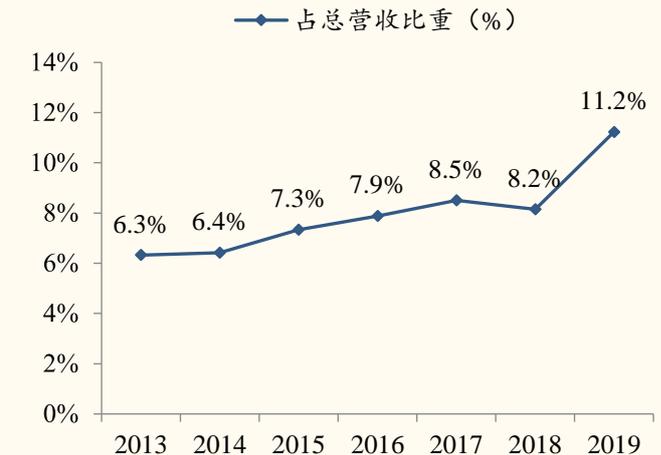
公司食品与医疗包装用纸业务加速成长, 2024 年有望超 50 万吨。2013-2019 年, 公司食品与医疗包装用纸营收由 1.0 亿元增长至 5.1 亿元, 年均复合增速达 30.9%, 食品与医疗包装用纸营收占总营收比重由 6.3%提升至 11.2%, 接近翻倍, 尤其在 2019 年度同比提升 3pct, 发展势头迅猛。目前公司食品与医疗用纸年产能超过 10 万吨/年(其中食品纸 6-7 万吨, 医疗包装 3 万吨左右)。伴随 2022 年投产的 30 万吨高档食品卡、2024 年广西一期 10 万吨食品纸的投产, 2024 年公司食品与医疗纸产能有望超 55 万吨。

图表 35: 2013-2019 公司食品与医疗包装用纸营收规模



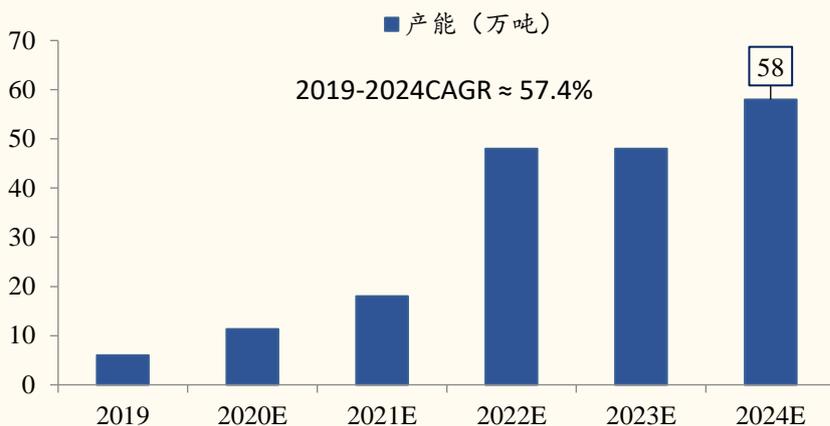
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 36: 食品与医疗包装用纸占营收比重



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 37: 食品与医疗包装用纸产能有望大幅扩张



来源: 公司公告, 国金证券研究所

3.2.1、食品纸: 代塑包装布局前瞻, 积极布局纸吸管代塑产品

“最严限塑令”打开食品包装成长空间。2020年1月, 国家发改委、生态环境部印发《关于进一步加强塑料污染治理的意见》, 明确加强塑料污染治理分阶段的任务目标。对比2008年版本, 新版限塑令力度更大、范围更广、可行性更强。我们认为, 此次限塑令最终落实效果相较前次更强, 食品包装用纸将充分受益于此, 主要基于以下原因:

①供给端优质的可替代品发展日趋成熟。当前的食品包装纸基材料具有防油耐高温、无污染、可降解等特性, 且原料单吨价格仅为可降解塑料的1/4, 成本优势明显, 对一次性塑料制品的替代性更强。

②消费升级+环保意识, 促进纸质包装渗透率的加速提升。纸质包装与塑料、金属、玻璃等其他材质包装相比, 具有美观大方、卫生安全、健康环保的特点。据凯米拉国际消费者调研显示, 85%的中国一线城市消费者表示愿意为安全、环保的食品包装支付更多的价格, 消费升级趋势下, 纸质食品包装将更受消费者欢迎。目前星巴克、麦当劳、喜茶、金鼎轩等企业已逐渐减少对塑料吸管的使用, 采用纸吸管、PLA可降解吸管来代替。

积极布局新型纸吸管等代塑产品。以纸吸管产能为例, 公司当前拥有10亿根纸吸管产能, 且产能仍在扩张中, 当前已进入喜茶、德克士等品牌的吸管采购体系。当前国内有460亿根纸吸管可替代空间, 由于纸吸管仅为可降解吸管单位成本的50%左右, 我们判断纸吸管仍是塑料吸管的首要替代选择。我们预计随着限塑令的收紧, 纸吸管的渗透速度有望加速抬升。

图表 38: 新本版限塑令力度更大、范围更广、可行性更强

	2008 年旧版	2020 年新版
涵盖环节	部分生产、消费	塑料制品的生产、流通、使用、处置、回收全周期
供给端实施范围	厚度小于 0.025 毫米的塑料购物袋,	0.025 毫米的塑料购物袋、厚度小于 0.01 毫米的聚乙烯农用地膜、一次性发泡塑料餐具、一次性塑料棉签、塑料微珠的日化产品、全面禁止废塑料进口
消费端实施范围	超市、商场、集贸市场等商品零售场所	商场、超市、药店、书店等零售场所, 餐饮外卖, 星级宾馆酒店, 邮政快递网点, 农膜应用
目标进程	未明确阶段性检验结果的时间和目标; 未分城市、分地区实施	分 2020 年、2022 年、2025 年三个时间段; 以大城市为示范区域, 逐步下沉到地级, 县级市, 分步骤、分领域有序推进塑料污染治理
替代产品	并未明确替代产品	推广应用替代产品和模式, 在商超、药店、书店等场所可推广使用环保布袋、纸袋等非塑料制品; 推广可降解地膜; 电商外卖平台企业制定一次性塑料制品减量替代实施方案; 积极推广可循环可折叠包装产品和物流配送器具。

来源：发改委，国金证券研究所

3.2.2、医疗纸：短期疫情提振需求，中长期受益 BOPP 膜替代

短期秋冬疫情反复，下游口罩生产拉紧，口罩包装用纸需求得到进一步提振。公司医疗用纸直接对接下游奥美、振德、稳健医疗等口罩及医疗器材生产商，当前产能 3 万吨左右。

透析纸替换 BOPP 膜在即，打开医疗纸中期成长空间。 医疗器械无菌包装材料目前多为纸塑复合材料（淋膜纸）或塑料，发达国家医用透析用纸已进入了较为成熟的产业阶段，国内仍处于市场拓展期。国家食药总局颁布的一次性使用输液器国家标准（GB 8368-2018）新增条款要求“输液器初包装应采用一面具有透气功能的包装材料（如透析纸）”，将于 2021 年 4 月 1 日开始实施，纸类包装和纸塑复合包装代替 BOPP 等全塑包装的步伐有望加快，透析用纸市场有望进一步打开。

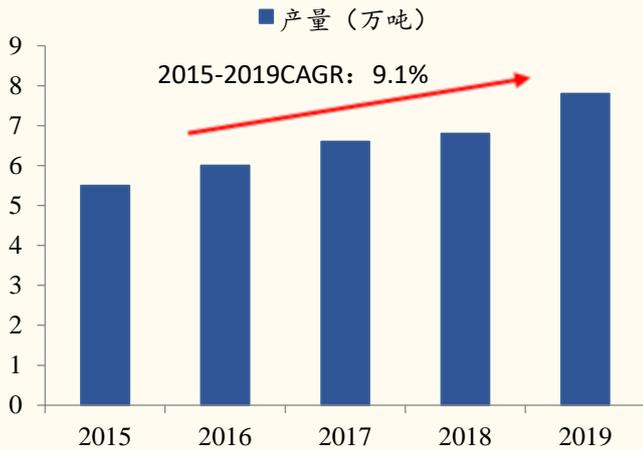
图表 39：医疗器械灭菌包装材料（预成型袋）

包装形式	使用材料	特点	示例
纸纸袋	医疗级透析纸、特卫强、医用淋膜/覆膜纸	透析性良好，适用环氧乙烷、高温蒸汽、辐射等灭菌方式，可用于医用敷料包装等一次性医疗器械	
纸塑袋	医疗级透析纸、特卫强+PE、PET 等.	透析性良好，适用环氧乙烷、高温蒸汽、辐射等灭菌方式，广泛应用于注射器、导尿管、手术衣等一次性医疗器械包装。	
窗口袋/透气袋	医疗级透析纸、特卫强+PE、PET 等	用于较大型医疗器械包装，适应环氧乙烷、高温蒸汽等灭菌方式	
纯塑袋	PE、PET 等	用于灭菌后包装或者辐射灭菌	

来源：中国纸业网，国金证券研究所

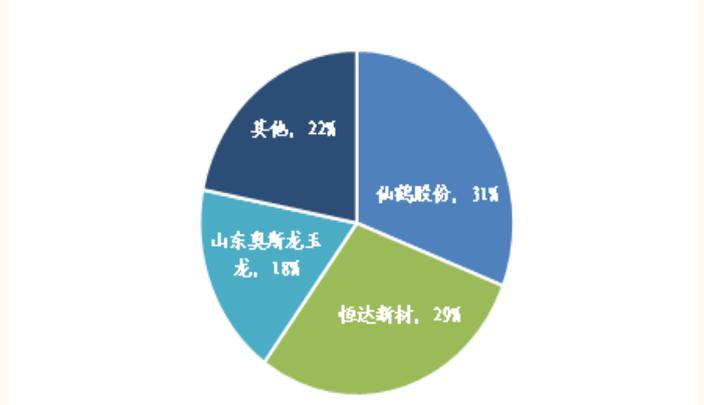
医疗包装用纸复合增速 7.3%，三足鼎立格局清晰。 2018 年国内医疗包装纸市场规模 7 万吨，2015-2018 年复合增速为 7.3%。目前，该细分纸种市场呈寡头垄断格局。仙鹤占据约 31%份额，主要对手为浙江恒达新材（29%）、山东奥斯龙玉龙特种纸业（18%）。

图表 40: 近年来中国医疗包装用纸市场规模及增速



来源:《造纸信息》, 国金证券研究所 (注: 产量仅包括医用透析纸和皱纹纸)

图表 41: 2019 年中国医疗包装用纸市场格局

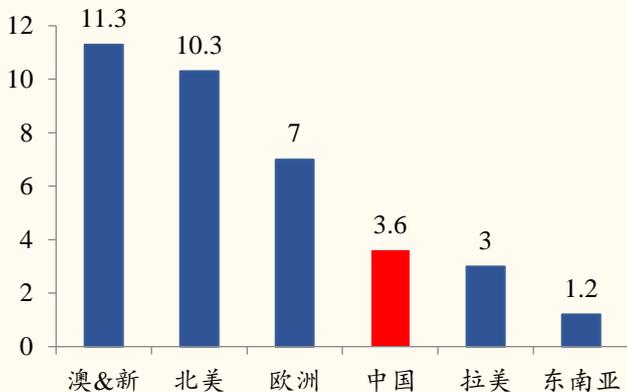


来源: 公司公告, 公司官网, 国金证券研究所整理

3.3、物流快递快速发展带动标签用纸持续高景气

物流用纸市场驱动力已由快递业务成长性+电子面单渗透率提升双驱动转变为快递业务成长红利。新型快递面单以格拉辛纸为底纸, 热敏纸为面纸。邮政局数据统计, 2010-2019 年全国快递年业务量由 23.4 亿件增长至 635.2 亿件, 复合增速达 44.31%, 2019 年底国内电子面单使用率超 98%。截至 2020 年 12 月 21 日, 国内快递业务量突破 800 亿件。预计未来在“双循环”新发展格局下, 电商品类持续拓宽, 物流快递行业中期维持高景气, 充分带动物流用纸发展。

图表 42: 2016 年各国人均不干胶标签用量 (平方米/人)



来源: 造纸信息, 国金证券研究所

图表 43: 2012-2020 年国内快递业务量迅速增长



来源: 中国邮政局, 国金证券研究所

根据标签所用底纸不同, 标签离型用纸主要分为格拉辛纸和镀铝原纸。标签用纸通常有三层: 底纸、胶合剂、面纸。底纸起离型作用, 面纸用来印刷文字或图案。

图表 44: 标签用纸常见结构 (以不干胶标签为例)

结构层级	作用	常见类别
底纸	离型	1) 格拉辛纸 (最常用) 2) 超级研光纸 SCK 3) 高岭土涂布纸 CCK
胶合剂	粘贴	溶剂型, 乳胶型, 热熔型
面纸	印刷	1) 纸基类: 热敏纸、铜版纸、胶版纸等 2) 薄膜类: 有聚乙烯、聚丙烯、聚酯



标签离型纸

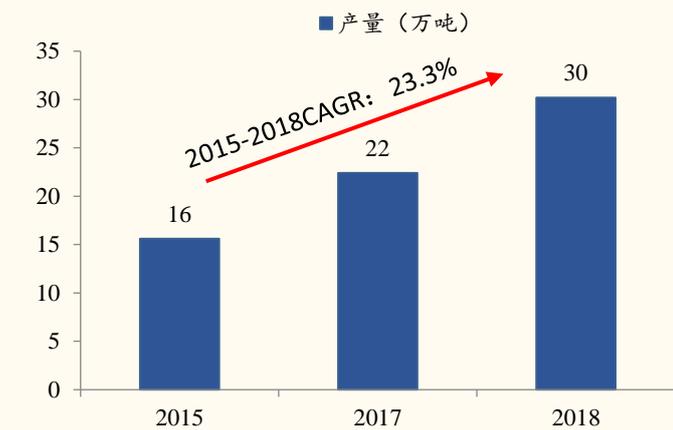
来源: 公司公告, 国金证券研究所

仙鹤率先布局不干胶领域, 具体包括热敏标签纸和离型纸, 对比同业 (五洲特纸、冠豪高新) 在成品不干胶领域前瞻性更强, 当前公司的热敏纸、离型纸国内市占率均超过 20%。

3.3.1、离型纸: 短期受益快递成长红利, 长期应用场景扩大化

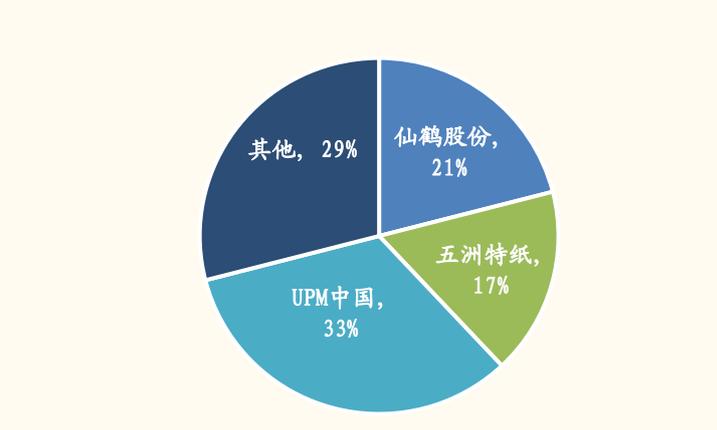
格拉辛纸复合增速 23.3%。据特种纸专业委员会统计, 2018 年中国格拉辛纸产量 30 万吨, 当前产能处加速扩张态势。其中仙鹤产量约 6.3 万吨, 占市场份额约 21%, 国内主要竞争对手为 UPM 中国 (33%), 五洲特纸 (17%)、民丰特纸等。

图表 45: 近年来中国格拉辛纸市场规模



来源: 《造纸信息》, 国金证券研究所

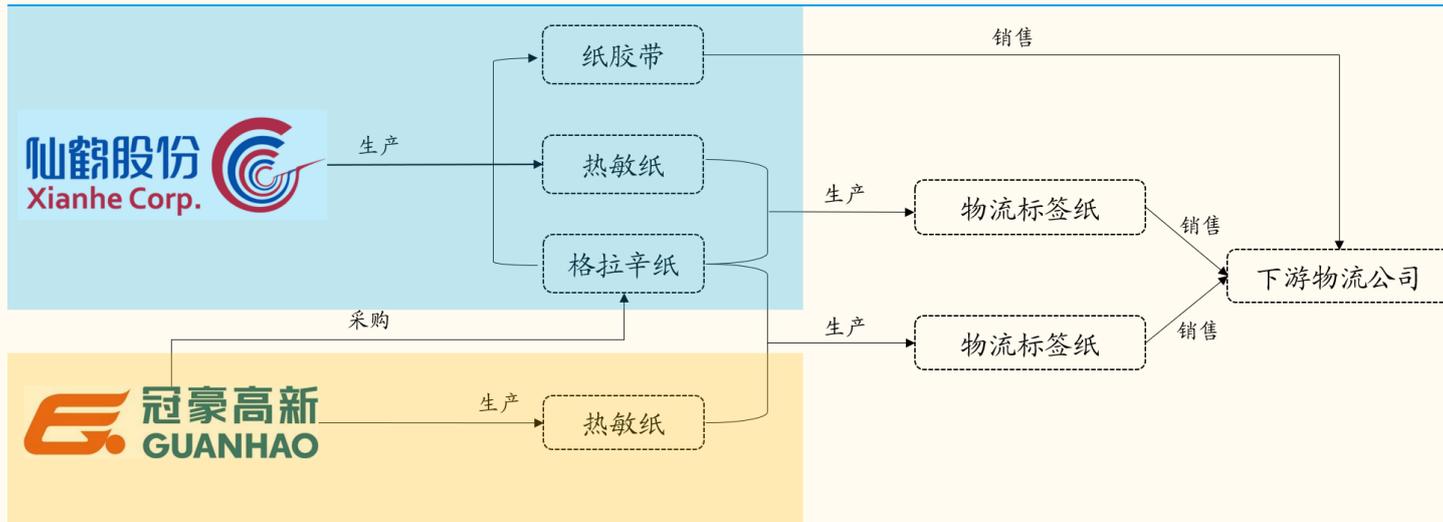
图表 46: 2018 年中国格拉辛纸市场格局



来源: 公司官网, 中国造纸协会, 国金证券研究所整理

2020 年前公司主要生产物流标签原纸, 下游客户为制作不干胶标签成品企业, 而且将成品销往物流企业。2020 年起, 公司部分业务直接与物流供应商合作, 将产业链向前端延伸, 不干胶标签直接供给物流供应商。离型用纸毛利率相对较低, 未来公司将有机会借此打入四通一达体系, 拓展客户, 并在标签用纸的基础上, 进一步推广纸胶带等以纸代塑产品组合, 凭先发优势抢占市场增量。

图表 47: 仙鹤既是标签纸成品生产商又是标签纸原材料供应商



来源: 国金证券研究所整理

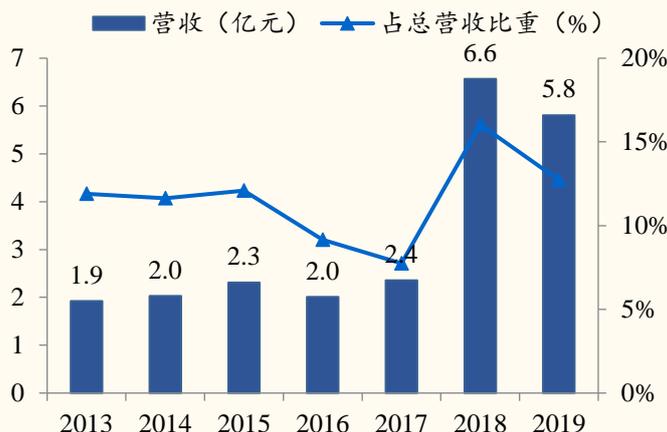
2019 年度标签离型用纸营收 5.8 亿元, 占比 12.7%, 为公司第三大纸种, 伴随 3Q2020 年产 11 万吨格拉辛纸产线上线 (可转债募投项目), 预计 2021 年起产能有序释放。

图表 48: 公司标签离型用纸销量及同比增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 49: 公司标签离型用纸营收及占比



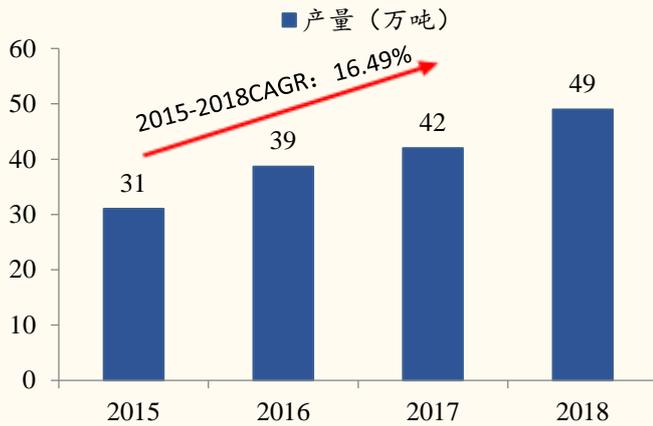
来源: 公司公告, 国金证券研究所

长期角度, 格拉辛纸应用场景可开拓性强, 成长空间逐步释放。根据《造纸信息》统计, 在以卫生巾和纸尿裤为代表的卫生用品领域, 目前主要使用淋膜纸作为离型材料, 如果全部改用格拉辛离型纸作为离型材料, 按国内目前每年消耗的卫生巾和纸尿裤数量计算, 每年大约需消耗格拉辛纸 25 万吨。随着新限塑令的深入落实, 格拉辛纸将逐步开启对淋膜纸的全面替代, 我们预计格拉辛纸成长空间逐步释放。

3.3.2、热敏纸: 复合增速超 15%, 仙鹤为细分赛道龙头

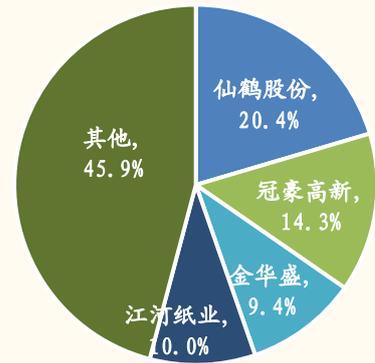
热敏纸是不干胶面纸的重要组成部分, 2018 年国内热敏纸产量为 49 万吨, 2015-2018 年平均复合增速为 16.5%。从市场格局来看, 2018 年仙鹤热敏纸产量约 10 万吨, 市场占有率约 20.4%, 其余主要厂商包括冠豪高新 (14.3%) 江河纸业 (10%), 金华盛 (9.4%) 等。

图表 50: 近年来中国热敏纸市场规模



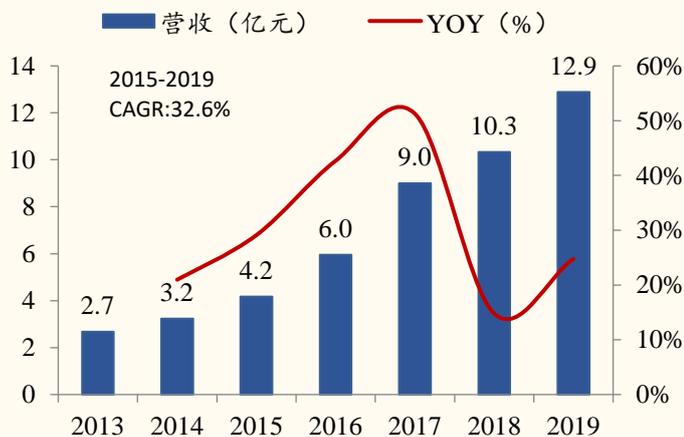
来源:《造纸信息》, 国金证券研究所

图表 51: 2018 年中国热敏纸市场格局



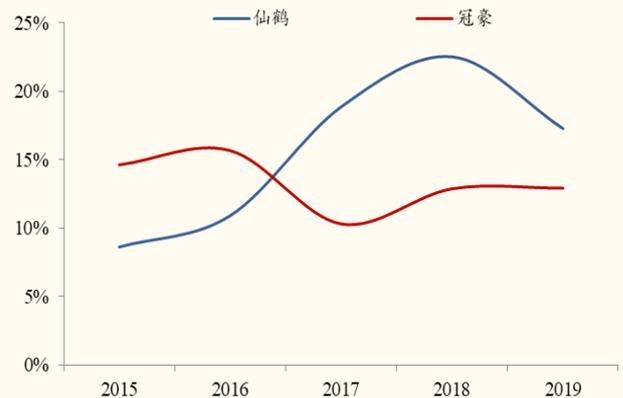
来源: 智研咨询, 国金证券研究所

图表 52: 公司商务交流及防伪用纸营收及同比增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 53: 公司商务防伪用纸毛利率具有优势



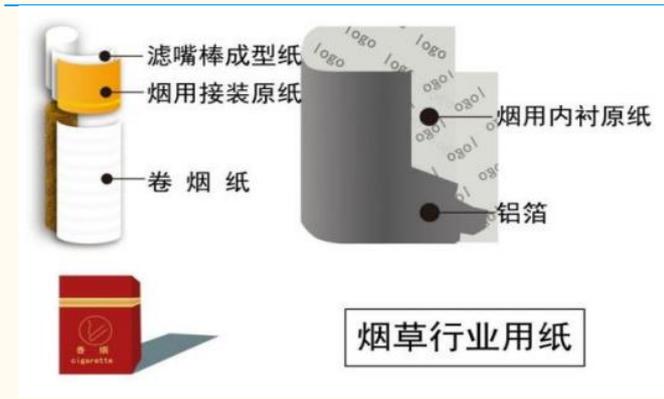
来源: 公司公告, 国金证券研究所

3.4、传统烟草国际化拓展, 新型 HNB 产品前瞻布局

3.4.1、国内烟草配套纸地位稳固, 入局国外烟草巨头体系

国内传统卷烟用纸市场份额 45%，市场地位稳固。烟草行业用纸主要分为卷烟纸、烟用接装纸、烟用内衬纸（铝箔纸），滤嘴棒成型纸等，一般将后三种称为配套用纸。其中国内烟用接装纸和内衬纸市场规模 20 万吨，2019 年仙鹤卷烟用纸产量为 9 万吨，市场份额约 45%。

图表 54: 烟草行业用纸分类



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 55: 2013-2019 年公司烟草行业用纸营收及增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

绑定国际接装纸龙头, 积极进入海外卷烟巨头采购体系。2019 年 3 月, 公司与国际烟草接装纸龙头塔恩共同出资设立唐丰特纸, 为公司切入全球市场奠定基础。当前公司已通过菲莫国际、英美烟草等国际烟草公司的审核, 从 2021 年开始在全球范围内进行广泛的合作。未来, 公司有望凭借与国际巨头的深度绑定, 逐步打开海外业务的成长空间。

3.4.2、布局加热不燃烧 (HNB) 缓释材料, 将率先受益新型烟草放开

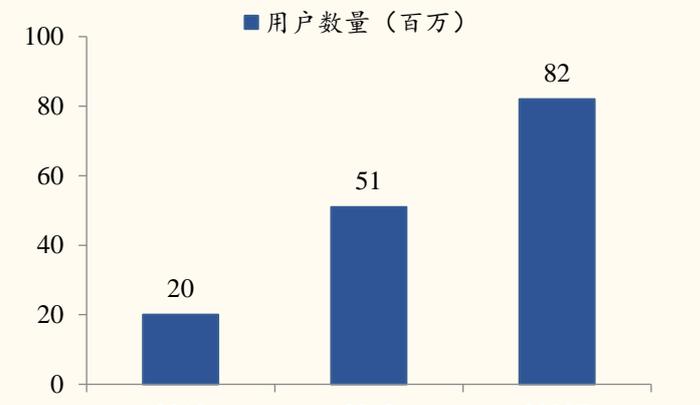
新型烟草市场保持高速增长态势。根据欧睿数据, 2019 年全球新型烟草市场规模达到 354 亿美元, 同比增长 27.6%, 2014-2019 年 CAGR 达到 38.5%。高速增长背后深层原因在于: 全球控烟政策的深化、烟民健康意识的崛起、产品力的进步等。过去 5 年, 新型烟草消费者数量也急剧上升, 2018 年全球新型烟草用户 (雾化+HNB 消费者) 共计 5100 万人, 智研咨询预计到 2023 年将突破 8200 万人, 全球渗透率有望达到 8% 以上 (假设 2023 年全球烟民数量为 10 亿人)。

图表 56: 全球新型烟草行业市场高速扩张



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

图表 57: 全球新型烟草用户数量快速上升



来源: 智研咨询, 国金证券研究所

国内 HNB 政策有望逐步放开, 仙鹤积极布局 HNB 缓释材料。

目前国内 HNB 市场尚未开放, 但 HNB 技术研发快速推进, 前景可期。当下各地中烟公司研究院加速在 HNB 产品与技术布局, 伴随中烟技术成熟叠加内部利益机制理顺, 预计未来 HNB 在国内或逐步放开。根据《烟草专卖法》, HNB 烟弹明确纳入专卖体系, 配套烟具大概率可由民营资本市场化参与。

HNB 一般采用传统烟丝与烟草薄片混合作为烟草段材料, 其专用烟草薄片内部充垫缓释材料 (传统烟草薄片内部充垫烟渣)。目前公司正在国内布局以纸为基材的缓释材料, 缓释材料具备保香性良好、低成本等特点, 需求量大, 市场前景广阔。

图表 58: 中国新型烟草政策重要的时间节点

时间	主要内容
2014.03	全国烟草行业发展计划工作会议提出加强新型烟草制品发展趋势研究，促进行业可持续发展。
2016.01	全国烟草工作会议上提出在“十三五”期间，要坚持向创新产品要销量，积极开拓细支卷烟、异型卷烟、低焦油卷烟、雪茄烟和其他新型烟草制品市场。
2016.04	烟草行业全面深化改革工作要点要求继续推进新型烟草制品监管法律法规体系建设和新型烟草制品的研发创新改革
2017.07	国家烟草专卖局表示正在积极研究制定加强电子烟新型烟草制品监管的可行性方案，推动建立完善电子烟等新型烟草制品的通用技术标准、产品上市规则、市场营销规则等。
2017.09	烟草专卖局认为电子烟从产品成分、功能、消费方式、健康风险等方面与传统烟草制品具有高度相似性。烟草专卖局将推动监管工作，尽早结束电子烟市场“无标准”“无监管”“无秩序”的现状。
2018.01	<p>国家烟草专卖局回复人大会议建议，表示完全赞同将加热不燃烧烟草制品、电子烟及其他新型烟草制品按照烟草制品进行管理。烟草局认为含有尼古丁的电子烟以烟碱为主要消费成分并具有成瘾性和健康风险，因此认为对于含有尼古丁的电子烟也应当纳入烟草制品进行监管。</p> <p>国家烟草专卖局同时提出烟草行业管理部门需要把握新型烟草制品在国际市场上快速发展的时机，促进国产新型烟草制品走出去，扩大中国烟草在国际竞争中的影响力和话语权，并抢占科技竞争制高点。</p>
2018.05	2018 年烟草行业全面深化改革工作要点明确将继续深化新型烟草制品创新改革，推进新型烟草制品的 1) 监管政策法规研究；2) 全产业链创新发展，3) 产品国际拓展。
2019.06	国家标准委公告电子烟强制性国家标准进入“正在批准”阶段。
2021.01	全国烟草工作会议上明确提出规范电子烟管理，推动常规卷烟、创新产品、雪茄烟协同发展。

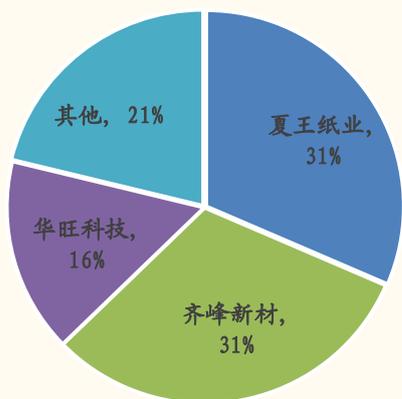
来源：烟草在线网，国金证券研究所

4、夏王：受益下游集中度提升，享高毛利溢价+稳步成长

4.1、定位中高端，“技术外溢”带来强定价权+高毛利率

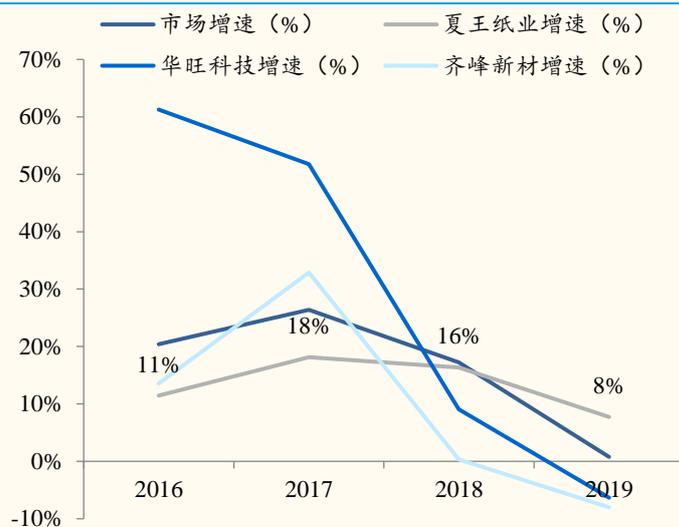
夏王增速超过行业整体，市场份额逐步扩大。仙鹤的装饰原纸业务由联营企业夏王纸业开展，其中仙鹤、德国夏特各占夏王纸业 50% 的股份。从行业发展来看，2019 年装饰原纸市场总产量和总规模分别为 108.5 万吨和 88.4 亿，同比增长 3% 和 0.8%，较前两年 10% 以上的增速有明显放缓。2019 年夏王纸业营收同比增长 8%，远高于行业整体增速。市场红利期过后，企业出色的产品质量和技术溢价保证了夏王纸业仍然具备成长性，使其盈利能力与市场整体相比出现明显分化。在此阶段，夏王纸业开始扩大市场。2019 年，夏王纸业在装饰原纸市场占比达 31%，与齐峰新材共同稳居前两名。

图表 59: 夏王纸业市场占有率超过 30%



来源: 公司公告、智研咨询《2021-2027 年中国表面装饰纸行业竞争格局分析及发展趋势预测报告》、国金证券研究所

图表 60: 2019 年开始夏王营收增速与行业增速出现分化



来源: 公司公告、智研咨询《2021-2027 年中国表面装饰纸行业竞争格局分析及发展趋势预测报告》、国金证券研究所

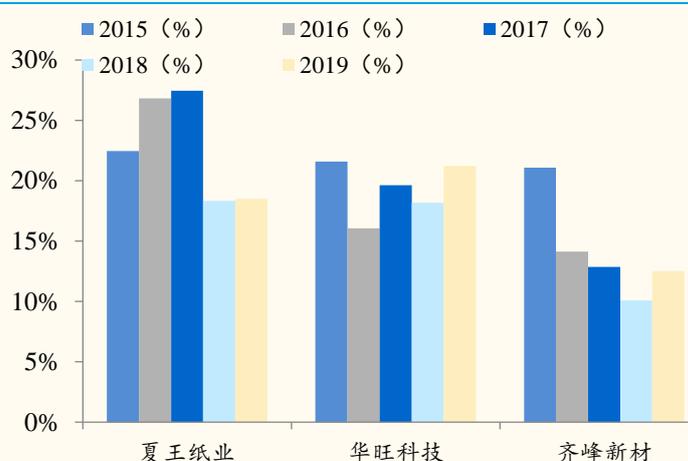
定位高端，享受“技术外溢”带来强定价权和高毛利率。①从定价来看，夏王装饰原纸定位高端，单吨售价 11000 元/吨左右，与同行业其他产品保持 1000 元/吨左右的价差。②从毛利率来看，公司毛利率中枢在 18%-27%，高出同行 5%-10%。

图表 61: 夏王装饰原纸单位售价高于同行 1000 元左右



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 62: 夏王纸业毛利率表现好于竞争对手



来源: 公司公告, 国金证券研究所

调色工艺、高端设备、优质原料锁定构筑夏王竞争壁垒。调色工艺方面，夏王在调色工艺方面积累了 Know-how 的壁垒，积极引进优秀的海外调色专家。在检测设备完成 Lab 值测试后，调色师进一步微调以保持一致性。在设备方面，夏王拥有世界上第一台同步测试仪，精确控制纸浸胶膨胀系数，减小印刷误差。原材料端，公司与高端钛白粉供应商科慕（杜邦旗下）深度绑定，拥有稳定且更具价格优势的钛白粉原料；夏王的木浆采购进入仙鹤整体的木浆采购体系，相较其他中小装饰原纸公司，更加充分享受大规模原材料采购的规模优势。

图表 63: 夏王在装饰原纸领域具有多维技术壁垒

技术工艺	表现
彩色饰面: 常驻三位海外调色专家	纸张色彩表现出高度一致性和稳定性
耐光色牢度: 采用高端钛白粉作为原材料	在光线长期照射下, 纸张三至五年内不会出色褪色、变色的现象
同步技术: 采用世界上第一台同步测试仪	通过精确膨胀系数, 纸张能更好地表现凹凸性和纹理特征, 实现“以纸代木”
数码打印: 采用非接触式印刷, 印刷墨水粘度相对偏低, 墨水研磨精度达到 300 纳米	色彩还原度更高, 层次对比度更好, 上墨量更少
预浸胶纸技术	实现异型包覆、一次成形、提供 0 甲醛的复合板

来源: 公司调研、国金证券研究所整理

4.2、绑定优质品牌，成长优势凸显

夏特提供“品质”背书，下游客户群不断外延，成长优势明显。德国夏特不仅是夏王纸业的合营企业，目前也是夏王的第一大客户。2019 年上半年，从夏特所取得的营业收入占夏王总营收的 16.94%。公司凭借着优质稳定的产品质量和德国夏特的品质背书，下游优质客户群不断扩大，当前是欧派、索菲亚、尚品宅配、金牌、圣象等大型企业的主要装饰原纸供应商。

图表 64: 夏王纸业终端客户包括大型地板、定制家居品牌



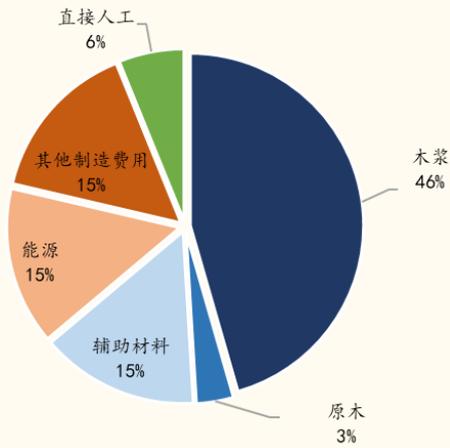
来源: 公司调研、国金证券研究所

我们预计，中长期来看，伴随着精装修带来的下游家具行业集中度的提升，公司下游深度绑定定制和地板行业的头部企业，市场份额有望不断攀升，未来成长性有望逐渐凸显。

5、战略备库+自建浆线，中长期平抑成本波动

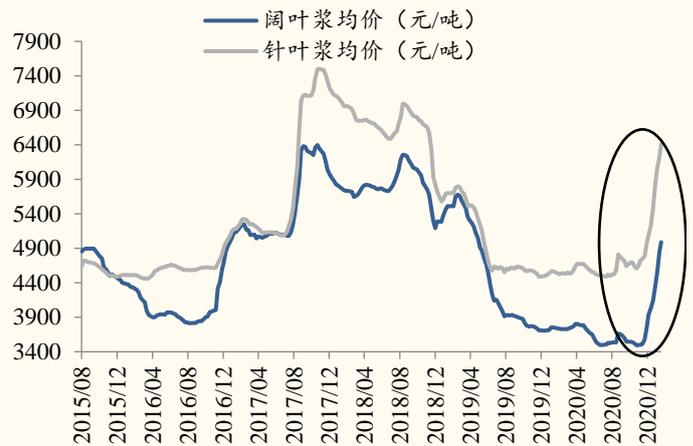
木浆占整体生产成本比重在 45-55% (2017 年占比 46%)，且大部分依赖进口，因此木浆的价格波动会对企业的成本控制带来一定影响。自 2020 年 8 月以来，浆价进入上行周期，当前针叶浆/阔叶浆单吨价格 6605/5128 元，较 8 月底上涨 2008/1532 元，上涨幅度为 43.7%/42.6%。我们认为伴随海外经济的回暖，中国禁废，以及以纸代塑的推进，未来三年国际浆价中枢有望呈现上行态势。

图表 65: 木浆成本比例占营业成本比例超 40%



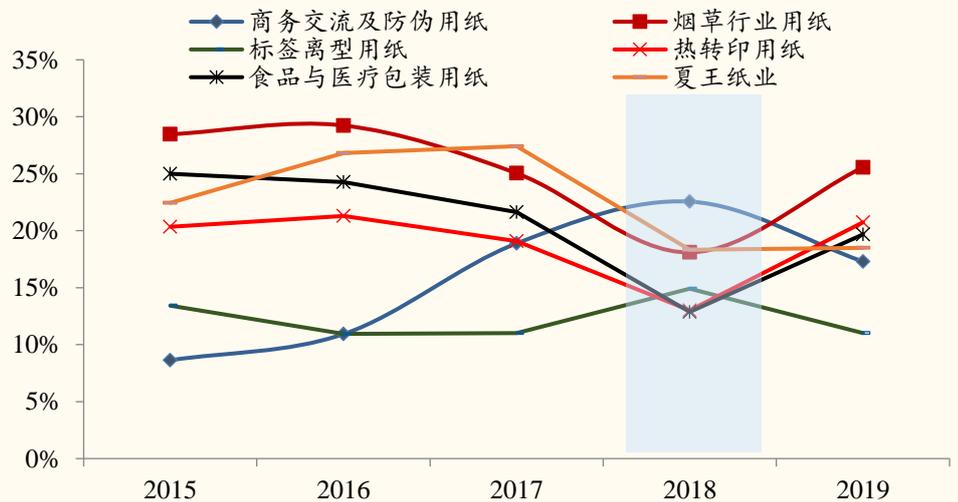
来源: 公司招股书, 国金证券研究所

图表 66: 2021 年起浆价进入上升周期



来源: RISI, 国金证券研究所

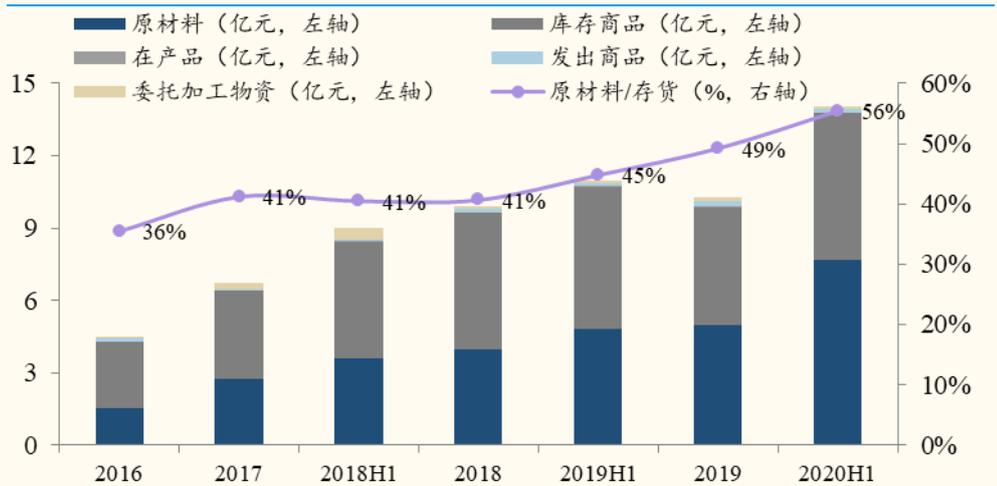
图表 67: 2018 年公司毛利率受浆价大幅上涨影响而下滑



来源: 公司公告, 国金证券研究所

战略性储备低价木浆原料, 短期降低原料波动对毛利率扰动。3Q2020 以来, 公司积极进行木浆战略储备, 2020 年中报显示公司原材料占存货比例达 56%。当前预计公司木浆浆库存周期超过 6 个月, 短期有望进一步平滑生产成本。同时, 仙鹤与海外木浆供应商长期保持着良好关系, 较中小型特种纸企业具有更强的议价能力。

图表 68: 2020 年起公司开始储备木浆



来源: 公司公告, 国金证券研究所

积极自建浆线, 提升木浆自给率, 平抑成本端波动。目前仙鹤的自制浆产能为 5.1 万吨, 基本满足河南仙鹤产线 80% 的木浆需求, 倘若广西来宾化学浆及化机浆项目顺利投产, 预计 2024 年木浆自供比率 49%, 2027 年自供浆比例达 86%。未来企业原材料成本将从以木浆为主转向以原木为主。由于原木价格波动往往小于木浆价格波动, 预计仙鹤能更好地平抑成本端波动。

图表 69: 2027 年仙鹤纸浆自供比率预计可达 86%

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2027E
供给端:									
河南自供浆产能	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1
常山自供浆产能						10	10	10	10
广西自供浆产能								40	150
自供浆产能合计 (万吨)	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	15.1	15.1	55.1	165.1
需求端:									
造纸产能合计 (万吨)	39	50	55	66	91	121	121	131	221
木浆需求合计 (万吨)	34	43	47	57	79	105	105	113	191
纸浆自供比率	15%	12%	11%	9%	6%	14%	14%	49%	86%

来源: 公司公告、国金证券研究所; 注: 假设特种纸: 木浆的配比为 1:0.9; 假设产能开工率为 96%

盈利预测和投资建议: 首次覆盖, 给予“买入”评级

我们预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 1.03、1.36 和 1.69 元, 当前股价对应 PE 为 22.41/17.0/13.7 倍, 公司是国内特种纸龙头, 前瞻布局消费型赛道, 凭借出色的产线管理和调配能力, 未来两年产能逐步落地, 贡献业绩增量, 我们采用市盈率相对估值法, 给予仙鹤 2021 年 25X 估值, 对应目标价 34 元, 给予“买入”评级。

盈利预测

■ 核心假设

1. 收入端

1) 食品与医疗包装用纸业务:

预计 2021 年公司利用可转债项目将新增 6.7 万吨食品+医疗包装产能, 2022 年预计继续新增 30 万吨食品卡纸产能, 总产能可达 48 万吨。考虑“以纸代塑”政策下纸制食品、医疗包装应用场景多元化, 同时企业与利乐、奥美等下游客户继续保持良好合作关系。我们预测食品与医疗包装用纸

2020/2021/2022 年均价同比+200/+380/+230 元。2020/2021/2022 年营收同比 83.1%/+54.5%/+102.6%。

2) 商务交流及防伪用纸业务:

预计 2021 年商务交流及防伪用纸产能达 18 万吨, 考虑热敏纸应用领域的扩大以及热敏纸标签需求的提升, 我们预测商务交流及防伪用纸 2020/2021/2022 年均价同比+160/+410/+240 元, 2020/2021/2022 年营收同比-11.7%/+30.7%/+6.0%。

3) 标签离型用纸业务:

预计 2020-2021 年标签离型纸新增产能 10 万吨, 总产能达 18 万吨。考虑物流标签需求持续旺盛, 消费回暖带动日用标签采购需求, 标签底纸——格拉辛纸将保持高景气度。我们预测标签离型用纸业务 2020/2021/2022 年均价同比+100/+370/+230 元, 营收同比+37.9%/+66.3%/+2.8%。

4) 热转印用纸业务:

预计常山 PM7/8 项目将于 2021 年一季度投产, 热转印纸产能将达 14 万吨。考虑纺织品从印染工艺向热转印工艺的转变趋势, 我们预测热转印用纸 2020/2021/2022 年均价同比+50/+410/+190 元, 2020/2021/2022 年营收同比 62.3%/+27.0%/+8.0%。

2. 毛利率

由于木浆 2019 年均价和 2020 年浆价处于低位疲软状态, 考虑到未来三年浆价中枢有望抬升, 且考虑到公司食品、医疗、格拉辛纸新增产能投放有望加速抢夺市场份额, 我们预计食品与医疗包装用纸业务毛利率为 24.1%/23.4%/23.0%; 商务交流及防伪用纸毛利率为 23.7%/23.5%/23.3%; 标签离型用纸毛利率为 17.0%/16.1%/15.4%; 热转印用纸毛利率为 24.5%/24.1%/23.5%。

图表 70: 公司主要业务营收及毛利率预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	3047.1	4097.8	4567.0	5398.3	7359.0	9187.4
YOY	38.8%	34.5%	11.5%	18.2%	36.3%	24.8%
毛利率	19.2%	17.2%	18.7%	23.2%	22.6%	22.3%
造纸业务						
商务交流及防伪用纸						
营业收入 (百万元)	900.0	1033.0	1289.0	1137.7	1487.3	1576.2
YOY	51.3%	14.8%	24.8%	-11.7%	30.7%	6.0%
毛利率	18.9%	22.6%	17.3%	23.7%	23.5%	23.3%
烟草行业用纸						
营业收入 (百万元)	603.0	724.0	704.0	700.2	894.4	912.6
YOY	12.3%	20.1%	-2.8%	-0.5%	27.7%	2.0%
毛利率	25.0%	18.1%	25.6%	29.7%	28.9%	28.1%
标签离型用纸						
营业收入 (百万元)	236.0	657.0	581.0	801.5	1333.0	1370.4
YOY	17.4%	178.4%	-11.6%	37.9%	66.3%	2.8%
毛利率	11.0%	14.9%	11.0%	17.0%	16.1%	15.4%
热转印用纸						
营业收入 (百万元)	283.0	392.0	521.0	845.5	1073.5	1159.6
YOY	162.0%	38.5%	32.9%	62.3%	27.0%	8.0%
毛利率	19.1%	13.0%	20.7%	24.5%	24.1%	23.5%
食品与医疗包装用纸						
营业收入 (百万元)	259.0	334.0	513.0	939.3	1451.0	2939.7
YOY	49.7%	29.0%	53.6%	83.1%	54.5%	102.6%
毛利率	21.6%	12.9%	19.7%	24.1%	23.4%	23.0%
电气及工业用纸						
营业收入 (百万元)	225.0	307.0	312.0	324.4	453.6	550.3
YOY	20.3%	36.4%	1.6%	4.0%	39.8%	21.3%
毛利率	24.0%	17.6%	23.7%	26.7%	27.1%	26.7%
低定量出版印刷用纸						
营业收入 (百万元)	212.0	278.0	276.0	277.5	288.3	295.1
YOY	-8.2%	31.1%	-0.7%	0.5%	3.9%	2.3%
毛利率	20.8%	18.0%	24.3%	27.3%	27.5%	26.7%
家居装饰用纸						
营业收入 (百万元)	158.0	163.0	188.0	189.1	194.7	200.2
YOY	77.5%	3.2%	15.3%	0.6%	3.0%	2.9%
毛利率	8.9%	7.4%	4.8%	8.7%	8.6%	8.5%
特种浆纸及其他						
营业收入 (百万元)	17.0	17.0	16.0	16.0	16.0	16.0
YOY	-15.0%	0.0%	-5.9%	1600.0%	0.0%	0.0%
毛利率	11.8%	23.5%	37.5%	35.0%	25.0%	24.0%
其他业务						
营业收入 (百万元)	154.9	191.0	167.1	167.1	167.1	167.1
YOY	180.7%	23.3%	-12.5%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	10.0%	14.8%	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%
夏王纸业						
营业收入 (百万元)	2220.8	2583.8	2783.6	2796.0	3123.3	3598.5
YOY	18.1%	16.3%	7.7%	0.4%	11.7%	15.2%
毛利率	18.9%	18.3%	18.5%	21.5%	21.6%	21.3%

来源: 公司公告, 国金证券研究所预测

费用预测:

1) 2020-2022 年销售费用率预测: 考虑到公司铁路专线运输系统不断完善, 单位运输费用预计逐步降低, 我们预计 2020/2021/2022 年销售费用率为: 3.1%/3.1%/3.1%。

2) 2020-2022 年管理费用率预测: 我们认为随着规模的扩大、ERP、MES 等大数据管理系统的实施有望进一步提高公司管理效率, 预计 2020/2021/2022 年管理费用率为 2.1%/2.1%/2.1%。

3) 2020-2022 年研发费用率预测: 2.7%/2.7%/2.6%, 研发费用绝对值分别为 1.46/1.99/2.39 亿。

综合来看，我们预测 2020-2022 年公司总体营收同比+18.2%/+36.3%/+24.8%，毛利率为 23.2%/22.6%/22.3%。

投资建议

2021-2022 年，A 股可比公司的 PE 相对估值的平均值分别为 15、12.5 倍，考虑到公司是国内特种纸龙头，前瞻布局消费型赛道，凭借出色的产线管理和调配能力，未来两年产能逐步落地，贡献业绩增量；中长期积极延伸产业链，浆产能望逐步落地平抑原料周期波动。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 7.27/9.58/11.90 亿元，同比增速 65.2%/31.8%/24.2%；EPS 分别为 1.03/1.36/1.69 元。我们给予仙鹤 2021 年 25X 估值，对应目标价 34 元。首次覆盖，给予“买入评级”。

图表 71：可比公司估值

代码	公司简称	收盘价 (元)	总股本 (百万股)	总市值 (亿元)	EPS				PE				PB(MRQ)
					19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	
600433.SH	冠豪高新	5.25	1,271	66.74	0.13	0.12	0.14	0.16	40.38	43.75	37.50	32.81	2.44
002078.SZ	太阳纸业	19.31	2,625	506.82	0.84	0.77	1.07	1.26	22.99	25.05	18.10	15.30	3.29
600966.SH	博汇纸业	18.40	1,337	245.98	0.10	0.67	1.40	1.71	183.82	27.41	13.11	10.78	4.26
600963.SH	岳阳林纸	4.58	1,805	82.67	0.23	0.26	0.34	0.40	19.91	17.92	13.63	11.42	0.98
	平均值								75.57	23.46	14.95	12.50	2.84
	中位数								22.99	25.05	13.63	11.42	3.29
603733.SH	仙鹤股份	23.06	706	162.80	0.72	1.03	1.36	1.69	32.08	22.04	16.72	13.45	3.17

来源：WIND，国金证券研究所

风险提示

原材料价格大幅波动风险：公司木浆原料占营业成本比例超 45%，公司合营公司夏王纸业主营装饰原纸生产，钛白粉占原料成本比例超 40%，若木浆、钛白粉价格大幅增长，则会导致公司成本大幅上涨，进而导致产品毛利率的下滑，导致公司业绩不达预期。

新建产能不达预期的风险：公司未来两年新增产能较多，若新建产能不能如期释放或投产慢于预期，则可能影响营收增速，进而导致业绩不达预期。

新型烟草推进不及预期的风险。当前国内 HNB（加热不燃烧）政策上市政策还未明确，若 HNB 产品管控政策推进过慢，则会导致公司的新型烟草业务业绩释放进度不及预期。

未来三个月内有限售股解禁。4 月 21 日，首发原股东仙鹤控股、王明龙共计 5.5 亿限售股解禁。

单击或点击此处输入文字。

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)							
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
主营业务收入	3,047	4,098	4,567	5,398	7,359	9,187	货币资金	91	239	1,280	670	617	928	
增长率		34.5%	11.5%	18.2%	36.3%	24.8%	应收款项	962	1,135	1,401	1,937	2,453	2,858	
主营业务成本	-2,462	-3,392	-3,713	-4,146	-5,694	-7,136	存货	659	967	1,008	1,436	1,969	2,485	
%销售收入	80.8%	82.8%	81.3%	76.8%	77.4%	77.7%	其他流动资产	125	168	179	524	627	708	
毛利	585	706	854	1,252	1,665	2,051	流动资产	1,837	2,509	3,870	4,567	5,666	6,979	
%销售收入	19.2%	17.2%	18.7%	23.2%	22.6%	22.3%	%总资产	37.9%	45.3%	52.4%	54.6%	57.7%	61.0%	
营业税金及附加	-35	-40	-44	-49	-74	-92	长期投资	657	664	672	712	752	752	
%销售收入	1.1%	1.0%	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%	固定资产	1,916	1,893	2,150	2,567	2,778	3,069	
销售费用	-124	-137	-147	-167	-228	-285	%总资产	39.5%	34.2%	29.1%	30.7%	28.3%	26.8%	
%销售收入	4.1%	3.3%	3.2%	3.1%	3.1%	3.1%	无形资产	385	376	490	525	619	632	
管理费用	-160	-101	-88	-113	-155	-193	非流动资产	3,012	3,026	3,509	3,804	4,149	4,453	
%销售收入	5.3%	2.5%	1.9%	2.1%	2.1%	2.1%	%总资产	62.1%	54.7%	47.6%	45.4%	42.3%	39.0%	
研发费用	0	-88	-106	-146	-199	-239	资产总计	4,849	5,535	7,378	8,371	9,815	11,433	
%销售收入	0.0%	2.2%	2.3%	2.7%	2.7%	2.6%	短期借款	1,308	1,197	1,004	1,586	1,768	1,964	
息税前利润 (EBIT)	266	340	469	777	1,010	1,243	应付款项	652	532	953	1,245	1,755	2,273	
%销售收入	8.7%	8.3%	10.3%	14.4%	13.7%	13.5%	其他流动负债	262	295	299	448	626	815	
财务费用	-40	-105	-82	-97	-125	-133	流动负债	2,222	2,023	2,257	3,279	4,148	5,052	
%销售收入	1.3%	2.6%	1.8%	1.8%	1.7%	1.4%	长期贷款	70	37	0	0	0	0	
资产减值损失	-2	-36	-22	-12	-9	-8	其他长期负债	212	237	1,277	1,024	1,024	1,024	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	2,504	2,297	3,534	4,304	5,173	6,077	
投资收益	180	118	106	166	227	274	普通股股东权益	2,346	3,235	3,830	4,053	4,627	5,342	
%税前利润	40.4%	34.3%	20.9%	19.5%	20.3%	19.7%	其中：股本	550	612	612	706	706	706	
营业利润	441	332	504	848	1,119	1,391	未分配利润	563	655	1,000	1,436	2,011	2,725	
营业利润率	14.5%	8.1%	11.0%	15.7%	15.2%	15.1%	少数股东权益	-1	3	14	14	14	14	
营业外收支	4	11	2	3	3	3	负债股东权益合计	4,849	5,535	7,378	8,371	9,815	11,433	
税前利润	445	343	507	851	1,122	1,394	比率分析		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
利润率	14.6%	8.4%	11.1%	15.8%	15.2%	15.2%	每股指标							
所得税	-47	-50	-67	-124	-164	-203	每股收益	0.725	0.478	0.719	1.029	1.357	1.686	
所得税率	10.5%	14.6%	13.2%	14.6%	14.6%	14.6%	每股净资产	4.266	5.285	6.259	5.741	6.555	7.566	
净利润	398	293	439	727	958	1,190	每股经营现金净流	-0.526	-0.524	0.733	0.753	1.129	1.719	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股股利	0.000	0.300	0.100	0.412	0.543	0.674	
归属于母公司的净利润	399	292	440	727	958	1,190	回报率							
净利率	13.1%	7.1%	9.6%	13.5%	13.0%	13.0%	净资产收益率	17.00%	9.04%	11.48%	17.93%	20.70%	22.28%	
							总资产收益率	8.23%	5.28%	5.96%	8.68%	9.76%	10.41%	
							投入资本收益率	6.40%	6.50%	6.93%	9.93%	11.61%	12.72%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	38.76%	34.48%	11.45%	18.20%	36.32%	24.85%	
							EBIT增长率	71.71%	27.83%	37.98%	65.54%	30.08%	23.00%	
							净利润增长率	87.85%	-26.68%	50.45%	65.16%	31.83%	24.26%	
							总资产增长率	32.79%	14.14%	33.31%	13.45%	17.25%	16.49%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	59.1	58.0	64.5	67.0	67.0	68.0	
							存货周转天数	80.1	87.5	97.1	127.0	127.0	128.0	
							应付账款周转天数	61.7	50.7	44.9	50.0	51.0	52.0	
							固定资产周转天数	208.5	161.1	144.5	154.5	116.3	112.7	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	54.92%	30.66%	19.47%	47.71%	46.87%	38.48%	
							EBIT利息保障倍数	6.6	3.2	5.7	8.0	8.1	9.4	
							资产负债率	51.64%	41.51%	47.89%	51.41%	52.71%	53.15%	

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
买入	0	2	2	2	5
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：朝阳永续

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402