

仙鹤股份(603733)

点评报告

行业公司研究——造纸行业

证券研究报告

中报表现靓丽，成长路径清晰！

——仙鹤股份点评报告

✍️ 分析师：史凡可 执业证书编号：S1230520080008
☎️ 分析师：马莉 执业证书编号：S1230520070002
👤 联系人：傅嘉成
✉️ : shifanke@stocke.com.cn

报告导读

公司发布半年报：21H1 实现收入 28.86 亿元 (+42.02%)，归母净利润 6.09 亿元 (+115.58%)，扣非归母净利润 5.88 亿元 (+144.38%)，其中对合营企业投资收益 1.35 亿元 (+174.55%)；21Q2 实现收入 13.60 亿元 (+20.50%)，归母净利润 3.29 亿元 (+85.06%)，扣非归母净利润 3.15 亿元 (+111.02%)，其中对合营企业投资收益 (+157.18%)，业绩表现靓丽！

投资要点

□ 21Q2 提价顺利，单位盈利向上

21H1 期内产量 38.78 万吨 (+39.62%)，销量 33.61 万吨 (+38.54%)，对应吨售价 8587 元/吨 (+2.51%)，吨净利 1812 元/吨 (+55.61%)，若剔除夏王投资收益，吨净利 1411 元/吨 (+46.66%)；以 Q1 销量近 18 万吨计算，21Q2 销量约 15.5+ 万吨，销量环比略有下滑主要系公司控制发货，Q2 吨售价约 8714 元/吨 (环比 Q1+236 元/吨)，吨净利 2108 元/吨 (环比 Q1+554 元/吨)，若剔除夏王投资收益，吨净利 1597 元/吨 (环比 Q1+348 元/吨)。特种纸供需较好提价顺利，单位盈利向上。

□ 卡位大消费，灵活转产升级

公司柔性生产实力突出，灵活转产适配需求。H1 食品医疗/转印系列/电解电容器纸赛道景气较高，细分纸种供不应求，对应收入同比+34.67% /+86.84% /+68.78%；对接物流、消费等场景的标签离型系列需求同比修复显著，H1 收入同增 107.16%。

□ 旺季将至，预期 H2 盈利维持高位

(1) H1 新增投产 8 万吨、9 月常山 4 万吨、11 月夏王 7 万吨投产贡献量增，且 8 月开始才是特种纸真正旺季，表内出货量预期实现环比向上；(2) 考虑公司 10 万吨自给浆配套、H2 交叉使用部分前期储备的低位浆、木浆已有小幅度趋势下行、特种纸价格坚挺，下半年的成本压力实际有限。

□ 迈入以销定产的高速扩产阶段，未来成长性突出

截止至 20 年底公司造纸产能 (含夏王) 约为 110 万吨，21/22 年预计新增 20/30 万吨产能，已经迈入以销定产的高速扩张期。此外公司拥有广西、湖北各 250 万吨林浆纸项目储备，中期成长动力充足且盈利确定性加强。公司卡位消费升级，转产实力突出，产品结构有望持续升级，看好公司未来量利齐升！

□ 盈利能力提升，经营现金流靓丽

从盈利能力来看，21H1 公司毛利率 24.96% (+1.08pct)，归母净利率为 21.15% (+7.21pct)；其中，21Q2 毛利率环比增加 5.33pct 至 27.78%，归母净利率环比增加 5.88pct 至 24.26%。期间费用率方面，21H1 期间费用率下降 5.17pct 达 5.55%，其中销售费用率为 0.33% (-2.81pct)，管理费用率为 1.87% (-0.25pct)，

评级

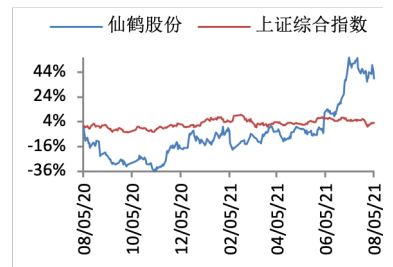
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥ 38.30

单季度业绩

元/股

2Q/2021 0.47
1Q/2021 0.40
4Q/2020 0.32
3Q/2020 0.30



公司简介

特种纸绝对龙头，未来成长性突出！

相关报告

- 1 《【浙商轻工】仙鹤股份：中报业绩靓丽，旺季预期延续高增 210712》 2021.07.13
- 2 《【浙商轻工】仙鹤股份：卡位大消费，稀缺的优质成长标的 210630》 2021.06.30

报告撰写人：史凡可、马莉
联系人：傅嘉成、杨舒妍

研发费用率为 2.80% (-0.04pct)，财务费用率为 0.55% (-2.06pct)；单 Q2 期间费用率 29.16% (+2.04pct)，其中销售费用率为 0.37% (-2.61pct)，管理+研发费用率为 5.39% (+0.87pct)，财务费用率为 0.55% (-1.94pct)。从营运效率来看，应收账款周转天数较环比下降 12.15 至 65.17 天，存货周转天数环比下降 22.88 天至 114.31 天，经营效率环比提高。从现金流来看，由于销量、回款效率双升，21Q2 经营性现金流 4.04 亿（去年同期-0.86 亿）。

□ 盈利预测及估值

公司特种纸绝对龙头地位稳固，且已进入以销定产的高速扩产周期，成长性突出。我们预计 21-23 年公司营收 69.98/87.39/107.36 亿元，同增 44.49%/24.88%/22.86%；归母净利润 12.51/15.17/18.44 亿元，同增 74.40%/21.26%/21.57%，对应当前 PE 为 21.62X/17.83X/14.67X，维持“买入”评级，持续建议布局！

□ 风险提示

原材料价格上涨、下游需求不及预期

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	4843.10	6997.72	8738.75	10736.16
(+/-)	6.04%	44.49%	24.88%	22.86%
净利润	717.16	1250.71	1516.56	1843.68
(+/-)	63.02%	74.40%	21.26%	21.57%
每股收益(元)	1.02	1.77	2.15	2.61
P/E	37.70	21.62	17.83	14.67

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	3971	9300	10885	12778	营业收入	4843	6998	8739	10736
现金	521	5035	5808	6529	营业成本	3852	5376	6595	7991
交易性金融资产	160	53	71	95	营业税金及附加	47	68	85	104
应收账款	1001	1553	1788	2266	营业费用	15	23	29	35
其它应收款	17	21	27	34	管理费用	222	287	376	494
预付账款	96	107	143	177	研发费用	99	112	140	183
存货	1337	1995	2374	2994	财务费用	68	56	157	225
其他	840	536	674	683	资产减值损失	(35)	(37)	(45)	(57)
非流动资产	3993	4066	4286	4460	公允价值变动损益	(15)	(15)	(15)	(15)
金额资产类	0	23	8	10	投资净收益	202	273	279	280
长期投资	664	619	628	637	其他经营收益	41	30	35	35
固定资产	2334	2440	2575	2761	营业利润	834	1438	1751	2130
无形资产	499	534	584	617	营业外收支	1	3	2	2
在建工程	275	247	257	217	利润总额	835	1441	1753	2132
其他	220	203	235	219	所得税	116	188	235	286
资产总计	7964	13366	15172	17238	净利润	719	1253	1518	1846
流动负债	2250	2441	2935	3363	少数股东损益	2	2	2	2
短期借款	797	797	797	797	归属母公司净利润	717	1251	1517	1844
应付款项	1150	1269	1736	2125	EBITDA	1098	1605	1935	2334
预收账款	0	93	79	80	EPS (最新摊薄)	1.02	1.77	2.15	2.61
其他	303	282	323	361	主要财务比率				
非流动负债	334	4512	4524	4536		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	334	4512	4524	4536	营业收入	6.04%	44.49%	24.88%	22.86%
负债合计	2585	6953	7459	7899	营业利润	65.28%	72.46%	21.74%	21.67%
少数股东权益	25	27	29	31	归属母公司净利润	63.02%	74.40%	21.26%	21.57%
归属母公司股东权益	5354	6385	7683	9308	获利能力				
负债和股东权益	7964	13366	15172	17238	毛利率	20.47%	23.17%	24.53%	25.57%
					净利率	14.85%	17.90%	17.38%	17.19%
					ROE	15.55%	21.21%	21.47%	21.63%
					ROIC	11.52%	17.44%	17.90%	18.26%
					偿债能力				
					资产负债率	32.46%	52.02%	49.17%	45.82%
					净负债比率	30.84%	11.47%	10.69%	10.09%
					流动比率	1.76	3.81	3.71	3.80
					速动比率	1.17	2.99	2.90	2.91
					营运能力				
					总资产周转率	0.63	0.66	0.61	0.66
					应收帐款周转率	5.27	5.97	5.74	5.63
					应付帐款周转率	7.98	9.27	8.66	8.65
					每股指标(元)				
					每股收益	1.02	1.77	2.15	2.61
					每股经营现金	0.43	1.25	1.74	1.78
					每股净资产	7.58	9.04	10.88	13.18
					估值比率				
					P/E	37.70	21.62	17.83	14.67
					P/B	5.05	4.23	3.52	2.90
					EV/EBITDA	16.20	14.19	11.36	9.10

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>