

仙鹤股份 (603733.SH)

业绩靓丽，布局消费且成长路径清晰

事件：2021H1 实现营收 28.86 亿元，同比+42.0%，归母净利润 6.09 亿元，同比+115.6%，扣非归母净利润 5.88 亿元，同比+144.4%；其中单 Q2 实现营收 13.60 亿元，同比+20.5%，归母净利润为 3.29 亿元，同比+85.1%，扣非归母净利润为 3.15 亿元，同比+111.0%，业绩表现靓丽。

布局消费，成长路径清晰。21H1 机制纸产量 38.78 万吨，同比增长 39.6%；销售量 33.6 万吨，同比增长 38.5%；Q2 收入略有下滑主要系公司淡季控制发货。分产品来看，2021H1 食品医疗消费类产品实现收入 4.90 亿元（+34.67%），电解电容器纸/标签离型纸/热转印纸分别同增 86.84%/107.16%/68.78%。公司利用自身高柔性化生产的特点，主要布局食品医疗、热转印、标签离型等成长性优异的高毛利板块。同时，公司 22 万吨高档纸基功能材料募投项目已全部投产，河南基地 PM7 和 PM8 项目分别于 2021 年 1 月和 3 月投产，产能陆续释放保障中期成长。

成本优化，周期性趋弱。公司成本结构中原材料占比约 66%，其中木浆占比约 45%，公司 2020 年浆价低位时战略性屯浆并在 2021 年产品顺利提价，目前浆价较高点回落超 100 美金/吨，预期 Q3 盈利仍呈环比向上。此外，公司产品矩阵多元，灵活转产有效平滑下游波动，预期上下游周期性趋弱。

盈利能力提升，费用管控良好。2021H1 毛利率为 24.96%（+1.08pct），归母净利率为 21.10%（+7.22pct）；其中单 Q2 毛利率为 27.78%（+3.62pct），归母净利率为 24.20%（+8.44pct），盈利能力明显提升。从费用率看，2021H1 期间费用率为 5.55%（-5.17pct），其中销售费用率 0.33%（-2.81pct），系运费列报至营业成本；管理+研发费用率 4.68%（-0.29pct）；财务费用率 0.55%（-2.06pct），系上期计提可转债利息。

现金流表现靓丽，营运效率稳定。2021H1 公司经营性现金流量净额 5.13 亿元（环比+69.87%），主要系销量增加以及回款效率提升。从营运效率来看，2021H1 应收帐款 10.86 亿元（较期初增加 0.91 亿元），周转天数较去年同期下降 11.91 天至 64.88 天；存货较期初增加 0.76 亿元至 14.13 亿元，周转天数较去年同期下降 24.88 天至 114.31 天。

盈利预测与投资评级：仙鹤股份为特种纸龙头，产品布局消费且成长路径清晰，周期属性趋弱。我们预计公司 2021-2023 年收入分别为 68.90、86.42、103.35 亿元，同比增长 42.3%、25.4%、19.6%，归母净利润 12.33、13.24、15.71 亿元，同比增长 71.9%、7.3%、18.7%，对应 PE 估值分别为 21.9X、20.4X、17.2X，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格大幅波动、产能不达预期、行业竞争加剧。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,567	4,843	6,890	8,642	10,335
增长率 yoy (%)	11.5	6.0	42.3	25.4	19.6
归母净利润(百万元)	440	717	1,233	1,324	1,571
增长率 yoy (%)	50.4	63.0	71.9	7.3	18.7
EPS 最新摊薄(元/股)	0.62	1.02	1.75	1.87	2.22
净资产收益率 (%)	11.4	13.4	19.3	17.5	17.5
P/E (倍)	61.5	37.7	21.9	20.4	17.2
P/B (倍)	7.5	5.1	4.2	3.6	3.0

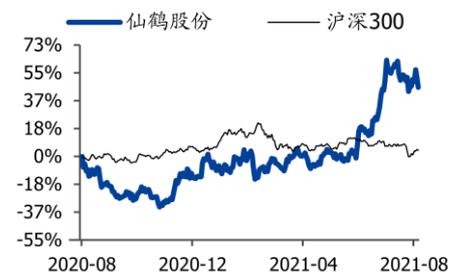
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 8 月 5 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	造纸
前次评级	买入
8月5日收盘价(元)	38.30
总市值(百万元)	27,038.74
总股本(百万股)	705.97
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	6.58

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

相关研究

- 1、《仙鹤股份 (603733.SH)：季度环比向上，看好公司中期成长》2021-07-13
- 2、《仙鹤股份 (603733.SH)：高性能纸基功能材料龙头，成长路径清晰》2021-06-28

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3870	3971	6321	7224	8650
现金	1280	521	1690	2120	2535
应收票据及应收账款	845	1001	1625	1669	2271
其他应收款	12	17	25	27	35
预付账款	77	96	149	158	209
存货	1008	1337	1832	2250	2601
其他流动资产	647	1000	1000	1000	1000
非流动资产	3509	3993	4972	5703	7357
长期投资	600	664	806	939	1079
固定资产	1808	2334	3087	3612	3986
无形资产	475	499	551	613	654
其他非流动资产	626	495	527	538	1638
资产总计	7378	7964	11292	12927	16007
流动负债	2257	2250	4509	4930	6508
短期借款	1004	797	2419	2605	3661
应付票据及应付账款	946	1150	1682	1966	2369
其他流动负债	306	303	408	358	478
非流动负债	1277	334	390	423	531
长期借款	1024	0	56	88	197
其他非流动负债	253	334	334	334	334
负债合计	3534	2585	4899	5352	7039
少数股东权益	14	25	26	27	28
股本	612	706	706	706	706
资本公积	1885	3064	3064	3064	3064
留存收益	1116	1588	2491	3373	4369
归属母公司股东权益	3830	5354	6368	7548	8940
负债和股东权益	7378	7964	11292	12927	16007

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	456	302	902	1437	1523
净利润	439	719	1233	1324	1572
折旧摊销	241	276	304	406	496
财务费用	82	68	65	97	125
投资损失	-106	-202	-151	-144	-151
营运资金变动	-198	-585	-558	-250	-522
其他经营现金流	-3	27	9	3	4
投资活动现金流	-270	-605	-1140	-996	-2003
资本支出	381	562	880	598	424
长期投资	0	0	-142	-144	-140
其他投资现金流	111	-43	-402	-542	-1718
筹资活动现金流	940	-476	-214	-196	-162
短期借款	-191	-207	0	0	0
长期借款	987	-1024	56	33	108
普通股增加	0	94	0	0	0
资本公积增加	0	1179	0	0	0
其他筹资现金流	144	-518	-270	-229	-270
现金净增加额	1128	-781	-453	244	-641

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4567	4843	6890	8642	10335
营业成本	3713	3852	5204	6703	7965
营业税金及附加	44	47	70	85	102
营业费用	147	15	21	35	75
管理费用	88	99	138	173	207
研发费用	106	123	158	190	227
财务费用	82	68	65	97	125
资产减值损失	-15	-21	0	0	0
其他收益	33	42	25	29	32
公允价值变动收益	0	-15	-4	-5	-6
投资净收益	106	202	151	144	151
资产处置收益	-0	-0	7	2	2
营业利润	504	834	1414	1530	1813
营业外收入	4	6	7	8	7
营业外支出	2	5	3	3	4
利润总额	507	835	1418	1534	1816
所得税	67	116	185	210	244
净利润	439	719	1233	1324	1572
少数股东损益	-0	2	0	1	1
归属母公司净利润	440	717	1233	1324	1571
EBITDA	837	1143	1788	2038	2437
EPS (元)	0.62	1.02	1.75	1.87	2.22

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	11.5	6.0	42.3	25.4	19.6
营业利润(%)	52.1	65.3	69.5	8.2	18.5
归属于母公司净利润(%)	50.4	63.0	71.9	7.3	18.7
获利能力					
毛利率(%)	18.7	20.5	24.5	22.4	22.9
净利率(%)	9.6	14.8	17.9	15.3	15.2
ROE(%)	11.4	13.4	19.3	17.5	17.5
ROIC(%)	8.5	11.5	14.0	13.3	12.7
偿债能力					
资产负债率(%)	47.9	32.5	43.4	41.4	44.0
净负债比率(%)	26.0	11.4	17.7	12.3	19.1
流动比率	1.7	1.8	1.4	1.5	1.3
速动比率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	4.6	5.2	5.2	5.2	5.2
应付账款周转率	5.1	3.7	3.7	3.7	3.7
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.62	1.02	1.75	1.87	2.22
每股经营现金流(最新摊薄)	0.65	0.43	1.28	2.04	2.16
每股净资产(最新摊薄)	5.12	7.58	9.02	10.69	12.66
估值比率					
P/E	61.5	37.7	21.9	20.4	17.2
P/B	7.5	5.1	4.2	3.6	3.0
EV/EBITDA	33.5	24.1	15.7	13.7	11.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 5 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用
 本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com