

证券研究报告—动态报告

轻工

造纸

仙鹤股份(603733)

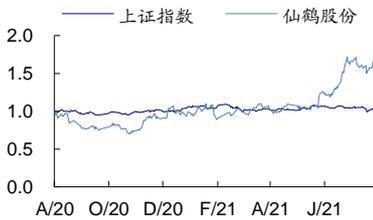
买入

2021 年中报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 11 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	706/706
总市值/流通(亿元)	27,053/27,053
上证综指/深圳成指	3,458/14,827
12 个月最高/最低(元)	44.58/17.70

相关研究报告:

《轻工双周报:关注特种纸和护理赛道隐形冠军》——2021-07-11  
《轻工行业 2020 年报和 2021 一季报综述:收入利润改善,关注后续景气变化》——2021-06-05  
《轻工行业 6 月投资策略:电子烟行业短期仍以政策落地为核心关切》——2021-05-31  
《造纸行业跟踪:淡季纸价分化,影响各异》——2021-05-19

证券分析师: 荣泽宇

电话: 010-88005307  
E-MAIL: rongzeyu@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519060003  
联系人: 蔡志明  
电话: 010-88005330  
E-MAIL: caizhiming@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评

行业景气推动业绩持续高增

● 业绩同比加速, 利润率大幅改善

2021H1 收入 28.86 亿元 (+42.02%); 归母净利润 6.09 亿元 (+115.58%), 收入上行主要源自产能释放后销量增长, 净利润大幅改善源自毛利率提升与各项费用率的优化。毛利率 25.0% (+1.1%), 净利率 21.2% (+7.3%), 毛利率提升主要受益于高毛利产品占比增加。销售、管理、财务费用率分别为 0.3% (-2.8%)、4.7% (-0.3%)、0.5% (-2.1%), 销售费用减少原因为 2020 年新会计准则将运费列入成本, 财务费用降低则源自有息负债率的降低。

● 重要发展窗口期已至, 行业持续高景气

从特种纸需求侧来看, 与快递、物流包装及标签相关的纸种有望随下游行业发展保持平稳较快增长; 消费结构升级亦有望带动如食品包装用纸、格拉辛纸等材料的需求; 中国限塑令的逐步推行落地与严厉化, 也将推动替代塑料的纸基材料稳步增长, 纸吸管、纸杯等产品已逐渐在食品领域得到应用与推广。在上述因素共同催化下, 近年来对应细分产品需求旺盛, 盈利能力持续提升, 正处于量价齐升的宝贵发展机遇期。

● 扩产卡位成长赛道, 产业链一体化迈开脚步

公司高度重视行业发展机遇, 大力投放相关领域产能, 上半年食品医疗消费类产品销售额 4.90 亿元 (34.67%), 年产 22 万吨高档纸基功能材料项目中所有产线全部投产, 并已实现稳定生产与销售。与此同时, 广西与湖北两大林浆纸一体化项目业已全面启动, 建成后有望打开西南与中原产能布局, 在缩短销售半径的同时提升原材料的自主可控性, 从而提高综合盈利水平与盈利稳定程度。

● 投资建议: 上调业绩预测, 维持“买入”评级

公司产品提价与结构优化对利润率的提升超出我们此前预期, 故在维持收入预测的同时上调净利润预测。预测 2021-2023 年收入分别为 71.97、93.46、108.29 亿元, 归母净利润 12.69、14.52、16.45 亿元。公司产品线完善、产能充沛, 有望充分享受行业发展带来的量价红利。维持“买入”评级和合理估值区间 45.4-48.5 元。

● 风险提示

公司新项目建设不及预期, 行业产能建设过剩。

盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,843	7,197	9,346	10,829
(+/-%)	6.0%	48.6%	29.9%	15.9%
净利润(百万元)	717	1269	1452	1645
(+/-%)	63.0%	77.0%	14.4%	13.3%
摊薄每股收益(元)	1.17	2.07	2.37	2.69
EBIT Margin	17.1%	17.4%	16.4%	16.5%
净资产收益率(ROE)	13.4%	20.3%	20.0%	19.6%
市盈率(PE)	32.8	18.51	16.19	14.28
EV/EBITDA	23.6	18.1	15.6	13.3
市净率(PB)	4.39	3.76	3.24	2.79

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 公司营业收入和同比变化 (亿元)



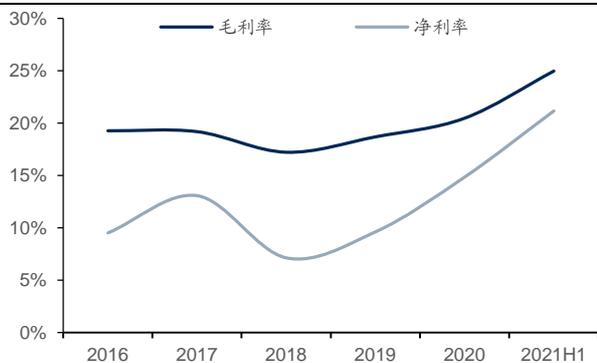
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 公司归母净利润和同比变化 (亿元)



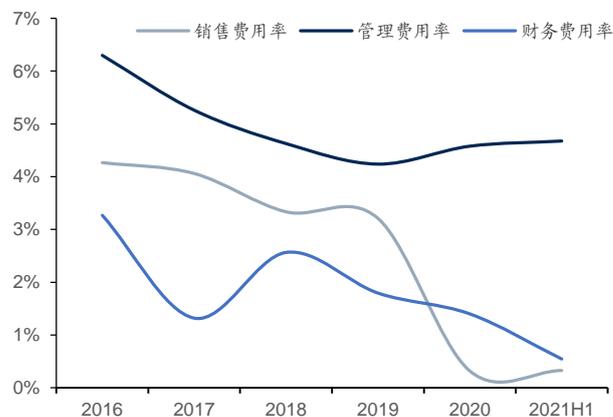
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 公司毛利率和净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 公司各项费率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 5: 公司吨纸净利润和同比增速 (元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 6: 公司净利润和经营性净现金流



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 投资建议：上调业绩预测，维持“买入”评级

上半年产品提价与高毛利产品占比的增长显著提升了公司整体毛利率，加之报告期内有息负债率的降低减少了利息支出，公司净利润率超出我们此前预期，体现出公司较强的议价与产品结构优化能力，故上调 2021-2023 年预测净利润。预测 2021-2023 年收入分别为 71.97、93.46、108.29 亿元，同比增速 48.6%、29.9%、15.9%；归母净利润分别为 12.69、14.52、16.45 亿元（前值分别为 8.85、10.85、12.68 亿元），同比增速 77.0%、14.4%、13.3%；EPS 分别为 2.07、2.37、2.69 元/股。2021 年 8 月 10 日收盘价 38.40 元对应的 2021-2023 年估值分别为 18.5/16.2/14.3 倍 PE。

作为行业龙头，公司产品线完善、产能充沛，有望充分享受行业发展带来的量价红利。维持“买入”评级和合理估值区间 45.4-48.5 元。

表 1：业绩拆分预测

	单位	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>总收入</b>	亿元	<b>40.90</b>	<b>45.70</b>	<b>48.40</b>	<b>71.93</b>	<b>93.40</b>	<b>108.22</b>
YOY	%	34.1%	11.7%	5.9%	48.6%	29.9%	15.9%
毛利	亿元	7.10	8.50	9.90	17.09	21.04	24.26
毛利率	%	17.4%	18.6%	20.5%	23.8%	22.5%	22.4%
<b>日用消费系列</b>	亿元			<b>17.60</b>	<b>28.16</b>	<b>39.42</b>	<b>46.72</b>
YOY	%				60.0%	40.0%	18.5%
收入占比	%	0.0%	0.0%	36.4%	39.2%	42.2%	43.2%
毛利	亿元	0.00	0.00	2.80	5.91	7.49	8.88
毛利率	%	0.0%	0.0%	15.9%	21.0%	19.0%	19.0%
<b>食品与医疗包装用纸</b>	亿元	<b>3.30</b>	<b>5.10</b>	<b>8.50</b>	<b>13.60</b>	<b>19.04</b>	<b>22.47</b>
YOY	%	26.9%	54.5%	66.7%	60.0%	40.0%	18.0%
收入占比	%	8.1%	11.2%	17.6%	18.9%	20.4%	20.8%
毛利	亿元	0.40	1.00	2.00	3.81	5.14	6.07
毛利率	%	12.1%	19.6%	23.5%	28.0%	27.0%	27.0%
<b>商务交流及防伪用纸</b>	亿元	<b>10.30</b>	<b>12.90</b>	<b>7.80</b>	<b>13.26</b>	<b>15.91</b>	<b>17.50</b>
YOY	%	14.4%	25.2%	-39.5%	70.0%	20.0%	10.0%
收入占比	%	25.2%	28.2%	16.1%	18.4%	17.0%	16.2%
毛利	亿元	2.30	2.20	1.50	2.92	3.34	3.50
毛利率	%	22.3%	17.1%	19.2%	22.0%	21.0%	20.0%
<b>烟草行业用纸</b>	亿元	<b>7.20</b>	<b>7.00</b>	<b>7.30</b>	<b>9.49</b>	<b>11.39</b>	<b>13.67</b>
YOY	%	20.0%	-2.8%	4.3%	30.0%	20.0%	20.0%
收入占比	%	17.6%	15.3%	15.1%	13.2%	12.2%	12.6%
毛利	亿元	1.30	1.80	2.40	3.12	3.74	4.49
毛利率	%	18.1%	25.7%	32.9%	32.9%	32.9%	32.9%
<b>电气及工业用纸</b>	亿元	<b>3.10</b>	<b>3.10</b>	<b>3.80</b>	<b>3.91</b>	<b>4.03</b>	<b>4.15</b>
YOY	%	34.8%	0.0%	22.6%	3.0%	3.0%	3.0%
收入占比	%	7.6%	6.8%	7.9%	5.4%	4.3%	3.8%
毛利	亿元	0.60	0.70	0.90	1.02	1.01	1.00
毛利率	%	19.4%	22.6%	23.7%	26.0%	25.0%	24.0%
销售费用率	%	3.3%	3.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用率	%	4.4%	4.1%	4.4%	4.4%	4.3%	4.2%
财务费用率	%	2.6%	1.8%	1.4%	1.0%	1.5%	1.5%

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理和预测

**表 1: 造纸行业可比公司相对估值部分数据比较 (截至 2021.8.10)**

代码	简称	股价 (元)	EPS (元/股)			PE			PB (MRQ)
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
002078.SZ	太阳纸业	12.27	*1.30	*1.54	*1.27	*9.44	*7.97	*9.66	1.93
2689.HK	玖龙纸业	8.68	*1.66	*2.12	*2.58	*5.23	*4.10	*3.37	0.94
603733.SH	仙鹤股份	38.40	*2.07	*2.37	*2.69	*18.51	*16.19	*14.28	4.72
002511.SZ	中顺洁柔	22.64	*0.85	*1.14	*1.26	*26.64	*19.86	*17.97	5.81

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

注: 带\*数据为国信证券经济研究所预测, 其余数据来源于 Wind

### 风险提示

公司新项目建设不及预期, 行业产能建设过剩。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	521	1647	2275	3113	营业收入	4843	7197	9346	10829
应收款项	1018	1619	1941	2320	营业成本	3852	5488	7241	8401
存货净额	1337	1620	2152	2479	营业税金及附加	47	70	91	105
其他流动资产	935	504	654	758	销售费用	15	23	30	35
<b>流动资产合计</b>	<b>3971</b>	<b>5391</b>	<b>7022</b>	<b>8670</b>	管理费用	823	317	402	455
固定资产	2610	2863	3087	3221	财务费用	68	72	140	162
无形资产及其他	499	450	400	350	投资收益	202	300	300	300
投资性房地产	220	220	220	220	资产减值及公允价值变动	6	15	15	15
长期股权投资	664	664	664	664	其他收入	587	(50)	(50)	(50)
<b>资产总计</b>	<b>7964</b>	<b>9587</b>	<b>11392</b>	<b>13124</b>	营业利润	834	1493	1708	1936
短期借款及交易性金融负债	797	800	1000	1200	营业外净收支	1	0	0	0
应付款项	1150	1620	1956	2141	<b>利润总额</b>	<b>835</b>	<b>1493</b>	<b>1708</b>	<b>1936</b>
其他流动负债	303	463	613	706	所得税费用	116	224	256	290
<b>流动负债合计</b>	<b>2250</b>	<b>2883</b>	<b>3569</b>	<b>4047</b>	少数股东损益	2	3	4	4
长期借款及应付债券	0	100	200	300	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>717</b>	<b>1269</b>	<b>1452</b>	<b>1645</b>
其他长期负债	334	334	334	334					
<b>长期负债合计</b>	<b>334</b>	<b>434</b>	<b>534</b>	<b>634</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>2585</b>	<b>3317</b>	<b>4104</b>	<b>4681</b>	净利润	717	1269	1452	1645
少数股东权益	25	28	30	33	资产减值准备	(0)	(20)	0	0
股东权益	5354	6242	7258	8410	折旧摊销	274	231	241	331
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7964</b>	<b>9587</b>	<b>11392</b>	<b>13124</b>	公允价值变动损失	(6)	(15)	(15)	(15)
					财务费用	68	72	140	162
关键财务与估值指标					营运资本变动	(355)	157	(517)	(533)
每股收益	1.17	2.07	2.37	2.69	其它	2	22	2	3
每股红利	0.42	0.62	0.71	0.81	<b>经营活动现金流</b>	<b>631</b>	<b>1645</b>	<b>1163</b>	<b>1431</b>
每股净资产	8.75	10.20	11.86	13.74	资本开支	(729)	(400)	(400)	(400)
ROIC	13%	20%	21%	22%	其它投资现金流	(160)	160	0	0
ROE	13%	20%	20%	20%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(953)</b>	<b>(240)</b>	<b>(400)</b>	<b>(400)</b>
毛利率	20%	24%	23%	22%	权益性融资	9	0	0	0
EBIT Margin	17%	17%	16%	16%	负债净变化	0	100	100	100
EBITDA Margin	23%	21%	19%	20%	支付股利、利息	(259)	(381)	(436)	(494)
收入增长	6%	49%	30%	16%	其它融资现金流	71	3	200	200
净利润增长率	63%	77%	14%	13%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(438)</b>	<b>(278)</b>	<b>(136)</b>	<b>(194)</b>
资产负债率	33%	35%	36%	36%	<b>现金净变动</b>	<b>(760)</b>	<b>1127</b>	<b>628</b>	<b>838</b>
股息率	1.1%	1.6%	1.9%	2.1%	货币资金的期初余额	1280	521	1647	2275
P/E	32.77	18.51	16.19	14.28	货币资金的期末余额	521	1647	2275	3113
P/B	4.39	3.76	3.24	2.79	企业自由现金流	(95)	1051	627	914
EV/EBITDA	23.63	18.10	15.56	13.33	权益自由现金流	(23)	1154	927	1214

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032