

仙鹤股份 (603733.SH)

广西&湖北项目推进顺利，把握盈利拐点，中期成长突出

6月21日公司发布广西&湖北最新进展。1) 广西项目：一期已与3月8日正式开工，预计将在今年9月底前全面完成土方工程，根据公司公告2024年初实现首期投产，首期投产60万吨纸浆+60万吨纸。2) 湖北项目：2022年2月9日项目正式开工启动，一、二期项目同步建设，根据公司公告2023年年底将实现首期投产，首期投产20万吨浆+30万吨纸。

产能稳步释放，市占率快速提升。公司目前产能已超100万吨，预计22年三季度末30万吨食品卡纸产试产，广西和湖北项目预计自23年底逐步投产，根据我们测算，2022-2025年公司产量分别为120、145、200、240万吨，4年CAGR25%以上，且主要布局食品医疗、日用消费等赛道，下市场占有率快速提升。此外，公司广西、湖北项目林浆纸一体化，预计2025年木浆自给率可超40%，抗周期能力提升。

量价双升，盈利能力环比上行。受能源&浆价影响，公司自21Q4盈利表现承压，但特种纸赛道需求稳定、竞争格局优，提价能力突出。截止目前，公司已进行多轮提价，且落地情况良好，未来需求复苏叠加成本高位，仍有提价预期。预计自2022Q2公司吨毛利开启向上趋势，此外预期2022Q4纸浆成本回落，盈利弹性有望加速显现。

核心能力稀缺，龙头地位稳固。根据造纸协会，特种纸行业约750万吨市场空间，仙鹤市占率约15%，新增产能持续贡献增量，议价能力稳步提升，且行业整合趋势明显，近年来并购陆续出现，行业已经进入国产替代和出口替代阶段，龙头甜蜜享受行业成长。公司核心竞争力突出，具备产品研发及柔性化&精细化生产能力，目前形成九大系列、60余种产品的多元布局，高附加值产品如电解电容器纸、食品医疗纸、热转印纸、装饰原纸等占比已经提高至60%以上，且未来有望持续提升；此外，公司致力于产业链纵深发展，C端产品占比有望逐步提高。

标的推荐：布局消费，成长路径清晰，特种纸赛道龙头地位持续加强。预计2022-24年公司利润为9.0、14.5、18.2亿元，对应PE为19.4X、12.0X、9.6X，维持“买入”评级。

风险提示：纸浆价格持续高位、疫情反复、产能消化不及预期。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,843	6,017	8,140	9,836	12,749
增长率 yoy (%)	6.0	24.2	35.3	20.8	29.6
归母净利润(百万元)	717	1,017	901	1,453	1,822
增长率 yoy (%)	63.0	41.8	-11.4	61.2	25.4
EPS 最新摊薄(元/股)	1.02	1.44	1.28	2.06	2.58
净资产收益率(%)	13.4	15.8	12.7	17.4	18.4
P/E(倍)	24.4	17.2	19.4	12.0	9.6
P/B(倍)	3.3	2.8	2.6	2.2	1.8

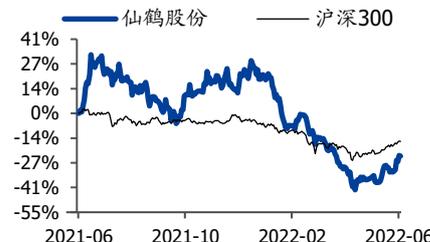
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2022年6月21日收盘价

买入(维持)

股票信息

行业	造纸
前次评级	买入
6月21日收盘价(元)	24.78
总市值(百万元)	17,493.99
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)	3.79

股价走势



作者

分析师 姜春波

执业证书编号: S0680521070003

邮箱: jiangchunbo@gszq.com

研究助理 姜文轶

执业证书编号: S0680122040027

邮箱: jiangwenqiang1@gszq.com

相关研究

- 《仙鹤股份(603733.SH): 提价落地、盈利环比上行, 产能释放、中后期成长确定》2022-04-28
- 《仙鹤股份(603733.SH): 业绩靓丽, 布局消费且成长路径清晰》2021-08-06
- 《仙鹤股份(603733.SH): 季度环比向上, 看好公司中期成长》2021-07-13

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3971	6451	9450	9833	13501
现金	521	794	2351	2841	3682
应收票据及应收账款	1001	1220	1785	1847	2860
其他应收款	17	15	28	24	44
预付账款	96	63	151	108	228
存货	1337	1925	2702	2581	4254
其他流动资产	1000	2433	2433	2433	2433
非流动资产	3993	4598	5909	6883	8310
长期投资	664	831	1249	1716	2127
固定资产	2334	2532	3311	3765	4662
无形资产	499	516	570	601	641
其他非流动资产	495	718	779	801	881
资产总计	7964	11049	15359	16716	21811
流动负债	2250	2462	6346	6757	10474
短期借款	797	690	3374	4059	6204
应付票据及应付账款	1150	1408	2221	1922	3437
其他流动负债	303	364	751	776	832
非流动负债	334	2140	1911	1608	1399
长期借款	0	1775	1547	1243	1034
其他非流动负债	334	364	364	364	364
负债合计	2585	4602	8257	8365	11872
少数股东权益	25	28	29	30	34
股本	706	706	706	706	706
资本公积	3064	3064	3064	3064	3064
留存收益	1588	2386	2992	3925	5187
归属母公司股东权益	5354	6419	7073	8321	9905
负债和股东权益	7964	11049	15359	16716	21811

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	302	447	438	1555	997
净利润	719	1019	902	1454	1825
折旧摊销	276	331	321	420	531
财务费用	68	20	103	178	203
投资损失	-202	-287	-264	-316	-267
营运资金变动	-585	-663	-629	-188	-1304
其他经营现金流	27	27	6	7	9
投资活动现金流	-605	-1938	-1374	-1085	-1699
资本支出	562	662	894	507	1016
长期投资	0	0	-417	-467	-411
其他投资现金流	-43	-1277	-897	-1045	-1093
筹资活动现金流	-476	1699	-192	-665	-601
短期借款	-207	-107	0	0	0
长期借款	-1024	1775	-229	-303	-209
普通股增加	94	0	0	0	0
资本公积增加	1179	0	0	0	0
其他筹资现金流	-518	31	37	-362	-392
现金净增加额	-781	206	-1128	-195	-1304

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4843	6017	8140	9836	12749
营业成本	3852	4815	6830	7798	10088
营业税金及附加	47	37	49	57	71
营业费用	15	22	28	32	40
管理费用	99	114	147	172	217
研发费用	123	158	203	236	293
财务费用	68	20	103	178	203
资产减值损失	-21	-17	0	0	0
其他收益	42	56	0	0	0
公允价值变动收益	-15	-7	-6	-7	-9
投资净收益	202	287	264	316	267
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	834	1157	1038	1671	2095
营业外收入	6	3	7	5	5
营业外支出	5	12	6	6	7
利润总额	835	1148	1039	1670	2093
所得税	116	129	137	215	268
净利润	719	1019	902	1454	1825
少数股东损益	2	2	1	2	3
归属母公司净利润	717	1017	901	1453	1822
EBITDA	1143	1614	1491	2282	2875
EPS (元)	1.02	1.44	1.28	2.06	2.58

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	6.0	24.2	35.3	20.8	29.6
营业利润(%)	65.3	38.7	-10.2	60.9	25.4
归属于母公司净利润(%)	63.0	41.8	-11.4	61.2	25.4
获利能力					
毛利率(%)	20.5	20.0	16.1	20.7	20.9
净利率(%)	14.8	16.9	11.1	14.8	14.3
ROE(%)	13.4	15.8	12.7	17.4	18.4
ROIC(%)	11.5	12.3	8.0	11.3	11.4
偿债能力					
资产负债率(%)	32.5	41.6	53.8	50.0	54.4
净负债比率(%)	11.4	31.6	46.8	38.7	44.0
流动比率	1.8	2.6	1.5	1.5	1.3
速动比率	0.8	1.5	0.9	0.9	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	5.2	5.4	5.4	5.4	5.4
应付账款周转率	3.7	3.8	3.8	3.8	3.8
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.02	1.44	1.28	2.06	2.58
每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.63	0.62	2.20	1.41
每股净资产(最新摊薄)	7.58	8.71	9.63	11.40	13.64
估值比率					
P/E	24.4	17.2	19.4	12.0	9.6
P/B	3.3	2.8	2.6	2.2	1.8
EV/EBITDA	15.7	11.1	12.9	8.4	7.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 6 月 21 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”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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