

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

仙鹤股份(603733)

投资评级 买入

上次评级 买入

李宏鹏轻工行业首席分析师
执业编号: S1500522020003
邮箱: lihongpeng@cindasc.com

相关研究

《仙鹤股份(603733)深度报
告:多元布局,行将致远》
20220731信达证券股份有限公司
CINDASECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

产能稳定释放, Q2 利润率环比改善

2022年08月19日

事件:公司公告中报, 2022年上半年实现营收35.98亿元, 同比+24.66%; 归母净利润3.54亿元, 同比-41.83%; 扣非后归母净利润3.07亿元, 同比-47.78%。Q2单季度实现营收19.20亿元, 同比+41.16%; 归母净利润2.08亿元, 同比-36.74%; 扣非归母净利润1.75亿元, 同比-44.56%。

点评:

- **产能稳定释放, 食品医药包装材料系列、日用消费系列产品收入高速增长。**公司产能有序稳定投放, 2019年仙鹤转债项目全部投产, 2021年鹤21转债项目部分投产, 受益于适应市场以及灵活转产能力, 销售量稳健增长, 市场占有率稳步提升, 品牌力进一步增强, 海外市占率扩大。2022上半年公司完成机制纸产量39.16万吨, 同比增长0.97%, 机制纸销售量39.18万吨, 同比增长16.56%。公司抓住食品、医疗包装市场扩容机遇, 扩大食品与医疗包装材料系列产品产能布局, H1食品医疗消费类产品销售收入为6.44亿元, 同比增长31.61%; 顺应5G设备广泛应用的趋势, 电解电容器纸销售收入同比增长19.32%; 随着物流、日化、食品及医药标签市场的增长, 公司积极调整产品结构, 标签离型系列材料销售收入同比增长57.14%; 转印系列材料产能如期上线, 在转印市场高增下实现销售收入同比增长26.88%。
- **产品价格调整, 浆价高位下毛利率环比改善。**1) **毛利率方面,** H1综合毛利率为12.96%, 同比-12.01pct。单Q2来看, 综合毛利率为14.20%, 同比-13.58pct, 环比Q1+2.66pct, H1纸浆、能源价格快速上涨, 挤压公司毛利空间, Q2随着公司产品价格进行调整, 毛利率环比有所改善。2) **费用率方面,** H1公司期间费用率为2.98%, 同比+0.23pct, 销售/管理/研发/财务费用率分别为0.31%/1.65%/1.38%/1.02%, 同比变动-0.02pct/-0.22pct/-1.42pct/+0.48pct。单Q2期间费用率为3.32%, 同比+0.66pct, 销售/管理/研发/财务费用率分别为0.31%/1.83%/1.52%/1.17%, 同比变动-0.06pct/+0.10pct/-2.13pct/+0.62pct, 期间费用率整体稳定。3) **净利率方面,** H1公司归母净利率为9.84%, 同比-11.25pct, Q2单季度归母净利率为10.84%, 同比-13.35pct, 环比+1.2pct, 主要受毛利率下降影响, 同时合营企业利润下滑导致的投资收益率下降51%, 进一步挤占盈利空间。4) **营运能力方面,** H1经营活动现金流净额为4.31亿元, 同比-15.97%, Q2单季度经营活动现金流净额为3.24亿元, 同比-19.81%, 主要系采购原材料货款增加, 人员增加以及工资调增所致; 受益于销量增长, H1公司存货周转率为1.74次, 同比+0.16次, 营运能力提升。
- **盈利预测与投资评级:**公司作为特种纸优质赛道领跑者, 产能规划清晰, 多元一体化布局呈现规模、成本优势, 未来龙头地位有望持续强化。下半年海外纸浆产能投产有望推动原材料价格下行, 伴随国内消费需求逐步回暖, 看好公司逐步迎来盈利拐点, 预计公司2022-2024年归母净

利润分别为 9.77 亿元、12.82 亿元、15.62 亿元，同比分别增长-3.9%、31.2%、21.9%。目前股价对应 2022 年 PE 为 20x，维持“买入”评级。

➤ **风险因素：**市场竞争加剧风险、原材料价格上涨风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	4,843	6,017	7,726	9,574	11,674
增长率 YoY%	6.0%	24.2%	28.4%	23.9%	21.9%
归属母公司净利润 (百万元)	717	1,017	977	1,282	1,562
增长率 YoY%	63.0%	41.8%	-3.9%	31.2%	21.9%
毛利率%	20.5%	20.0%	15.8%	16.5%	16.4%
净资产收益率ROE%	13.4%	15.8%	13.6%	15.6%	16.3%
EPS(摊薄)(元)	1.02	1.44	1.38	1.82	2.21
市盈率 P/E(倍)	27.41	19.33	20.12	15.33	12.58
市净率 P/B(倍)	3.67	3.06	2.74	2.39	2.05

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 08 月 18 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	3,971	6,451	7,286	8,049	9,775	
货币资金	521	794	426	226	419	
应收票据	6	4	9	7	13	
应收账款	995	1,217	1,623	1,896	2,395	
预付账款	96	63	85	105	128	
存货	1,337	1,925	2,481	2,934	3,677	
其他	1,017	2,448	2,662	2,882	3,144	
非流动资产	3,993	4,598	5,194	5,760	6,294	
长期股权投资	664	831	831	831	831	
固定资产	2,334	2,532	2,773	3,118	3,513	
无形资产	499	516	534	552	570	
其他	495	718	1,056	1,258	1,380	
资产总计	7,964	11,049	12,480	13,808	16,069	
流动负债	2,250	2,462	3,133	3,396	4,309	
短期借款	797	690	610	610	610	
应付票据	673	644	1,135	1,051	1,617	
应付账款	477	764	912	1,148	1,367	
其他	303	364	476	586	714	
非流动负债	334	2,140	2,140	2,140	2,140	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	334	2,140	2,140	2,140	2,140	
负债合计	2,585	4,602	5,273	5,535	6,449	
少数股东权益	25	28	30	33	36	
归属母公司	5,354	6,419	7,177	8,240	9,584	
负债和股东权益	7,964	11,049	12,480	13,808	16,069	

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4,843	6,017	7,726	9,574	11,674
同比	6.0%	24.2%	28.4%	23.9%	21.9%
归属母公司净利润	717	1,017	977	1,282	1,562
同比	63.0%	41.8%	-3.9%	31.2%	21.9%
毛利率(%)	20.5%	20.0%	15.8%	16.5%	16.4%
ROE%	13.4%	15.8%	13.6%	15.6%	16.3%
EPS(摊薄)(元)	1.02	1.44	1.38	1.82	2.21
P/E	27.41	19.33	20.12	15.33	12.58
P/B	3.67	3.06	2.74	2.39	2.05
EV/EBITDA	18.10	24.82	19.66	15.60	13.02

利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4,843	6,017	7,726	9,574	11,674
营业成本	3,852	4,815	6,503	7,992	9,758
营业税金及附加	47	37	48	59	72
销售费用	15	22	31	43	58
管理费用	99	114	146	181	221
研发费用	123	158	203	252	307
财务费用	68	20	89	91	93
减值损失合	-21	-17	0	0	0
投资净收益	202	287	325	402	490
其他	13	36	72	89	109
营业利润	834	1,157	1,103	1,447	1,764
营业外收支	1	-9	0	0	0
利润总额	835	1,148	1,103	1,447	1,764
所得税	116	129	124	162	198
净利润	719	1,019	979	1,285	1,566
少数股东损	2	2	2	3	3
归属母公司	717	1,017	977	1,282	1,562
EBITDA	990	1,228	1,099	1,398	1,660
EPS(当	1.13	1.44	1.38	1.82	2.21

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	302	447	531	539	845
净利润	719	1,019	979	1,285	1,566
折旧摊销	276	331	232	263	294
财务费用	54	19	97	95	95
投资损失	-202	-287	-325	-402	-490
营运资金变	-585	-663	-453	-701	-620
其它	41	28	0	0	0
投资活动现	-605	-1,938	-503	-426	-337
资本支出	-562	-660	-828	-828	-828
长期投资	0	0	0	0	0
其他	-43	-1,279	325	402	490
筹资活动现	-476	1,699	-396	-314	-314
吸收投资	9	0	0	0	0
借款	1,419	3,359	-80	0	0
支付利息或股息	-270	-232	-316	-314	-314
现金流净增加额	-781	206	-368	-200	193

研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，六年轻工制造行业研究经验，曾任职于招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得 2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第 4、第 2、第 3 名，2018-2020 年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022 年加入信达证券。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其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,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数:沪深 300 指数(以下简称基准); 时间段:报告发布之日起 6 个月内。	买入: 股价相对强于基准 20% 以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准 5%~20%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在±5%之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,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,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。