

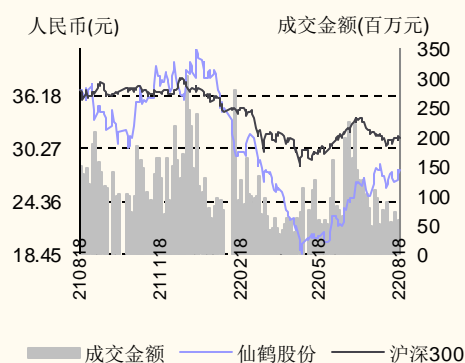
仙鹤股份 (603733.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 27.84 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	7.06
已上市流通 A 股(亿股)	7.06
总市值(亿元)	196.54
年内股价最高最低(元)	41.40/18.45
沪深 300 指数	4180
上证指数	3278



相关报告

- 1.《1Q 盈利边际修复，中长期成长动能充沛-仙鹤股份点评》，2022.4.28
- 2.《浆价下行+提价，提振 4Q 业绩弹性-仙鹤三季报点评》，2021.10.25

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号: S1130521120003
xieliyuan@gjzq.com.cn

尹新悦 分析师 SAC 执业编号: S1130522080004
yinxinyue@gjzq.com.cn

盈利拾级而上，多元布局成长动能充沛

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,843	6,017	7,728	10,294	12,367
营业收入增长率	6.04%	24.24%	28.43%	33.20%	20.14%
归母净利润(百万元)	717	1,017	913	1,325	1,630
归母净利润增长率	63.02%	41.76%	-10.23%	45.13%	23.04%
摊薄每股收益(元)	1.016	1.440	1.293	1.876	2.309
每股经营性现金流净额	0.43	0.63	1.37	1.70	2.60
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.40%	15.84%	13.63%	17.69%	19.25%
P/E	24.61	28.34	21.53	14.84	12.06
P/B	3.30	4.49	2.94	2.62	2.32

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 8月18日公司发布中报业绩，1H22 实现营收 36.0 亿元，同比+24.7%，归母净利润 3.5 亿元，同比-41.83%，扣非归母净利润 3.1 亿元，同比-47.78%；其中，2Q22 实现营收 19.2 亿元，同比+41.2%，归母净利 2.08 亿元，扣非归母净利 1.75 亿元，同比-44.6%，业绩符合预期。

经营分析

- 不断优化产品结构，必选高性能消费纸基材提价顺利落地。2Q 营收 19.2 亿元 (同比+41.2%，环比+14.4%)。1) 销量: 1H 销量 39.2 万吨 (同比+16.6%); 2) 吨价: 平均吨价 9183 元/吨 (环比+580 元)。以 1Q19 万吨计算，2Q 销量 20 万吨，2Q 平均吨价 9515 元/吨 (同比+1013 元，环比+683 元)。3) 分品类: 1H 食品&医疗包装纸销额 6.44 亿元，同比+31.6%。电解电容器/标签离型/热转印材料营收同比+19.3%/+57.1%/+26.9%。
- 吨盈利稳步修复，看好 2H 成本压力趋缓下、提价落地进一步强化盈利弹性。2Q 毛利率为 14.2% (环比+2.7pct)，成本端木浆价格保持高位 (2Q 阔叶浆 6395 元/吨，同比+1234 元，环比+827 元)，能源成本环比相对稳定 (2Q 秦皇岛动力煤价格 735 元/吨，同比+118 元，环比基本持平)。剔除夏王投资收益，1Q/2Q 吨净利 627/855 元/吨，环比+295/+228 元。期间费用率方面，管理费用管控效率提升，2Q 销售/管理&研发/财务费用率 0.3%/3.4%/1.2%，同比-0.06/-2.0/+0.6pct，2Q 净利率为 10.9% (环比+2.2pct)。
- 23 年迎产能释放大年，中长期林浆纸一体化提升战略优势，成长动能充足。11 月预计新增食品卡纸产能 30 万吨，1Q23 公司预计本部新增 8 万吨产能，23 年底湖北、广西纸、浆产能陆续投放，中长期角度，公司将逐渐转型为林、草、浆、纸一体化企业，竞争力和盈利稳定性都将进一步增强。

盈利预测和投资建议

- 考虑到公司未来成长动能充足、中期上游产业链布局逐步完善，我们预计公司 2022-2024 年归母净利分别为 9.1、13.3、16.3 亿元，当前股价对应 PE 分别为 22、15、12 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 下游需求疲软导致提价落地不及预期的风险；新增产能投放进度不达预期；原料价格长期高位运行导致盈利承压的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	4,567	4,843	6,017	7,728	10,294	12,367	货币资金	1,280	521	794	975	863	1,241
增长率		6.0%	24.2%	28.4%	33.2%	20.1%	应收款项	1,401	1,745	1,953	2,660	2,958	3,115
主营业务成本	-3,713	-3,852	-4,815	-5,973	-7,046	-7,948	存货	1,008	1,337	1,925	2,068	2,437	2,768
%销售收入	81.3%	79.5%	80.0%	80.6%	79.4%	79.4%	其他流动资产	179	368	1,778	2,143	2,232	2,298
毛利	854	992	1,202	1,441	1,825	2,064	流动资产	3,870	3,971	6,451	7,794	8,357	9,168
%销售收入	18.7%	20.5%	20.0%	19.4%	20.6%	20.6%	%总资产	52.4%	49.9%	58.4%	62.3%	62.7%	63.9%
营业税金及附加	-44	-47	-37	-52	-62	-70	长期投资	672	728	889	929	969	969
%销售收入	1.0%	1.0%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	2,150	2,610	2,889	3,215	3,337	3,541
销售费用	-147	-15	-22	-30	-44	-50	%总资产	29.1%	32.8%	26.1%	25.7%	25.0%	24.7%
%销售收入	3.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	无形资产	490	513	534	568	661	674
管理费用	-88	-99	-114	-141	-169	-190	非流动资产	3,509	3,993	4,598	4,713	4,968	5,184
%销售收入	1.9%	2.0%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	%总资产	47.6%	50.1%	41.6%	37.7%	37.3%	36.1%
研发费用	-106	-123	-158	-185	-240	-270	资产总计	7,378	7,964	11,049	12,507	13,325	14,353
%销售收入	2.3%	2.5%	2.6%	2.5%	2.7%	2.7%	短期借款	1,004	797	690	1,215	719	337
息税前利润 (EBIT)	469	707	871	1,033	1,311	1,483	应付款项	953	1,157	1,423	1,793	2,171	2,528
%销售收入	10.3%	14.6%	14.5%	13.9%	14.8%	14.8%	其他流动负债	299	296	349	574	725	865
财务费用	-82	-68	-20	-115	-116	-91	流动负债	2,257	2,250	2,462	3,582	3,614	3,730
%销售收入	1.8%	1.4%	0.3%	1.5%	1.3%	0.9%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	-17	-9	-6	其他长期负债	1,277	334	2,140	2,125	2,125	2,125
公允价值变动收益	0	-15	-7	0	0	0	负债	3,534	2,585	4,602	5,708	5,740	5,855
投资收益	106	202	287	240	260	298	普通股股东权益	3,830	5,354	6,419	6,771	7,558	8,469
%税前利润	20.9%	24.3%	25.0%	20.3%	17.5%	17.3%	其中：股本	612	706	706	706	706	706
营业利润	504	834	1,157	1,181	1,486	1,724	未分配利润	1,000	1,425	2,156	2,781	3,567	4,479
营业利润率	11.0%	17.2%	19.2%	15.9%	16.7%	17.2%	少数股东权益	14	25	28	28	28	28
营业外收支	2	1	-9	3	3	3	负债股东权益合计	7,378	7,964	11,049	12,507	13,325	14,353
税前利润	507	835	1,148	1,184	1,489	1,727	比率分析						
利润率	11.1%	17.2%	19.1%	16.0%	16.8%	17.2%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-67	-116	-129	-142	-179	-207	每股指标						
所得税率	13.2%	13.9%	11.2%	12.0%	12.0%	12.0%	每股收益	0.719	1.016	1.440	1.475	1.856	2.153
净利润	439	719	1,019	1,042	1,310	1,520	每股净资产	6.259	7.583	9.093	9.592	10.705	11.997
少数股东损益	0	2	2	0	0	0	每股经营现金净流	0.709	0.379	0.591	1.621	2.039	2.558
归属于母公司的净利润	440	717	1,017	1,042	1,310	1,520	每股股利	0.100	0.400	0.310	0.590	0.742	0.861
净利率	9.6%	14.8%	16.9%	14.0%	14.8%	15.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	11.48%	13.40%	15.84%	15.38%	17.34%	17.94%
净利润	439	719	1,019	1,042	1,310	1,520	总资产收益率	5.96%	9.01%	9.20%	8.33%	9.83%	10.59%
少数股东损益	0	2	2	0	0	0	投入资本收益率	6.93%	9.87%	8.67%	9.28%	11.44%	12.30%
非现金支出	241	276	331	388	445	511	增长率						
非经营收益	-48	-142	-270	-49	-130	-193	主营业务收入增长率	11.45%	6.04%	24.24%	23.21%	19.66%	12.85%
营运资金变动	-198	-585	-663	-237	-186	-32	EBIT增长率	37.98%	50.75%	23.12%	18.60%	26.92%	13.14%
经营活动现金净流	434	267	417	1,144	1,439	1,806	净利润增长率	50.45%	63.02%	41.76%	2.45%	25.80%	15.99%
资本开支	-377	-562	-660	-506	-648	-718	总资产增长率	33.31%	7.93%	38.74%	13.20%	6.54%	7.71%
投资	0	0	0	-440	-90	-30	资产管理能力						
其他	107	-43	-1,279	240	260	298	应收账款周转天数	64.5	69.2	67.1	67.0	67.0	68.0
投资活动现金净流	-270	-605	-1,938	-706	-478	-450	存货周转天数	97.1	111.1	123.7	127.0	127.0	128.0
股权募资	0	9	0	-273	0	0	应付账款周转天数	44.9	45.7	47.1	50.0	51.0	52.0
债权募资	923	-239	2,018	512	-497	-382	固定资产周转天数	144.5	175.9	153.6	143.7	118.9	120.1
其他	19	-248	-320	-549	-657	-717	偿债能力						
筹资活动现金净流	942	-478	1,698	-310	-1,154	-1,099	净负债/股东权益	19.47%	2.16%	1.66%	7.42%	2.64%	-5.17%
现金净流量	1,106	-816	177	128	-193	257	EBIT利息保障倍数	5.7	10.4	42.6	9.0	11.3	16.3
							资产负债率	47.89%	32.46%	41.65%	45.64%	43.08%	40.80%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	7	24	33	65
增持	0	2	3	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.22	1.11	1.08	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-03-05	买入	26.15	N/A
2	2021-03-31	买入	27.80	N/A
3	2021-04-14	买入	24.49	N/A
4	2021-04-22	买入	25.69	N/A
5	2021-07-12	买入	41.50	N/A
6	2021-08-05	买入	39.88	N/A
7	2021-10-25	买入	35.91	N/A
8	2022-04-28	买入	20.11	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应对本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402