

仙鹤股份 (603733.SH)

环比修复明确，成长路径清晰

公司发布半年报：2022H1 实现收入 35.98 亿元（同比+24.7%），归母净利润 3.54 亿元（同比-41.8%），扣非归母净利润 3.07 亿元（同比-47.8%）；单 Q2 收入 19.20 亿元（同比+41.2%），归母净利润 2.08 亿元（同比-36.7%），扣非归母净利润 1.75 亿元（同比-44.6%）；此外，2022H1 夏王净利润 1.42 亿元（同比-46.5%），22Q2 净利润约 0.8 亿元。收入高增，盈利环比修复、同比仍承压，主要系纸浆&能源价格高位影响利润释放，但公司产能释放、提价落地，2022Q2 实现量价齐升。根据我们测算，2022Q2 公司本部吨净利约 800+元/吨（2022Q1 约 600+元/吨），夏王吨净利润约 1100+元/吨（2022Q1 约 1000+元/吨）；预计 2022Q3 吨盈利继续延续环比向上。

量价齐升，成长路径清晰。2022H1 公司本部实现产量、销量 39.16、39.18 万吨（同比+0.97%、+16.56%），根据我们测算夏王 Q2 实现销量 7.5 万吨+。分产品来看，消费类产品表现靓丽。食品医疗系列收入同比+31.6%；日用消费系列中，标签离型材料收入同比+57.1%，转印系材料同比+26.9%；电气及工业用纸系列中，电解电容器材料同比+19.3%。伴随下半年 30 万吨食品卡纸投产，广西和湖北项目逐步建设，预计 2022-2025 年产量分别约 100+、130+、170+、220+万吨（夏王折算 1/2），4 年 CAGR 25%以上，且主要布局食品医疗、日用消费等赛道。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%，成本管控将显著优于竞争对手。

盈利环比改善，纸浆有望贡献弹性。2022H1 毛利率为 13.0%（同比-12.0pct），净利率为 9.8%（同比-11.3pct）；单 Q2 毛利率为 14.2%（同比-13.6pct），净利率为 10.8%（同比-13.4pct）。盈利同比承压主要系浆价上涨且去年同期低位吨浆贡献利润，但截止目前公司已进行多轮提价，盈利能力环比改善显著。目前公司部分强势产品仍处提价通道，伴随下半年产能逐步释放，量价齐升有望延续。此外，目前全球纸浆厂价格已松动，预计 2022Q4 浆价向下概率较大、贡献利润弹性；根据我们测算，浆价下跌 100 美金，吨净利可提升约 500 元/吨。

费用管控优异，现金流略承压。从费用表现来看，2022H1 期间费用率为 4.4%（同比-1.2pct），销售费用率为 0.3%（同比-0.02pct），管理费用率 1.7%（同比-0.2pct），财务费用率 1.0%（同比+0.5pct），研发费用率 1.4%（同比-1.4pct）。现金流方面，2022H1 净经营现金流为 4.31 亿元（同比-15.9%），单 Q2 净经营现金流为 3.24 亿元（同比-19.8%），主要系采购成本增加及人员薪资调整所致。截至 2022H1 应收账款周转天数为 68.01 天（同比+1.86 天），应付账款周转天数为 47.99 天（同比+1.58 天），存货周转天数 103.73 天（同比-18.23 天），营运能力稳定。

投资评级：产品布局消费且成长路径清晰，预计 2022-2024 年归母净利润分别为 9.0 亿元、14.5 亿元、18.2 亿元，对应 PE 为 21.8X、13.6X、10.8X，维持“买入”评级。

风险提示：纸浆价格高位超预期，疫情反复，产能释放节奏低于预期。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	4,843	6,017	8,254	9,945	12,853
增长率 yoy（%）	6.0	24.2	37.2	20.5	29.2
归母净利润（百万元）	717	1,017	902	1,446	1,823
增长率 yoy（%）	63.0	41.8	-11.2	60.3	26.1
EPS 最新摊薄（元/股）	1.02	1.44	1.28	2.05	2.58
净资产收益率（%）	13.4	15.8	12.7	17.0	18.1
P/E（倍）	27.4	19.3	21.8	13.6	10.8
P/B（倍）	3.7	3.2	2.9	2.4	2.0

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2022 年 8 月 18 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	造纸
前次评级	买入
8月18日收盘价(元)	27.84
总市值(百万元)	19,654.28
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)	2.20

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 姜文铤

执业证书编号：S0680122040027

邮箱：jiangwenqiang1@gszq.com

相关研究

- 《仙鹤股份 (603733.SH)：8 月再提价，盈利修复趋势明确》2022-07-19
- 《仙鹤股份：把握盈利拐点，长期成长突出》2022-06-23
- 《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》2022-06-22

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	9590	9886	13613
现金	521	794	2384	2872	3712
应收票据及应收账款	1001	1220	1827	1845	2900
其他应收款	17	15	29	24	44
预付账款	96	63	154	108	231
存货	1337	1925	2764	2604	4293
其他流动资产	1000	2433	2433	2433	2433
非流动资产	3993	4598	6419	8520	10886
长期投资	664	831	1249	1716	2127
固定资产	2334	2532	3282	4040	6317
无形资产	499	516	570	601	641
其他非流动资产	495	718	1318	2163	1802
资产总计	7964	11049	16009	18406	24499
流动负债	2250	2462	6923	6312	10909
短期借款	797	690	3884	3531	6498
应付票据及应付账款	1150	1408	2269	1940	3468
其他流动负债	303	364	770	840	943
非流动负债	334	2140	1983	3584	3493
长期借款	0	1775	1619	1483	1392
其他非流动负债	334	364	364	2101	2101
负债合计	2585	4602	8906	9896	14402
少数股东权益	25	28	29	30	34
股本	706	706	706	710	710
资本公积	3064	3064	3064	3224	3224
留存收益	1588	2386	2993	3922	5184
归属母公司股东权益	5354	6419	7075	8480	10063
负债和股东权益	7964	11049	16009	18406	24499

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	380	1597	1017
净利润	719	1019	903	1448	1826
折旧摊销	276	331	304	409	598
财务费用	68	20	119	181	205
投资损失	-202	-287	-264	-316	-267
营运资金变动	-585	-663	-688	-133	-1353
其他经营现金流	27	27	6	7	9
投资活动现金流	-605	-1938	-1867	-2201	-2705
资本支出	562	662	1404	1633	1955
长期投资	0	0	-417	-467	-411
其他投资现金流	-43	-1277	-880	-1035	-1160
筹资活动现金流	-476	1699	-118	1445	-440
短期借款	-207	-107	0	0	0
长期借款	-1024	1775	-157	-136	-91
普通股增加	94	0	0	4	0
资本公积增加	1179	0	0	159	0
其他筹资现金流	-518	31	39	1418	-349
现金净增加额	-781	206	-1605	841	-2127

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4843	6017	8254	9945	12853
营业成本	3852	4815	6921	7923	10180
营业税金及附加	47	37	50	55	72
营业费用	15	22	29	33	44
管理费用	99	114	149	169	219
研发费用	123	158	206	230	297
财务费用	68	20	119	181	205
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	1040	1663	2096
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	1041	1662	2094
所得税	116	129	138	214	268
净利润	719	1019	903	1448	1826
少数股东损益	2	2	1	2	3
归属母公司净利润	717	1017	902	1446	1823
EBITDA	1143	1614	1492	2269	2945
EPS (元)	1.02	1.44	1.28	2.05	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	37.2	20.5	29.2
营业利润(%)	65.3	38.7	-10.1	60.0	26.0
归属于母公司净利润(%)	63.0	41.8	-11.2	60.3	26.1
获利能力					
毛利率(%)	20.5	20.0	16.1	20.3	20.8
净利率(%)	14.8	16.9	10.9	14.5	14.2
ROE(%)	13.4	15.8	12.7	17.0	18.1
ROIC(%)	11.5	12.3	7.7	10.1	9.9
偿债能力					
资产负债率(%)	32.5	41.6	55.6	53.8	58.8
净负债比率(%)	11.4	31.6	54.7	55.4	67.8
流动比率	1.8	2.6	1.4	1.6	1.2
速动比率	0.8	1.5	0.8	1.0	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
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	2.05	2.58
每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.63	0.54	2.26	1.44
每股净资产(最新摊薄)	7.58	8.71	9.63	11.62	13.87
估值比率					
P/E	27.4	19.3	21.8	13.6	10.8
P/B	3.7	3.2	2.9	2.4	2.0
EV/EBITDA	17.6	12.5	14.7	10.1	8.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 8 月 18 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