

# 提价下 Q2 利润率环比改善， 产能投放将持续驱动增长

## 事件

公司发布 2022 年半年报：22H1 营收 35.98 亿元/+24.7%，归母净利润 3.54 亿元/-41.8%，扣非归母净利润 3.07 亿元/-47.8%；经营活动现金流量净额 4.31 亿元/-16.0%，EPS（基本）为 0.50 元/股，同比变动-41.9%，ROE（加权）为 5.4%/-5.4pct。

## 简评

**22Q2 量价提升，收入增长靓丽，成品提价下业绩环比改善。**公司 22Q2 收入 19.20 亿元/+41.2%，归母净利润 2.08 亿元/-36.7%，扣非后归母净利润 1.75 亿元/-44.6%，环比 22Q1 分别+14.4%、+42.6%、+31.9%。量方面，22H1 销量 39.2 万吨/+16.6%，预计 22Q1-2 销量 19.0 万吨/+6%、20.2 万吨/+29%；价方面，22H1 吨均价 9183 元/+7.0%，预计 22Q1-2 吨价分别为 8831 元/+4%、9515 元/+9%，Q2 环比提价 680 元；吨净利方面，22H1 吨净利 783 元/-55.2%，预计 22Q1-2 吨净利分别为 697 元/-54%、865 元/-57%，Q2 吨净利环比提升 168 元；剔除夏王纸业合营收益，22H1 吨净利 717 元/-49.2%，预计 22Q1-2 吨净利分别为 603 元/-52%、823 元/-48%，Q2 吨净利环比提升 220 元。22Q2 毛利率、净利率、扣非净利率分别为 14.2%、10.9%、9.1%，环比+2.7pct、+2.2pct、1.2pct。

**上半年食品医疗类、日用消费类、电解电容器类用纸收入保持增长，夏王纸业吨盈利环比改善。**22H1，标签离型系列、食品医疗类（收入 6.44 亿元）、转印系列、电解电容器纸收入同比+57.1%、+31.6%、+26.9%、+19.3%，主要由于疫情期间食品用纸、医疗用纸，及日用类产品需求提升，以及公司产能的布局，此外烟草类收入预计同比略有增长。上半年，公司合营子公司夏王纸业收入 17.43 亿元/+15.9%，净利润 1.42 亿元/-46.5%，预计 22Q2 销量 7.6 万吨，吨净利达 1107 元，同比下滑 1500 元，环比 Q1 改善 200 元。

**展望 2022 年下半年，价方面，6 月开始应对木浆成本提升，特种纸行业迎来提价，此次提价以热敏纸、转印纸、格拉辛纸等日用类为主，有望继续支撑公司吨价的提升；量方面，公司 30 万吨食品卡纸产能有望 10 月末释放，主要为面碗纸、纸杯纸、医疗包装用纸、液体包装用纸及容器成品，贡献 22Q4 及 2023 年产能增长；成本方面，木浆价格持续处于历史高位，9 月针叶浆外盘报价略有下调，但伴随国内外浆产能投产，浆价有望开启下行通道，但考虑库存因素，22Q3 浆成本下行对于盈利影响有限，但 Q4 开始凸显，叠加能源价格基本平稳，预计盈利保持逐季度提升趋势。此外，公司广西、湖北基地有序建设，预计 2023 年底开始新增浆、纸产能，一方面提升公司自备浆比例，降低波动风险，同时高景气度的纸品进入产能投放周期，贡献公司未来增长。**

## 仙鹤股份 (603733)

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 执证编号：S1440519030001

SFC 中央编号：BOT812

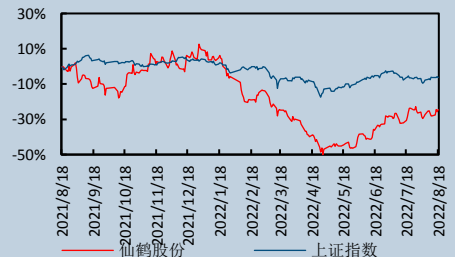
发布日期：2022 年 08 月 19 日

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
11.23/9.69	36.61/30.67	-21.0/-16.09
12 月最高/最低价 (元)		42.39/18.22
总股本 (万股)		70,597.23
流通 A 股 (万股)		70,597.23
总市值 (亿元)		196.54
流通市值 (亿元)		196.54
近 3 月日均成交量 (万股)		325.08
主要股东		
浙江仙鹤控股集团有限公司		76.49%

### 股价表现



### 相关研究报告

- 22.05.01 【中信建投轻工纺服及教育】仙鹤股份 (603733):成本上升致 Q1 业绩承压，关注 Q2 提价落地
- 22.03.03 【中信建投轻工纺服及教育】仙鹤股份 (603733):多元特种纸龙头，食品纸打开新空间
- 21.10.26 【中信建投轻工纺服及教育】仙鹤股份 (603733):Q3 业绩表现靓丽，Q4 旺季收入增长可期

**投资建议：** 预计仙鹤股份 2022-2024 年营业收入分别为 75.7、93.8、112.2 亿元（前次预测为 75.7、90.0、107.0 亿元，考虑到公司新产能逐步投产，上调 23-24 年收入），同比增长 25.8%、23.9%、19.6%；归母净利润分别为 9.0、12.1、14.6 亿元（前次预测为 10.2、12.0、14.1 亿元，考虑到木浆原料价格持续高位，22 年业绩有所下调），同比增长-11.2%、34.0%、20.9%；对应 P/E 为 21.8x、16.3x、13.4x，维持“买入”评级。

**风险提示：** 下游需求不及预期、浆纸价格波动超预期。

**图表1： 仙鹤股份收入、业绩预测**

仙鹤股份 (亿元人民币)	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	<b>45.7</b>	<b>48.4</b>	<b>60.2</b>	<b>75.7</b>	<b>93.8</b>	<b>112.2</b>
yoy	11.5%	6.0%	24.2%	25.8%	23.9%	19.6%
成本	<b>37.1</b>	<b>38.5</b>	<b>48.2</b>	<b>63.2</b>	<b>76.5</b>	<b>90.9</b>
yoy	9.5%	3.7%	25.0%	31.2%	21.0%	18.9%
毛利率	<b>18.7%</b>	<b>20.5%</b>	<b>20.0%</b>	16.5%	18.5%	19.0%
总产能 (万吨)	<b>82</b>	<b>100</b>	<b>115</b>	<b>140</b>	<b>165</b>	<b>200</b>
夏王产能 (万吨)	30	30	30	35	40	40
本部产能 (万吨)	52	70	85	105	125	160
总销量 (万吨)	<b>77</b>	<b>87</b>	<b>99</b>	<b>114</b>	<b>142</b>	<b>168</b>
夏王销量 (万吨)	26	27	29	30	33	35
本部销量 (万吨)	51	60	70	84	109	133
吨价 (不含夏王, 元/吨)	<b>8,944</b>	<b>8,023</b>	<b>8,593</b>	<b>9,058</b>	<b>8,621</b>	<b>8,411</b>
yoy	0.7%	-10.3%	7.1%	5.4%	-4.8%	-2.4%
吨成本 (不含夏王, 元/吨)	<b>7,271</b>	<b>6,381</b>	<b>6,877</b>	<b>7,562</b>	<b>7,028</b>	<b>6,815</b>
yoy	-1.1%	-12.2%	7.8%	10.0%	-7.1%	-3.0%
吨毛利 (不含夏王, 元/吨)	<b>1,672</b>	<b>1,643</b>	<b>1,717</b>	<b>1,496</b>	<b>1,594</b>	<b>1,597</b>
yoy	9.3%	-1.8%	4.5%	-12.8%	6.5%	0.2%
归母净利润	<b>4.4</b>	<b>7.2</b>	<b>10.2</b>	<b>9.0</b>	<b>12.1</b>	<b>14.6</b>
yoy	50.7%	63.0%	41.8%	-11.3%	34.0%	20.9%
净利率	<b>9.6%</b>	<b>14.8%</b>	<b>16.9%</b>	<b>11.9%</b>	<b>12.9%</b>	<b>13.0%</b>
吨净利 (不含夏王, 元/吨)	<b>621</b>	<b>924</b>	<b>1,075</b>	<b>878</b>	<b>924</b>	<b>934</b>
yoy	56.6%	48.9%	-983.7%	-18.3%	5.2%	1.0%
净利率 (不含夏王)	<b>6.9%</b>	<b>11.5%</b>	<b>12.5%</b>	<b>9.7%</b>	<b>10.7%</b>	<b>11.1%</b>
来自合营公司夏王纸业投资收益	1.2	1.6	2.6	1.7	2.0	2.2
夏王纸业营收	27.9	27.2	32.0	33.7	37.1	39.3
夏王纸业净利润	2.4	3.1	5.2	3.4	4.1	4.3
夏王纸业净利率	<b>8.8%</b>	<b>11.4%</b>	<b>16.3%</b>	<b>10.0%</b>	<b>11.0%</b>	<b>11.0%</b>
吨净利 (含夏王, 元/吨)	<b>862</b>	<b>1,188</b>	<b>1,452</b>	<b>1,080</b>	<b>1,112</b>	<b>1,096</b>
yoy	36.2%	37.9%	22.3%	-25.6%	2.9%	-1.4%

资料来源：公司财报，中信建投

**图表2： 仙鹤股份单季度财务（亿元）**

单季	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2
营业总收入	<b>9.04</b>	<b>11.29</b>	<b>13.05</b>	<b>15.06</b>	<b>15.26</b>	<b>13.60</b>	<b>14.76</b>	<b>16.55</b>	<b>16.78</b>	<b>19.20</b>
yoy	-10.8%	3.6%	10.2%	17.6%	68.9%	20.5%	13.1%	9.9%	10.0%	41.2%
归母净利润	<b>1.05</b>	<b>1.78</b>	<b>2.12</b>	<b>2.23</b>	<b>2.80</b>	<b>3.29</b>	<b>2.94</b>	<b>1.14</b>	<b>1.46</b>	<b>2.08</b>
yoy	193.2%	87.0%	54.4%	29.6%	167.5%	85.1%	38.8%	-49.0%	-47.8%	-36.7%
扣非归母净利润	<b>0.91</b>	<b>1.49</b>	<b>2.02</b>	<b>2.03</b>	<b>2.73</b>	<b>3.15</b>	<b>2.69</b>	<b>1.01</b>	<b>1.32</b>	<b>1.75</b>
yoy	188.9%	50.6%	56.8%	27.5%	198.9%	111.0%	33.3%	-50.3%	-51.5%	-44.6%
毛利率	23.5%	24.2%	23.2%	13.5%	22.5%	27.8%	19.7%	11.5%	11.5%	14.2%
净利率	11.6%	15.8%	16.3%	14.8%	18.4%	24.3%	20.0%	6.8%	8.7%	10.9%
净利率（剔除夏王）	9.6%	13.0%	12.1%	11.1%	14.7%	18.3%	14.5%	3.9%	6.8%	8.7%

资料来源：公司财报，中信建投

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	3,971	6,451	7,926	9,731	10,001	<b>营业收入</b>	4,843	6,017	7,569	9,379	11,221
现金	521	794	2,186	2,709	3,240	营业成本	3,852	4,815	6,319	7,645	9,091
应收票据及应收账款合计	1,001	1,220	1,314	1,822	1,589	营业税金及附加	47	37	53	66	79
其他应收款	17	15	25	25	35	销售费用	15	22	28	34	41
预付账款	96	63	136	111	185	管理费用	99	114	136	166	196
存货	1,337	1,925	1,585	2,438	2,107	研发费用	123	158	199	246	295
其他流动资产	1,000	2,433	2,680	2,626	2,844	财务费用	68	20	55	104	126
<b>非流动资产</b>	3,993	4,598	5,493	6,407	7,285	资产减值损失	-21	-17	23	0	0
长期投资	664	831	1,167	1,539	1,922	公允价值变动收益	-15	-7	-7	-7	-7
固定资产	2,334	2,532	3,044	3,554	3,991	其他收益	42	56	56	56	56
无形资产	499	516	570	601	641	投资净收益	202	287	192	228	240
其他非流动资产	495	718	711	714	731	<b>营业利润</b>	834	1,157	1,028	1,374	1,659
<b>资产总计</b>	7,964	11,049	13,419	16,138	17,286	营业外收入	6	3	3	3	3
<b>流动负债</b>	2,250	2,462	3,679	5,702	5,624	营业外支出	5	12	12	12	12
短期借款	797	690	1,634	3,401	3,224	<b>利润总额</b>	835	1,148	1,019	1,365	1,650
应付票据及应付账款合计	1,150	1,408	1,682	1,929	2,028	所得税	116	129	114	153	185
其他流动负债	303	364	363	371	371	<b>净利润</b>	719	1,019	904	1,212	1,465
<b>非流动负债</b>	334	2,140	2,369	2,170	1,969	少数股东损益	2	2	2	3	3
长期借款	0	0	4	5	5	<b>归属母公司净利润</b>	717	1,017	902	1,209	1,462
其他非流动负债	334	2,140	2,364	2,164	1,964	EBITDA	1,136	1,495	1,351	1,825	2,223
<b>负债合计</b>	2,585	4,602	6,047	7,871	7,593	EPS (元)	1.02	1.44	1.28	1.71	2.07
少数股东权益	25	28	30	32	36	<b>主要财务比率</b>					
股本	706	706	706	706	706	<b>会计年度</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
资本公积	3,064	3,064	3,064	3,064	3,064	<b>成长能力</b>					
留存收益	1,588	2,386	3,071	3,988	5,097	营业收入(%)	6.0	24.2	25.8	23.9	19.6
归属母公司股东权益	5,354	6,419	7,342	8,234	9,657	营业利润(%)	65.3	38.7	-11.2	33.7	20.7
<b>负债和股东权益</b>	7,964	11,049	13,419	16,138	17,286	归属于母公司净利润(%)	63.0	41.8	-11.2	34.0	20.9
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	20.5	20.0	16.5	18.5	19.0
						净利率(%)	14.8	16.9	11.9	12.9	13.0
						ROE(%)	13.4	15.8	12.7	15.0	15.8
						ROIC(%)	15.7	28.0	25.9	23.5	28.0
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	32.5	41.6	45.1	48.8	43.9
						净负债比率(%)	5.1	-1.6	-7.7	8.7	-0.1
						流动比率	1.8	2.6	2.2	1.7	1.8
						速动比率	1.2	1.8	1.7	1.3	1.4
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
						应收账款周转率	5.3	5.4	6.0	6.0	6.6
						应付账款周转率	8.0	7.8	9.0	9.0	10.0
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	1.0	1.4	1.3	1.7	2.1
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.4	0.6	2.2	0.6	3.4
						每股净资产(最新摊薄)	7.5	9.0	9.9	11.3	13.0
						<b>估值比率</b>					
						P/E	27.4	19.3	21.8	16.3	13.4
						P/B	3.7	3.1	2.8	2.5	2.1
						EV/EBITDA	17.4	12.1	13.0	10.3	8.2

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	302	447	1,537	392	2,407
净利润	719	1,019	904	1,212	1,465
折旧摊销	276	331	307	393	480
财务费用	68	20	55	104	126
投资损失	-202	-287	-192	-228	-240
经营性应收项目的减少	-489	-216	-167	-483	158
经营性应付项目的增加	254	159	272	255	99
其他经营现金流	-70	-420	629	-607	418
<b>投资活动现金流</b>	-605	-1,938	-1,017	-1,087	-1,125
资本支出	562	662	1,502	2,311	317
长期投资	0	0	-336	-167	-384
其他投资现金流	-43	-1,277	149	1,056	-1,192
<b>筹资活动现金流</b>	-476	1,699	-72	-550	-573
短期借款	-207	-107	0	0	0
长期借款	0	0	4	1	0
普通股增加	94	0	0	0	0
资本公积增加	1,179	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1,542	1,806	-76	-551	-573
<b>现金净增加额</b>	-781	206	448	-1,245	709

资料来源: 公司财报、中信建投预测

## 分析师介绍

**叶乐:** 中信建投轻工纺织及教育行业首席分析师, 毕业于复旦大学金融硕士专业, 2016 年加入中信建投证券研究发展部, 2019 年“水晶球”中小市值入围, 2020 年“新财富”海外最佳分析师第 5 名。目前专注于运动服饰、美护、家居、造纸包装、教育、新型烟草等消费服务产业研究。联系方式: 18521081258, yele@csc.com.cn

## 研究助理

**秦臻** 17801049361 qinzhen@csc.com.cn

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层  
 电话:(8610) 8513-0588  
 联系人:李祉瑶  
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:曹莹  
 邮箱:caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话:(852) 3465-5600  
 联系人:刘泓麟  
 邮箱:charleneliu@csci.hk