

盈利能力环比修复, 看好盈利弹性持续释放

投资要点

- 业绩摘要:** 公司发布2022年半年报, 2022H1公司实现营收36亿元(+24.7%), 实现归母净利润3.5亿元(-41.8%), 实现扣非归母净利润3.1亿元(-47.8%)。其中, 单Q2公司实现营收19.2亿元(+41.2%); 归母净利润2.1亿元(-36.7%); 实现扣非后归母净利润1.8亿元(-44.4%), Q2收入增长明显提速, 净利润降幅收窄。
- 增长稳健, 盈利能力良好。** 2022H1公司毛利率为13%(-12pp), Q2单季度毛利率为14.2%(同比-13.6pp), 环比提升2.7pp, 原材料和能源价格仍在高位, 逐步提价后盈利能力环比回升。费用率方面, 2022H1公司整体费用率为4.4%, 同比-1.2pp。其中单Q2费用率4.8%, 同比-1.5pp, 费用控制良好。Q2单季度销售/管理/研发/财务费用率分别为0.3%/1.8%/1.5%/1.2%, 同比-0.06pp/+0.1pp/-2.1pp/+0.6pp。综合来看, 公司Q2单季度净利率为10.8%, 同比-13.4pp, 环比+2.1pp。上半年经营活动现金流为4.3亿元, 同比减少16%, 主要系本期购原材料贷款和人员工资增加。
- 适应市场需求, 产品多元布局。** 随着疫情反复, 人们的防疫意识和快速食品的消费需求提升, 因此公司大幅增加食品与医疗系列材料、电解电容器材料、标签离型材料、转印系列材料的供应。2019年仙鹤转债项目全部投产、2021年鹤21转债项目部分投产, 多产品均实现了稳定的销售。同时随着外销业务的快速发展, 外销收入较去年同期增长了119.7%。分产品看, 2022年上半年公司食品医疗消费类产品贡献营收6.4亿元, 同比增长31.6%; 电解电容器纸基材料实现销售收入同比增长19.3%; 标签离型系列材料实现销售收入同比增长57.1%, 实现了大幅增长; 转印系列材料实现销售收入同比增长26.9%。
- 加强成本管控, 应对原材料及能源波动。** 受周期性、疫情及国际形势的影响, 大宗原材料进口木浆价格持续高位震荡, 木浆采购成本大幅上升。为更好的面对原材料价格波动, 公司加强原材料采购管控, 合理调整库存, 合适时机加大原材料储备, 并在高价调整采购数量, 有效平衡原材的价格波动。伴随公司可转债年产22万吨项目中的所有生产线哲丰PM5、PM6、PM7和PM8全部投产, 高毛利纸基功能类材料已经实现稳定销售; 河南基地PM7和PM8项目也分别于2021年1月和3月顺利投产, 并在2022年持续积极地发挥着产能效应; 另外公司2021年进行了哲丰PM4和仙鹤PM27的技术改进项目, 重新恢复产能8万吨。公司产品业务结构日趋合理化, 生产成本下降, 未来行业有望进一步向头部集中, 公司龙头地位得以夯实。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司2022-2024年EPS分别为1.35元、1.87元和2.3元, 对应PE分别为21倍、15倍和12倍。考虑到公司产品矩阵丰富, 产业链议价能力提升, 行业格局持续优化, 维持“持有”评级。
- 风险提示:** 纸浆价格大幅波动的风险; 需求增长不及预期的风险; 行业竞争加剧的风险。

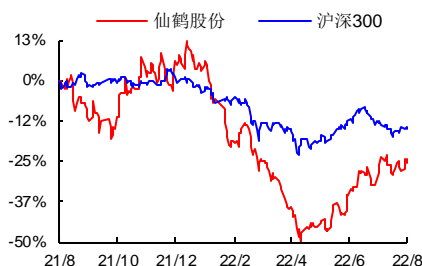
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6016.97	7507.38	9298.47	11432.30
增长率	24.24%	24.77%	23.86%	22.95%
归属母公司净利润(百万元)	1016.67	951.87	1319.84	1626.91
增长率	41.76%	-6.37%	38.66%	23.27%
每股收益EPS(元)	1.44	1.35	1.87	2.30
净资产收益率ROE	15.80%	13.97%	6.83%	17.94%
PE	19	21	15	12
PB	3.06	2.89	2.51	2.17

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣
执业证号: S1250517080002
电话: 023-67511807
邮箱: cxin@swsc.com.cn
联系人: 赵兰亭
电话: 023-67511807
邮箱: zht@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	7.06
流通A股(亿股)	7.06
52周内股价区间(元)	18.69-41.95
总市值(亿元)	196.54
总资产(亿元)	89.28
每股净资产(元)	8.55

相关研究

- 仙鹤股份(603733): 增长稳健, 盈利能力保持良好 (2021-10-26)

关键假设：

假设 1：随着大宗品涨价周期结束，未来半年到一年内浆价有望回落，假定降价回落至 5000-6000 元/吨区间。

假设 2：随着浆价回落，各品类盈利能力逐渐回升，预计 2022-2024 年毛利率分别为 16.4%、20.1%、20.4%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入成本预测

百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
合计				
营业收入	6017.0	7507.4	9298.5	11432.3
yoy	24.2%	24.8%	23.9%	22.9%
营业成本	4815.1	6277.1	7431.1	9099.7
毛利率	20.0%	16.4%	20.1%	20.4%
日用消费系列				
收入	2498.8	3323.3	4320.3	5530.0
yoy	41.6%	33.0%	30.0%	28.0%
成本	2069.3	2824.8	3542.7	4534.6
毛利率	17.2%	15.0%	18.0%	18.0%
食品与医疗包装用纸				
收入	993.5	1241.8	1589.5	2066.4
yoy	16.8%	25.0%	28.0%	30.0%
成本	759.1	1080.4	1255.7	1653.1
毛利率	23.6%	13.0%	21.0%	20.0%
商务交流及出版印刷材料				
收入	835.2	918.7	992.2	1041.8
yoy	7.1%	10.0%	8.0%	5.0%
成本	714.0	826.8	863.2	885.5
毛利率	14.5%	10.0%	13.0%	15.0%
烟草行业用纸				
收入	786.0	848.9	933.8	1027.2
yoy	8.2%	8.0%	10.0%	10.0%
成本	556.9	628.2	653.7	719.0
毛利率	29.1%	26.0%	30.0%	30.0%
电气及工业用纸				
收入	510.2	663.3	849.0	1061.3
yoy	32.6%	30.0%	28.0%	25.0%
成本	286.3	431.1	594.3	742.9
毛利率	43.9%	35.0%	30.0%	30.0%

百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
其他				
收入	393.3	511.3	613.6	705.6
yoy		30.0%	20.0%	15.0%
成本	429.4	485.8	521.5	564.5
毛利率	-9.2%	5.0%	15.0%	20.0%

数据来源: wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6016.97	7507.38	9298.47	11432.30	净利润	1018.93	954.10	1322.88	1630.67
营业成本	4815.06	6277.14	7431.14	9099.69	折旧与摊销	330.87	347.61	374.50	408.66
营业税金及附加	37.37	59.74	71.27	85.97	财务费用	20.42	105.03	102.77	111.53
销售费用	21.92	22.52	46.49	57.16	资产减值损失	-17.32	-15.00	-15.00	-15.00
管理费用	113.66	112.61	325.45	457.29	经营营运资本变动	-483.52	190.10	-459.51	-603.19
财务费用	20.42	105.03	102.77	111.53	其他	-422.36	-125.87	-155.21	-206.50
资产减值损失	-17.32	-15.00	-15.00	-15.00	经营活动现金流净额	447.02	1455.97	1170.42	1326.18
投资收益	287.25	150.00	180.00	230.00	资本支出	-313.69	-750.00	-950.00	-1150.00
公允价值变动损益	-7.45	-8.70	-9.32	-8.80	其他	-1624.72	141.30	170.68	221.20
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1938.42	-608.70	-779.32	-928.80
营业利润	1156.59	1086.64	1507.02	1856.85	短期借款	-107.09	-212.81	181.26	330.31
其他非经营损益	-8.71	-2.44	-3.76	-3.82	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1147.88	1084.20	1503.27	1853.04	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	128.96	130.10	180.39	222.36	支付股利	-218.85	-310.25	-290.48	-402.77
净利润	1018.93	954.10	1322.88	1630.67	其他	2024.87	-367.88	-102.77	-111.53
少数股东损益	2.25	2.23	3.03	3.76	筹资活动现金流净额	1698.93	-890.94	-211.99	-183.99
归属母公司股东净利润	1016.67	951.87	1319.84	1626.91	现金流量净额	206.25	-43.67	179.11	213.38
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	794.41	750.74	929.85	1143.23	成长能力				
应收和预付款项	1298.54	1636.72	2025.23	2487.96	销售收入增长率	24.24%	24.77%	23.86%	22.95%
存货	1925.21	2517.39	2984.66	3661.26	营业利润增长率	38.71%	-6.05%	38.69%	23.21%
其他流动资产	2432.56	1752.69	1797.75	1851.43	净利润增长率	41.71%	-6.36%	38.65%	23.27%
长期股权投资	831.15	831.15	831.15	831.15	EBITDA 增长率	28.02%	2.08%	28.91%	19.79%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2888.69	3249.84	3784.10	4484.20	毛利率	19.98%	16.39%	20.08%	20.40%
无形资产和开发支出	525.83	567.86	609.89	651.92	三费率	2.59%	3.20%	5.11%	5.48%
其他非流动资产	352.29	351.50	350.70	349.91	净利率	16.93%	12.71%	14.23%	14.26%
资产总计	11048.66	11657.88	13313.34	15461.08	ROE	15.80%	13.97%	16.83%	17.94%
短期借款	690.10	477.29	658.55	988.86	ROA	9.22%	8.18%	9.94%	10.55%
应付和预收款项	1700.28	2184.96	2621.66	3203.80	ROIC	18.84%	17.02%	20.39%	20.78%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	25.06%	20.50%	21.34%	20.79%
其他负债	2211.32	2167.67	2172.77	2180.15	营运能力				
负债合计	4601.70	4829.92	5452.98	6372.81	总资产周转率	0.63	0.66	0.74	0.79
股本	705.97	705.97	705.97	705.97	固定资产周转率	2.47	2.90	3.41	3.87
资本公积	3064.39	3064.39	3064.39	3064.39	应收账款周转率	5.44	5.52	5.50	5.47
留存收益	2386.08	3027.71	4057.07	5281.22	存货周转率	2.90	2.79	2.67	2.72
归属母公司股东权益	6419.30	6798.07	7827.43	9051.58	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	90.25%	—	—	—
少数股东权益	27.67	29.90	32.93	36.69	资本结构				
股东权益合计	6446.96	6827.96	7860.36	9088.26	资产负债率	41.65%	41.43%	40.96%	41.22%
负债和股东权益合计	11048.66	11657.88	13313.34	15461.08	带息债务/总负债	53.58%	46.64%	44.64%	43.38%
					流动比率	2.62	2.47	2.34	2.16
					速动比率	1.84	1.54	1.43	1.30
					股利支付率	21.53%	32.59%	22.01%	24.76%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	1507.88	1539.28	1984.30	2377.04	每股收益	1.44	1.35	1.87	2.30
PE	19.33	20.65	14.89	12.08	每股净资产	9.09	9.63	11.09	12.82
PB	3.06	2.89	2.51	2.17	每股经营现金	0.63	2.06	1.66	1.88
PS	3.27	2.62	2.11	1.72	每股股利	0.31	0.44	0.41	0.57
EV/EBITDA	12.88	12.50	9.70	8.15					
股息率	1.11%	1.58%	1.48%	2.05%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn