

仙鹤股份(603733)

报告日期: 2022年08月21日

## 提价落地、成本顶点已现，看好盈利逐步改善

### ——仙鹤股份点评报告

#### 投资要点

- 公司发布 2022 年中报:** 22H1 实现收入 35.98 亿元 (+24.66%)，归母净利润 3.54 亿元 (-41.83%)，扣非净利润 3.07 亿元 (-47.78%)，其中投资收益 0.73 亿元。22Q2 实现收入 19.20 亿元 (+41.16%)，归母净利润 2.08 亿元 (-36.74%)，扣非净利润 1.75 亿元 (-44.56%)，其中投资收益 0.42 亿元。
- Q2 盈利环比提升，外销表现靓丽**

(1) **销量:** 22H1 销量 39.18 万吨 (+17%)，22Q2 销量预计约 20 万吨；(2) **售价:** Q2 木浆价格走高，公司陆续提价 (3/20 发布热转印纸 1000 元/吨、6/15 格拉辛纸提 500 元/吨等等)，测算得 22H1 均价 9183 元/吨 (+7%)，22Q2 均价 9515 元/吨 (+9%，环比+683 元/吨)。(3) **吨盈利:** 22H1 测算吨净利 904 元/吨，其中 22Q2 吨净利 1032 元/吨，环比提升 263 元/吨。剔除夏王贡献，22H1 本部吨净利 716 元/吨，22Q2 本部吨净利 823 元/吨，环比提升 219 元/吨。(4) **夏王:** 22H1 实现净利润 1.47 亿元 (-45%)，22Q2 净利润 0.84 亿元 (-47%)。价格方面，内销下游需求较为疲弱、价盘维稳为主；外销需求靓丽，提价顺畅。销量方面，预计 22H1 实现销量 14-15 万吨，单 Q2 实现超 7 万吨销量。对应 22H1 吨净利 1042 元/吨，22Q2 吨净利 1108 元/吨，环比提升 144 元/吨。(5) **外销:** 海外能源成本高企国内出口纸品性价比突出，公司外销表现靓丽，22H1 外销同比+119.70%、销量占比超 10%，且预期毛利率高于国内纸品表现。
- 提价已有落地、纸浆中期回落预期较强，看好后续盈利逐步改善**

年内纸浆价格持续走高，22Q1/Q2/Q3 针叶浆、阔叶浆价格分别为 855/ 1005/ 1006、652/ 756/ 794 元/吨，同比+0.54%/ +2.15%/ +15.25%、+1.78%/ -3.15%/ +13.88%；虽成本有所上涨，但 Q2 因疫情扰动部分纸种提价存在阻力。Q3 需求修复叠加成本支撑，提价落地较为顺畅，三季度热门纸种如热转印纸提价落地 2000 元/吨、格拉辛纸提价 1500 元/吨且后续仍有提价预期，其余纸种陆续跟涨。考虑当前浆价高位企稳、中期供给释放后回落预期较强，判断成本压力顶点已现，旺季提价落地下后续盈利有望逐步改善。
- 成长性突出的特种纸龙头，浆纸一体化进程加速**

公司特种纸绝对龙头地位稳固，且处于产能扩张加速期，纸浆自给率亦将稳步提升。22Q4 常山基地预计新增 30 万吨食品白卡项目、23H1 预计新增两条产线约 8 万吨造纸产能、23H2 预期新增 15 万吨造纸+10 万吨浆项目。对应 21/22/23 年造纸设计产能 110/140/163 万吨，成长动能充足。
- 盈利预测及估值**

短期提价落地、成本压力顶点已过，看好公司盈利逐步改善；中期产能持续扩张、浆纸一体化进程加速，成长动能充足。我们预计 2022-2024 年公司实现收入 79.93、102.45、115.46 亿元，同比 32.84%、28.17%、12.71%；归母净利润 8.55、12.99、16.64 亿元，同比 -15.89%、51.95%、28.09%，对应 PE 分别为 22.98X、15.13 X、11.81X，维持买入评级。
- 风险提示**

原材料价格波动、提价落地不及预期、外销不及预期、产能投放不及预期

#### 投资评级: 买入(维持)

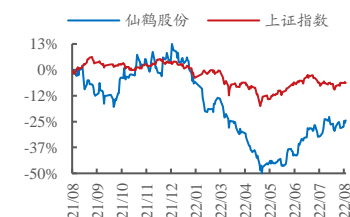
分析师: 史凡可  
 执业证书号: S1230520080008  
 shifanke@stocke.com.cn

分析师: 傅嘉成  
 执业证书号: S1230521090001  
 fujiacheng@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 27.84
总市值(百万元)	19,654.28
总股本(百万股)	705.97

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《【浙商轻工】仙鹤股份: Q2 环比改善，看好盈利企稳向上 220717.》2022.07.17
- 2 《【浙商轻工】仙鹤股份: Q1 盈利环比改善，全年表现可期 220428》2022.04.29
- 3 《【浙商轻工】仙鹤股份: 拟建莱州 200 万吨浆纸项目，规模扩张再加速 211219》2021.12.20

## 财务摘要

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	6016.97	7992.69	10244.54	11546.19
(+/-) (%)	24.24%	32.84%	28.17%	12.71%
归母净利润	1016.67	855.13	1299.40	1664.40
(+/-) (%)	41.76%	-15.89%	51.95%	28.09%
每股收益(元)	1.44	1.21	1.84	2.36
P/E	19.33	22.98	15.13	11.81

资料来源：浙商证券研究所

图1: 业绩拆分

单位: 百万元/万吨	2020A	2021A	2021Q1	2021Q2	2021H1	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022H1
营业收入	4843	6017	1526	1360	2886	1476	1655	1678	1920	3598
YOY	6.04%	24.24%	68.89%	20.50%	42.02%	13.08%	9.92%	9.96%	41.16%	24.67%
归母净利润	717	1017	280	329	609	294	114	146	208	354
YOY	63.02%	41.76%	68.89%	85.06%	115.58%	38.79%	-49.03%	-47.82%	-36.74%	-41.83%
扣非归母净利润	646	958	273	315	588	269	101	132	175	307
YOY	54.17%	48.38%	198.90%	111.02%	135	80	-50.27%	-51.50%	-44.56%	-47.78%
夏王贡献收益	155	261	55	80	135	80	46	31	42	73
YOY	26.89%	67.91%	-	-	-	-	-	-42.94%	-47.24%	-45.49%
净利润/剔除夏王收益	562	756	225	249	474	214	67	115	166	281
YOY	76.93%	34.54%	-	-	-	-	-	-49.01%	-33.38%	-40.79%
扣非归母/剔除夏王收益	491	698	218	235	453	189	55	101	132	233
YOY	65.42%	42.21%	-	-	-	-	-	-53.66%	-43.65%	-48.46%
毛利率	20.47%	19.98%	22.45%	27.78%	24.96%	19.67%	11.55%	11.54%	14.20%	12.96%
净利率	14.81%	16.90%	18.33%	24.20%	21.10%	19.94%	6.86%	8.70%	10.84%	9.84%
针叶浆均价(美元/吨)	604	869	850	984	916	873	770	855	1005	933
阔叶浆均价(美元/吨)	475	678	640	781	710	697	591	652	756	706
针叶浆yoy	-7.78%	43.87%	44.13%	63.64%	53.88%	48.83%	20.34%	0.54%	2.13%	1.86%
阔叶浆yoy	-22.08%	42.74%	33.97%	63.79%	48.62%	50.33%	23.21%	1.78%	-3.20%	-0.56%
<b>本部</b>										
产能	66.19	74.19	70.19	70.19	70.19	74.19	74.19	85.00	85.00	85.00
产量	61.73	77.69	18	21	38.78	22	20	18	21	39
销量	60.36	70.02	18	16	34	17	20	19	20	39
吨售价	8023	8593	8478	8714	8587	8945	8312	8831	9515	9183
吨毛利	1642	1717	1903	2421	2143	1759	960	1019	1351	1190
吨净利	1188	1452	1554	2108	1812	1784	570	768	1032	904
扣非吨净利	1070	1368	1516	2017	1749	1633	507	697	865	783
吨净利/剔除夏王收益	931	1080	1249	1597	1411	1299	339	603	823	716
扣非吨净利/剔除夏王收益	813	996	1211	1506	1348	1148	-	-	-	-
<b>夏王营收/不并表(50%股权)</b>	2721	3195	-	-	-	-	-	-	-	-
YOY	-2.36%	17.41%	-	-	-	-	-	-	-	-
夏王毛利率	21.52%	25.69%	-	-	-	-	-	-	-	-
夏王产能/万吨	27.65	31.53	28	28	29	28	35	35	31	31
夏王产量/万吨	24.15	27.30	6	6	7	7	6	8	7	15
夏王销量/万吨	26.03	25.84	6	6	13	7	6	7	8	14
夏王净利润	310.37	521.15	110	160	270	160	92	63	84	147
YOY	26.89%	67.91%	-	-	-	-	-	-	-	-
吨售价	10454	12365	-	-	-	-	-	-	-	-
吨毛利	2250	3176	-	-	-	-	-	-	-	-
吨净利	1192	2017	1743	2534	2139	2284	1534	964	1108	1042

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	6451	10054	11430	12935
现金	794	5072	4325	6092
交易性金融资产	1564	575	766	968
应收账款	1220	1584	2075	2323
其它应收款	15	23	30	32
预付账款	63	135	161	160
存货	1925	1881	3241	2532
其他	869	785	831	828
<b>非流动资产</b>	4598	4598	4819	4996
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	831	698	731	753
固定资产	2532	2694	2904	3024
无形资产	516	558	578	600
在建工程	357	358	314	307
其他	362	290	291	312
<b>资产总计</b>	11049	14652	16248	17931
<b>流动负债</b>	2462	3041	3561	3823
短期借款	690	690	690	690
应付款项	1408	1953	2442	2673
预收账款	0	37	16	24
其他	364	361	413	437
<b>非流动负债</b>	2140	4554	4576	4577
长期借款	0	0	0	0
其他	2140	4554	4576	4577
<b>负债合计</b>	4602	7595	8136	8400
少数股东权益	28	30	32	34
归属母公司股东权益	6419	7027	8080	9497
<b>负债和股东权益</b>	11049	14652	16248	17931

### 现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	447	1595	66	2535
净利润	1019	857	1302	1667
折旧摊销	331	181	203	225
财务费用	20	104	174	196
投资损失	(287)	(287)	(171)	(215)
营运资金变动	134	172	(28)	17
其它	(770)	567	(1414)	645
<b>投资活动现金流</b>	(1938)	1023	(2087)	(2046)
资本支出	(279)	(332)	(2000)	(2000)
长期投资	(167)	133	(33)	(22)
其他	(1492)	1222	(55)	(24)
<b>筹资活动现金流</b>	1699	939	(421)	(443)
短期借款	(107)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	1806	939	(421)	(443)
<b>现金净增加额</b>	208	3557	(2442)	45

### 利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	6017	7993	10245	11546
营业成本	4815	6925	8391	9265
营业税金及附加	37	68	83	88
营业费用	22	28	35	39
管理费用	272	166	217	257
研发费用	114	126	166	199
财务费用	20	104	174	196
资产减值损失	(30)	(37)	(60)	(52)
公允价值变动损益	(7)	(7)	(7)	(7)
投资净收益	287	287	171	215
其他经营收益	56	43	47	49
<b>营业利润</b>	1157	986	1494	1904
营业外收支	(9)	(3)	(5)	(6)
<b>利润总额</b>	1148	983	1490	1899
所得税	129	126	188	232
<b>净利润</b>	1019	857	1302	1667
少数股东损益	2	2	2	2
<b>归属母公司净利润</b>	1017	855	1299	1664
EBITDA	1466	1164	1693	2123
EPS (最新摊薄)	1.44	1.21	1.84	2.36

### 主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	24.24%	32.84%	28.17%	12.71%
营业利润	38.71%	-14.73%	51.52%	27.41%
归属母公司净利润	41.76%	-15.89%	51.95%	28.09%
<b>获利能力</b>				
毛利率	19.98%	13.35%	18.10%	19.75%
净利率	16.93%	10.73%	12.71%	14.43%
ROE	17.19%	12.66%	17.13%	18.87%
ROIC	14.18%	11.11%	14.84%	16.36%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	41.65%	51.83%	50.08%	46.84%
净负债比率	15.00%	9.09%	8.48%	8.22%
流动比率	2.62	3.31	3.21	3.38
速动比率	1.84	2.69	2.30	2.72
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.63	0.62	0.66	0.68
应收账款周转率	5.44	5.72	5.62	5.27
应付账款周转率	7.76	8.05	7.87	7.34
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.44	1.21	1.84	2.36
每股经营现金	0.63	2.26	0.09	3.59
每股净资产	9.09	9.95	11.44	13.45
<b>估值比率</b>				
P/E	19.33	22.98	15.13	11.81
P/B	3.06	2.80	2.43	2.07
EV/EBITDA	18.53	12.65	9.03	6.27

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>