

仙鹤股份（603733）：盈利改善逐步落地，产能如期扩张

2023年5月5日

推荐/维持

仙鹤股份 公司报告

事件：公司公布2023年一季度业绩，实现收入18.37亿元，同比+9.51%，环比上一季度-17.54%；归母净利润1.22亿元，同比-16.35%，环比上一季度-14.78%。

下游景气度改善，公司Q1盈利能力边际提升。收入方面，公司产品价格自2022年Q1以来伴随木浆价格上涨，2023年Q1受益疫情后需求复苏，估计仍保持高位坚挺，支撑收入同比增长（收入环比下降主要由于销量季节性波动）。毛利率方面，Q1公司毛利率10.01%，同比-1.53pct.，环比+1.10pct.。木浆价格自2022年末持续回落，但由于运输与库存消化需要时间，其对于成本端的影响有所滞后；估计Q1公司用浆成本仍处高位水平，环比略有回落。投资收益方面，Q1实现0.44亿元，同比+34%，环比+19%，估计合营公司夏王纸业盈利提升，主要受益下游家具行业景气改善，销量与价格有所提振。

未来成本进一步下行，吨毛利修复可期。公司原材料木浆依赖外购，2023年以来阔叶浆/针叶浆市场价已回落38%/28%，预计Q2起公司用浆成本将明显回落；考虑到浆厂产能释放与海外需求疲软，年内浆价有望持续承压。浆价下行可能压制纸价，但考虑到国内需求逐步复苏、公司主要纸品市占率高且竞争格局良好，预计纸价调整幅度相对有限，公司整体吨毛利有望修复。

产能扩张按计划推进，浆纸一体化布局有望增强竞争力。公司年产30万吨食品卡纸项目已于2023年4月投产。凭借在液包、烟包等领域的客户资源，以及自身产品研发能力，公司有望在食品卡纸领域建立竞争力，实现逐步放量，贡献业绩增量。东港基地PM29、PM30生产线有望在Q2投产，灵活生产景气度较高的特种纸产品。湖北、广西基地均已开工建设，奠定长期增长基础，预计2023年底之前两大基地一期项目建成。两大基地规划有化机浆、化学浆产能，利用当地资源优势打造浆纸一体化布局，有望降低和平滑原材料成本，提升公司市场竞争力。

盈利预测与投资评级：预计公司2023-2025年归母净利润为10.99、14.56、17.58亿元人民币，增速分别为55%、32%、21%，目前股价对应PE分别为16、12、10倍。维持“推荐”评级。

风险提示：经济复苏不及预期，能源价格大幅上涨，项目投产进度不及预期，行业产能过剩。

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,016.97	7,738.31	9,956.94	11,244.43	13,178.66
增长率(%)	24.24%	28.61%	28.67%	12.93%	17.20%
归母净利润(百万元)	1,016.67	710.29	1,099.49	1,455.96	1,758.42
增长率(%)	41.71%	-29.85%	54.74%	32.35%	20.77%
净资产收益率(%)	15.84%	10.32%	14.40%	16.85%	17.84%
每股收益(元)	1.44	1.01	1.56	2.06	2.49

公司简介：

公司是国内大型特种纸研发和生产型企业，主营业务为研发、生产和销售高性能纸基功能材料及其浆类原材料和化学原材料。公司主要产品可划分为日用消费系列、食品与医疗包装材料系列、商务交流与出版印刷材料系列、烟草行业配套系列、电气及工业用纸系列、家居装饰材料系列（主要由合营公司夏王纸业生产）等六大系列60多个品种。

资料来源：公司公告、同花顺

未来3-6个月重大事项提示：

无

发债及交叉持股介绍：

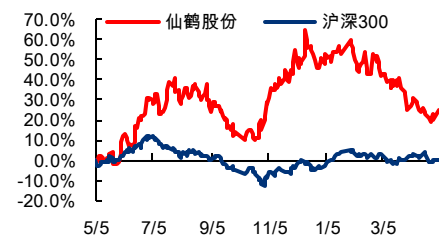
2021-12-09 发行20.5亿元可转债

资料来源：同花顺、东兴证券研究所

交易数据

52周股价区间(元)	33.43-20.02
总市值(亿元)	178.19
流通市值(亿元)	178.19
总股本/流通A股(万股)	70,598/70,598
流通B股/H股(万股)	-/-
52周日均换手率	1.88

52周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521010001

分析师：常子杰

010-66554040

changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521080005

研究助理：沈逸伦

010-66554044

shenyi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480121050014

PE	17.53	25.09	16.21	12.24	10.13
PB	2.78	2.59	2.33	2.06	1.81

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表		单位:百万元					利润表		单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		
流动资产合计	6451	6969	8260	8876	10048	营业收入	6017	7738	9957	11244	13179		
货币资金	794	944	1115	1147	1212	营业成本	4815	6848	8462	9231	10747		
应收账款	1217	1310	1685	1903	2231	营业税金及附加	37	43	55	62	72		
其他应收款	15	19	25	28	33	营业费用	22	26	30	29	32		
预付款项	63	157	274	401	549	管理费用	114	124	140	136	152		
存货	1925	2055	2434	2529	2944	财务费用	20	68	179	300	344		
其他流动资产	151	600	600	600	600	研发费用	158	104	129	146	171		
非流动资产合计	4598	6295	9487	11064	12198	资产减值损失	-29.59	-15.02	-20.00	-22.59	-26.47		
长期股权投资	831	864	864	864	864	公允价值变动收益	-7.45	34.39	0.00	0.00	0.00		
固定资产	2532	2846	6544	6433	9281	投资净收益	287.25	139.58	203.19	225.62	248.06		
无形资产	516	773	757	741	726	加:其他收益	55.99	100.66	90.00	90.00	90.00		
其他非流动资产	282	552	552	552	552	营业利润	1157	801	1236	1633	1971		
资产总计	11049	13264	17747	19940	22246	营业外收入	3.31	1.66	1.66	1.66	1.66		
流动负债合计	2462	4074	7793	8973	10057	营业外支出	12.02	8.81	8.81	8.81	8.81		
短期借款	690	1771	5009	5927	6534	利润总额	1148	794	1229	1626	1964		
应付账款	764	1182	1441	1572	1830	所得税	129	79	122	162	196		
预收款项	50	55	61	69	77	净利润	1019	715	1106	1464	1768		
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	2	5	7	8	10		
非流动负债合计	2140	2278	2278	2278	2278	归属母公司净利润	1017	710	1099	1456	1758		
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率							
应付债券	1775	1864	1864	1864	1864		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		
负债合计	4602	6352	10071	11251	12335	成长能力							
少数股东权益	28	32	39	47	56	营业收入增长	24.24%	28.61%	28.67%	12.93%	17.20%		
实收资本(或股本)	706	706	706	706	706	营业利润增长	38.71%	-30.74%	54.25%	32.16%	20.68%		
资本公积	3064	3064	3064	3064	3064	归属于母公司净利润增长	41.76%	-30.14%	54.79%	32.42%	20.77%		
未分配利润	2156	2585	3293	4229	5361	获利能力							
归属母公司股东权益合计	6419	6880	7637	8642	9855	毛利率(%)	19.98%	11.51%	15.02%	17.90%	18.45%		
负债和所有者权益	11049	13264	17747	19940	22246	净利率(%)	16.93%	9.24%	11.11%	13.02%	13.42%		
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	9.20%	5.36%	6.20%	7.30%	7.90%		
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE(%)	15.84%	10.32%	14.40%	16.85%	17.84%		
经营活动现金流	447	72	1049	2127	2433	偿债能力							
净利润	1019	715	1106	1464	1768	资产负债率(%)	42%	48%	57%	56%	55%		
折旧摊销	330.87	362.42	625.25	933.21	1225.96	流动比率	2.62	1.71	1.06	0.99	1.00		
财务费用	20	68	179	300	344	速动比率	1.84	1.21	0.75	0.71	0.71		
应收帐款减少	-222	-93	-376	-218	-327	营运能力							
预收帐款增加	1	5	6	7	8	总资产周转率	0.63	0.64	0.64	0.60	0.62		
投资活动现金流	-1938	-651	-3598	-2265	-2088	应收账款周转率	5	6	7	6	6		
公允价值变动收益	-7	34	0	0	0	应付账款周转率	9.69	7.95	7.59	7.47	7.75		
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)							
投资收益	287	140	203	226	248	每股收益(最新摊薄)	1.44	1.01	1.56	2.06	2.49		
筹资活动现金流	1699	638	2720	169	-279	每股净现金流(最新摊薄)	0.29	0.08	0.24	0.04	0.09		
应付债券增加	1775	88	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	9.09	9.74	10.82	12.24	13.96		
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率							
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	17.53	25.09	16.21	12.24	10.13		
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	2.78	2.59	2.33	2.06	1.81		
现金净增加额	208	59	171	32	66	EV/EBITDA	12.96	16.70	11.60	8.56	7.08		

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	仙鹤股份（603733）：盈利预期迎来修复，看好长期扩张与浆纸一体化布局	2023-03-31
公司深度报告	仙鹤股份（603733）：把握景气赛道持续扩张，林浆纸一体化增强竞争优势	2023-01-16

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

常子杰

中央财经大学金融学硕士，2019年加入东兴证券研究所，现任轻工制造行业分析师，研究方向为造纸、包装、电子烟。

研究助理简介

沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士。2021年加入东兴证券研究所，轻工制造行业研究助理，主要负责家居和其他消费轻工研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526