

仙鹤股份(603733)

报告日期: 2023年04月28日

Q1 业绩筑底, 夏王环比修复, 23 年盈利弹性可期

——仙鹤股份点评报告

投资要点

基本事件

4月28日, 公司公告2023Q1业绩。2023Q1营收18.37亿元(同比+9.51%), 归母净利1.22亿元(同比-16.35%), 扣非归母净利1.15亿元(同比-13.11%), 其中投资收益0.44亿元。

23Q1 回顾: Q1 业绩承压, 夏王环比改善

量价利拆分来看: 1) **本部:** 我们预计23Q1本部销量18万吨(环比Q4下降), 主要系春节放假略影响物流。吨售价约10208元/吨(环比+304元/吨), 主要系Q1热转印纸、格拉辛纸提价部分落地, 均价环比略有提升, 吨毛利1022元/吨(环比+139元/吨), 吨净利875元/吨(环比+42元/吨), 扣非吨净利639元/吨(环比+219元/吨), 吨净利(剔除夏王收益)为716元/吨(环比+120元/吨)。23Q1吨盈利略有修复主要系3月末逐渐开始使用低价浆; 2) **夏王:** 23Q1净利润0.87亿元, 环比+30%, 测算23Q1吨净利1135元/吨(环比+444元/吨), 成本端木浆加速下降, Q4钛白粉价格15099元/吨, 环比Q3下跌1717元/吨, 同时部分装饰原纸产品有所提价, 夏王吨盈利显著修复。

23 年展望: Q2 浆价持续下跌, 23 年盈利弹性可期

(1) **销量方面:** 公司30万吨食品卡于23年4月投产, 10万吨特种纸预计在23年上半年投放, 产能扩张支持23年销量有所提高; (2) **价格方面:** 23Q1热转印纸、格拉辛纸提价部分已经落地, 浆价下跌或影响部分售价但调整幅度有限, 综合看23年需求旺盛的优势品种价格支撑较强; (3) **成本方面:** 23Q1针叶浆、阔叶浆现货均价7068、5937元/吨, 环比-5.27%、-10.75%, 欧洲港口木浆累库海外需求衰退、国内纸厂预期浆价下行采购谨慎且终端需求较淡, 叠加Arauco及UPM产能有序投放市场, 供需矛盾扩大预计Q2浆价承压下行。预计Q2中旬-Q3可集中使用低价浆, 看好23年公司盈利弹性充分释放。

费用控制良好, 利润率环比提升, 现金流略承压

(1) **利润率:** 23Q1公司实现毛利率10.01%(同比-1.53pct, 环比+1.1pct), 实现归母净利率6.65%(同比-2.05pct, 环比+0.22pct), 成本下行逐步显现, 利润环比得到改善。

(2) **期间费用率:** 23Q1期间费用率为4.37%(同比+0.55pct, 环比+0.63pct), 综合费用同比上升主要系研发投入增加与贷款增加, 其中销售费用率为0.3%(同比-0.01pct, 环比-0.13pct), 管理与研发费用率为3.03%(同比+0.37pct, 环比+0.45pct), 财务费用率为1.04%(同比+0.19pct, 环比+0.32pct)。

(3) **营运效率与现金流:** 23Q1公司应收账款及票据13.58亿元(同比+1.19亿元, 环比+0.48亿元), 应收账款周转天数65.33天(同比-0.52天, 环比+6.56天), 应付票据及账款合计19.23亿元(同比+5.58亿元, 环比-0.98亿元); 存货26.54亿元(同比+9.15亿元, 环比+5.99亿元)。存货周转天数128.13天(同比+17.08天, 环比+23.51天)。现金流方面, 23Q1经营现金流净额为-6.8亿元(同比-7.87亿元, 环比-2.22亿元), 主要系本期购原材料贷款增加。

特种纸平台型龙头, 产能不断释放, 林浆纸一体化进展顺利

公司系特种纸绝对龙头, 下游卡位大消费, 产品结构丰富。公司23年新增30万吨食品卡+10万吨特种纸产能, 23年底广西、湖北一期浆纸产线陆续落地, 预计公司自给木浆率提升, 有效平滑成本波动, 23-25年广西(250万吨林浆纸)、湖北(250万吨林浆纸)按照公司发展规划逐步投产, 林浆纸一体化进展顺利, 长期成长动力充足。

投资建议

公司多品类特种纸龙头, 纸、浆产能有序扩张。预计公司23-25年实现营收96.22/120.12/144.56亿元, 同比+24.34%/+24.83%/+20.35%, 实现归母净利

投资评级: 买入(维持)

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

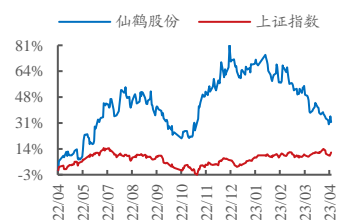
分析师: 马莉
 执业证书号: S1230520070002
 mali@stocke.com.cn

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

基本数据

收盘价	¥24.24
总市值(百万元)	17,112.84
总股本(百万股)	705.98

股票走势图



相关报告

- 《高景气产品再提价, 23 年盈利弹性可期》2023.04.07
- 《Q4 略承压全年韧性较强, 看好 23 年盈利弹性释放》2023.03.30
- 《三季度环比继续改善, 夏王小幅承压略有拖累——仙鹤股份点评报告》2022.10.30

11.79/15.95/19.86 亿元，同比+66.06%/+35.23%/+24.49%，对应 EPS 为 1.67/2.26/2.81 元，对应 PE 15/11/9X，维持“买入”评级。

□ **风险提示**

下游景气度波动，原材料价格波动，纸价涨幅不及预期。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7,738	9,622	12,012	14,456
(+/-) (%)	28.61%	24.34%	24.83%	20.35%
归母净利润	710	1,179	1,595	1,986
(+/-) (%)	-30.14%	66.06%	35.23%	24.49%
每股收益(元)	1.01	1.67	2.26	2.81
P/E	24.09	14.51	10.73	8.62

资料来源：浙商证券研究所

单位: 百万元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
营业总收入	1,525.96	1,360.19	1,475.88	1,654.95	1,677.95	1,920.06	1,911.89	2,228.41	1,837.47
YOY	68.89%	20.50%	13.08%	9.92%	9.96%	41.16%	29.54%	34.65%	9.51%
归母净利润	279.76	329.11	294.30	113.50	145.99	208.18	212.79	143.31	122.13
YOY	167.49%	85.06%	38.79%	-49.03%	-47.81%	-36.74%	-27.70%	26.27%	-16.35%
扣非归母净利润	272.90	314.89	269.41	100.97	132.36	174.58	155.52	94.48	115.01
YOY	198.90%	111.02%	33.26%	-50.27%	-51.50%	-44.56%	-42.27%	-6.43%	-13.11%
毛利率	22.45%	27.78%	19.67%	11.55%	11.54%	14.20%	11.81%	8.91%	10.01%
期间费用率	4.88%	6.31%	5.07%	4.77%	3.82%	4.84%	4.28%	3.74%	4.37%
销售费用率	0.29%	0.37%	0.33%	0.46%	0.31%	0.31%	0.28%	0.43%	0.30%
管理+研发费用率	4.04%	5.39%	4.47%	4.28%	2.66%	3.35%	3.23%	2.58%	3.03%
财务费用率	0.54%	0.55%	0.28%	0.03%	0.85%	1.17%	0.76%	0.73%	1.04%
归母净利率	18.33%	24.20%	19.94%	6.86%	8.70%	10.84%	11.13%	6.43%	6.65%
存货	1,209.59	1,413.42	1,868.41	1,925.21	1,738.26	1,684.49	1,960.94	2,055.00	2,653.55
较上年同期增减	68.01	29.48	407.90	588.00	528.66	271.07	92.53	129.79	915.29
存货周转天数	96.85	114.31	129.13	121.96	111.06	103.73	108.89	104.62	128.13
较上年同期增减	-43.19	-24.88	-1.63	12.34	14.21	-10.57	-20.24	-17.34	17.08
应收账款	1,108.97	1,085.85	1,141.30	1,216.53	1,238.55	1,502.53	1,187.15	1,309.81	1,357.60
较上年同期增减	266.14	194.56	184.30	221.72	129.59	416.68	45.85	93.28	119.05
应收账款周转天数	62.04	64.88	66.11	66.15	65.84	68.01	58.89	58.77	65.33
较上年同期增减	-21.91	-11.91	-6.69	-2.14	3.80	3.13	-7.22	-7.39	-0.52
应付账款及应付票据	1160.57	1204.30	1412.62	1407.82	1365.49	1862.89	2159.62	2021.56	1923.09
较上年同期增减	186.11	78.93	226.40	257.48	204.92	658.59	747.00	613.74	557.59
预收账款(合同负债)	160.47	61.42	41.43	50.12	62.95	103.70	132.97	55.04	134.83
较上年同期增减	88.93	-17.72	-31.05	1.36	-97.52	42.28	91.54	4.92	71.88
经营性现金流净额	108.74	403.78	-106.22	40.72	106.90	323.78	99.37	-458.29	-680.33
较上年同期增减	161.96	490.44	-87.87	-419.44	-1.84	-80.01	205.59	-499.01	-787.23
筹资性现金流净额	-59.29	-281.72	97.62	1942.32	-59.75	366.68	-40.95	372.29	1218.82
较上年同期增减	211.41	-387.35	114.57	2236.69	-0.46	648.40	-138.57	-1570.03	1278.57
资本开支	154.28	219.90	148.54	139.06	199.76	214.13	258.68	296.63	568.64
较上年同期增减	41.42	80.10	21.37	-43.02	45.48	-5.77	110.14	157.57	368.88
ROE	5.20%	5.90%	5.00%	1.82%	2.25%	3.18%	3.21%	2.11%	1.76%
YOY(±)	2.50%	1.35%	0.30%	-2.42%	-2.95%	-2.72%	-1.79%	0.28%	-0.49%
资产负债率	34.55%	30.66%	32.06%	41.65%	40.38%	47.98%	48.98%	47.89%	52.05%
YOY(±)	-11.02%	-19.47%	-4.57%	9.19%	5.83%	17.32%	16.92%	6.24%	11.67%

资料来源: Wind, 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)	2022	2023E	2019E	2020E
流动资产	6,969	6,880	9,216	10,928
现金	944	(25)	340	1,396
交易性金融资产	1,036	1,036	1,036	1,036
应收账款	1,315	2,796	3,831	3,921
其它应收款	19	16	38	23
预付账款	157	165	189	249
存货	2,055	2,291	3,182	3,703
其他	1,442	600	600	600
非流动资产	6,295	7,845	9,029	10,256
金额资产类	55	55	55	55
长期投资	864	1,046	1,176	1,308
固定资产	2,846	3,581	3,951	4,319
无形资产	773	990	1,187	1,400
在建工程	1,152	1,567	2,053	2,566
其他	605	606	607	608
资产总计	13,264	14,725	18,245	21,184
流动负债	4,074	4,351	6,270	7,214
短期借款	1,771	2,258	2,745	3,430
应付款项	2,022	1,580	2,927	3,124
预收账款	0	0	0	0
其他	281	513	597	659
非流动负债	2,278	2,278	2,278	2,278
长期借款	0	0	0	0
其他	2,278	2,278	2,278	2,278
负债合计	6,352	6,629	8,548	9,492
少数股东权益	32	37	43	53
归属母公司股东权益	6,880	8,059	9,654	11,640
负债和股东权益	13,264	14,725	18,245	21,184

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	72	362	1,317	1,872
净利润	715	1,184	1,602	1,995
折旧摊销	362	441	520	580
财务费用	67	61	45	35
投资损失	(139)	(231)	(300)	(323)
营运资金变动	(924)	(1,090)	(540)	(397)
其它	(10)	(3)	(11)	(17)
投资活动现金流	(651)	(1,757)	(1,393)	(1,467)
资本支出	(906)	(1,805)	(1,563)	(1,659)
长期投资	(32)	(183)	(130)	(131)
其他	287	231	300	323
筹资活动现金流	638	426	442	650
短期借款	1,081	487	487	685
长期借款	0	0	0	0
其他	(443)	(61)	(45)	(35)
现金净增加额	71	-969	365	1,055

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	7,738	9,622	12,012	14,456
营业成本	6,848	8,119	10,054	12,034
营业税金及附加	43	77	79	97
营业费用	26	38	44	53
管理费用	124	173	216	275
研发费用	104	135	215	219
财务费用	68	50	37	31
资产减值损失	(10)	0	0	0
公允价值变动损益	34	0	0	0
投资净收益	140	231	300	323
其他经营收益	101	77	121	150
营业利润	801	1341	1799	2238
营业外收支	(7)	0	0	0
利润总额	794	1341	1799	2238
所得税	79	157	197	243
净利润	715	1184	1602	1995
少数股东损益	5	4	7	9
归属母公司净利润	710	1,179	1,595	1,986
EBITDA	1,041	1,598	2,045	2,509
EPS (最新摊薄)	1.01	1.67	2.26	2.81

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	28.61%	24.34%	24.83%	20.35%
营业利润	-30.74%	67.34%	34.18%	24.44%
归属母公司净利润	-30.14%	66.06%	35.23%	24.49%
获利能力				
毛利率	11.51%	15.62%	16.30%	16.76%
净利率	9.18%	12.26%	13.28%	13.74%
ROE	10.32%	14.64%	16.52%	17.06%
ROIC	5.80%	8.36%	9.49%	10.12%
偿债能力				
资产负债率	47.89%	45.02%	46.85%	44.81%
净负债比率	91.90%	81.89%	88.14%	81.18%
流动比率	1.71	1.58	1.47	1.51
速动比率	1.02	0.88	0.84	0.88
营运能力				
总资产周转率	0.64	0.69	0.73	0.73
应收账款周转率	6.13	6.67	6.04	6.27
应付账款周转率	7.04	9.01	9.47	7.20
每股指标(元)				
每股收益	1.01	1.67	2.26	2.81
每股经营现金	0.10	0.51	1.86	2.65
每股净资产	9.74	11.42	13.67	16.49
估值比率				
P/E	24.09	14.51	10.73	8.62
P/B	2.49	2.12	1.77	1.47
EV/EBITDA	23.24	13.31	10.45	8.37

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>