

公司研究

二季度业绩环比上升，看好下半年继续改善

——仙鹤股份（603733.SH）2022 年中报点评

买入（维持）

当前价：27.84 元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebsecn.com

分析师：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

021-52523808

nieboya@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	7.06
总市值(亿元):	196.54
一年最低/最高(元):	17.98/41.83
近 3 月换手率:	30.39%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	11.54	29.58	-10.49
绝对	8.92	36.08	-24.09

资料来源：Wind

相关研报

1Q 是至暗时刻，预计 2Q 业绩环比将大幅上升——仙鹤股份（603733.SH）2021 年报和 2022 年一季报点评（2022-04-29）

要点

事件：

公司发布 2022 年中报，1H2022 营收/归母净利润分别为 35.98/3.54 亿元，分别同比+24.7%/-41.8%；2Q2022 实现营收/归母净利润分别为 19.20/2.08 亿元，分别同比+41.2%/-36.7%，分别环比+14.4%/+42.6%。1H2022，经营活动现金流量净额为 4.3 亿元；2Q2022 经营活动现金流量净额为 3.2 亿元，环比+203%。

点评：

2Q 业绩环比大幅增长，业绩下滑趋势已经得到缓解：1H2022 年，公司营收实现增长，国内部分得益于量价齐升，海外部分营收同比大幅增长 120%，因欧洲能源危机，导致其本土造纸供应链受限且成本大幅飙升，预计随着后期海运价格的逐渐下行，国内特种纸产品有望进一步打开国际市场。1H2022 年，公司实现销量 39.18 万吨，同比+16.6%，产品均价为 9183 元/吨，同比+7%，其中 2Q 产品均价为 9586 元/吨，环比 1Q 税后价格上升幅度为 800-850 元/吨。分产品看，食品医疗消费类实现营收 6.4 亿元，同比+32%，电解电容器纸基材料/标签离型系列材料/转印系列材料营收同比+19.0%/+57.1%/+26.9%。

1H2022 年，公司的合营企业夏王实现营收 17.4 亿元，同比+15.9%，实现净利润 1.4 亿元，同比-46.5%。据我们的测算，夏王 1Q/2Q 吨纸净利分别为 871/1078 元/吨。

1H2022 年，虽然公司归母净利润依然同比下滑，但 2Q 通过提价令单季度业绩环比大幅增长，公司已经成功缓解了业绩下滑趋势。根据我们的测算，剔除夏王后，公司 1Q/2Q 吨纸净利分别为 625/862 元/吨。

2Q 有效提价，单季度毛利率环比改善：1H2022 年，公司毛利率同比-12pcts 至 13%，净利率同比-11pcts 至 9.9%。2Q2022，公司毛利率为 14.2%，同比-13.6pcts，单环比+2.7pcts，根据卓创资讯的数据，鉴于 2Q 国内阔叶浆均价环比+797 元/吨，我们认为 2Q 公司的提价得到了有效落实，令盈利能力开始修复。

1H2022 年，公司费用率控制出色，期间费用率为 4.4%，同比-1.2pcts。分项目看，销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.3%/1.6%/1.4%/1.0%，分别同比持平/-0.3/-1.4/+0.5pcts。2Q2022 期间费用率为 4.8%，同比-1.5pcts。分项目看，销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.3%/1.8%/1.5%/1.2%，分别同比-0.1/+0.1/-2.2/+0.6pcts，其中财务费用率受可转债发行以及汇兑损失的影响，有所提升，公司木浆采购使用美金结算，上半年因人民币兑美元贬值，产生汇兑损失 1218 万元。

消费旺季即将来临，看好特种纸价盘继续上行：鉴于今年 6-7 月传统淡季期间，国内特种纸整体价盘保持稳定，我们预计随着 8 月下旬的来临，国内即将进入传统的消费旺季，需求将环比上行，同时国家亦在积极支持国内消费的复苏，我们预判国内特种纸产业的整体价盘有望继续上行，行业整体盈利水平有望持续环比上升，带动业绩继续改善。

浆价已行至顶部区域，2023 年自备浆产能投产，开始自我赋能：根据卓创资讯的数据，目前国内阔叶浆现货报价为 6600-6700 元/吨，已超过 2017 年供给侧改革的峰值，鉴于国内大宗造纸占据了全球商品浆市场 30% 的采购份额，以及国内大宗造纸目前的盈利能力较为疲软，我们认为浆价已经行至顶部区域，未来易跌难涨，从上海期货交易所木浆期货数据看，2301 品种的交易价格已经从高点 7400 元降至 6200 元左右。与此同时，公司正紧锣密鼓地构建自备浆产能，我们预计将于 4Q2023 年开始投产，正式形成成本端的自我赋能。

基本面已经开始回暖，估值具备吸引力，维持“买入”评级：我们预计 2022-2024 年公司的 EPS 分别为 1.35/2.06/2.67 元（原预测为 1.56/2.02/2.67 元，即鉴于今年木浆价格上涨幅度超预期以及因人民币贬值产生汇兑损失，将 2022 年净利润下调 13.4%，同时鉴于 2023 年公司产能投放量超出此前预期，我们将 2023 年净利润上调 1.9%），当前股价对应 PE 分别为 21/14/10 倍。我们认为公司的盈利情况已经开始向好，与此同时，预计后续基本面有望继续环比上行，目前 2022 年 PEG 低于 1 倍（2022-2025 年，三年净利润 CAGR 为 34.3%），维持“买入”评级。

风险提示：木浆和能源价格涨幅超预期，需求增长低于预期，融资失败的风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	4,843	6,017	8,108	10,546	13,291
营业收入增长率	6.04%	24.24%	34.75%	30.07%	26.03%
净利润（百万元）	717	1,017	950	1,456	1,885
净利润增长率	63.02%	41.76%	-6.53%	53.20%	29.47%
EPS（元）	1.02	1.44	1.35	2.06	2.67
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.40%	15.84%	13.34%	17.36%	18.89%
P/E	27	19	21	14	10
P/B	3.7	3.1	2.8	2.3	2.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-08-18

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	4,843	6,017	8,108	10,546	13,291
营业成本	3,852	4,815	6,781	8,461	10,549
折旧和摊销	276	331	279	308	362
税金及附加	47	37	49	63	80
销售费用	15	22	32	42	53
管理费用	99	114	138	211	306
研发费用	123	158	122	190	253
财务费用	68	20	66	75	95
投资收益	202	287	160	160	205
营业利润	834	1,157	1,090	1,676	2,170
利润总额	835	1,148	1,096	1,677	2,171
所得税	116	129	143	218	282
净利润	719	1,019	954	1,459	1,888
少数股东损益	2	2	4	4	4
归属母公司净利润	717	1,017	950	1,456	1,885
EPS(元)	1.02	1.44	1.35	2.06	2.67

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	302	447	934	1,160	1,539
净利润	717	1,017	950	1,456	1,885
折旧摊销	276	331	279	308	362
净营运资金增加	541	660	533	889	1,013
其他	-1,233	-1,560	-828	-1,493	-1,721
投资活动产生现金流	-605	-1,938	-419	-1,465	-1,895
净资本支出	-562	-660	-500	-1,400	-1,900
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-43	-1,279	81	-65	5
融资活动现金流	-476	1,699	-93	671	768
股本变化	94	0	0	0	0
债务净变化	-1,232	1,668	220	937	1,154
无息负债变化	283	349	615	602	739
净现金流	-781	206	422	366	412

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	20.5%	20.0%	16.4%	19.8%	20.6%
EBITDA 率	21.6%	21.2%	16.0%	18.2%	18.4%
EBIT 率	15.9%	15.7%	12.5%	15.3%	15.7%
税前净利润率	17.2%	19.1%	13.5%	15.9%	16.3%
归母净利润率	14.8%	16.9%	11.7%	13.8%	14.2%
ROA	9.0%	9.2%	7.6%	9.5%	10.0%
ROE (摊薄)	13.4%	15.8%	13.3%	17.4%	18.9%
经营性 ROIC	12.1%	12.8%	12.0%	14.6%	14.7%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	32%	42%	43%	45%	47%
流动比率	1.76	2.62	2.34	1.90	1.63
速动比率	1.17	1.84	1.58	1.26	1.05
归母权益/有息债务	6.72	2.60	2.65	2.32	2.09
有形资产/有息债务	9.28	4.24	4.44	3.96	3.65

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	7,964	11,049	12,590	15,398	18,888
货币资金	521	794	1,216	1,582	1,994
交易性金融资产	160	1,564	1,563	1,563	1,563
应收账款	995	1,217	1,448	1,918	2,445
应收票据	6	4	11	14	17
其他应收款 (合计)	17	15	28	36	45
存货	1,337	1,925	2,482	3,104	3,877
其他流动资产	840	869	869	869	869
流动资产合计	3,971	6,451	7,704	9,195	10,947
其他权益工具	64	58	58	58	58
长期股权投资	664	831	831	831	831
固定资产	2,334	2,532	2,489	2,650	3,039
在建工程	275	357	478	883	1,450
无形资产	499	516	605	989	1,365
商誉	9	9	9	9	9
其他非流动资产	91	224	224	224	224
非流动资产合计	3,993	4,598	4,886	6,203	7,941
总负债	2,585	4,602	5,437	6,976	8,869
短期借款	797	690	810	1,747	2,901
应付账款	477	764	1,085	1,354	1,688
应付票据	673	644	881	1,100	1,371
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	8	6	6	6	6
流动负债合计	2,250	2,462	3,296	4,835	6,728
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	1,775	1,775	1,775	1,775
其他非流动负债	334	364	364	364	364
非流动负债合计	334	2,140	2,141	2,141	2,141
股东权益	5,379	6,447	7,154	8,422	10,019
股本	706	706	706	706	706
公积金	3,227	3,294	3,389	3,417	3,417
未分配利润	1,425	2,156	2,765	4,001	5,594
归属母公司权益	5,354	6,419	7,123	8,388	9,981
少数股东权益	25	28	31	35	38

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	0.32%	0.36%	0.40%	0.40%	0.40%
管理费用率	2.05%	1.89%	1.70%	2.00%	2.30%
财务费用率	1.40%	0.34%	0.81%	0.71%	0.71%
研发费用率	2.53%	2.63%	1.50%	1.80%	1.90%
所得税率	14%	11%	13%	13%	13%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.31	0.35	0.27	0.41	0.53
每股经营现金流	0.43	0.63	1.32	1.64	2.18
每股净资产	7.58	9.09	10.09	11.88	14.14
每股销售收入	6.86	8.52	11.48	14.94	18.83

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	27	19	21	14	10
PB	3.7	3.1	2.8	2.3	2.0
EV/EBITDA	19.0	15.6	15.4	10.9	9.0
股息率	1.1%	1.3%	1.0%	1.5%	1.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE