

仙鹤股份 (603733.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

盈利短期承压, 看好 3Q 业绩弹性释放

业绩简评

8月29日公司发布半年报, 23H1 实现营收 37.66 亿元, 同比+4.68%, 归母净利润 1.81 亿元, 同比-49.00%。23Q2 实现营收 19.29 亿元, 同比+0.46%, 归母净利润 0.59 亿元, 同比-71.9%, 扣非后归母 0.33 亿元, 同比-81.20%。

经营分析

积极优化产品结构, 出货节奏略放缓。伴随 PM29、30 产线以及 30 万吨食品卡纸投产, 1H 产量/销量 45.5/39 万吨, 同比+16%/+2.4%。分品类来看, 公司适应市场需求提升必选消费品类纸品供应, 1H 食品 & 医疗 / 电解电容器纸 / 数码喷绘纸收入 +9.2%/+13.3%/+23.9%。外销加速开拓, 1H 国内/外销收入 34.2/3.5 亿元, 同比+3.1%/+22.9%。量价拆分角度, 1Q/2Q 销量 (剔除夏王) 18/21 万吨 (-3.6%/+2.4%), 产业链去库导致出货节奏略受影响; 1Q/2Q 均价 10000/9330 元/吨 (环比+140/-700 元), 夏王预计销量 9 万吨 (+18.4%)。

需求偏弱导致 2Q 纸价环比下行、高价浆消化导致盈利收窄。23H1 毛利率 9.11% (-3.85pct), 23Q2 毛利率 8.25% (-5.95pct)。白卡累库计提减值、汇率贬值带来汇兑损失拖累盈利, 23H1 汇兑损失 0.38 亿元。1Q/2Q 吨净利 (剔除夏王) 预计 455/+81 元/吨 (环比-19/-374 元)。夏王 1Q/2Q 吨净利预计 1165/978 元/吨表现稳定, 23H1 净利率 4.83% (-5.06pct), 23Q2 净利率 3.07% (-7.83pct)。

低价浆陆续使用+价格降幅趋缓, 低价浆备库看好 3Q 盈利弹性释放。伴随浆价 3 月起进入快速下行周期, 6 月起进入底部企稳区间, 公司积极进行低价浆战略备库 2Q 末账面存货 30 亿元 (较年初 +45.8%), 其中原材料/库存商品账面值较年初+50.7%/+44.6%, 预计后续用浆成本具备优势。考虑到近期热转印、格拉辛等纸种已开启稳步提价, 我们看好 3Q 起公司吨盈利逐季修复弹性。

24 年迎产能释放大年, 中长期成长路径清晰, 林浆纸一体化有望逐步落地。23 年底湖北、广西纸、浆产能陆续投放, 中长期角度, 公司将逐渐转型为林/草、浆、纸一体化企业, 竞争力和盈利稳定性都将进一步增强。

盈利预测、估值与评级

考虑到需求偏弱对价格端的影响, 我们下调对公司盈利预测, 预计 23-25 年归母净利分别为 7.2、11.3、13.9 亿元, 当前股价对应 PE 分别为 19/12/10X, 维持“买入”评级。

风险提示

下游需求疲软导致纸价大幅下跌的风险; 新增产能投放进度不达预期。

轻工组

分析师: 尹新悦 (执业 S1130522080004)

yinxinyue@gjzq.com.cn

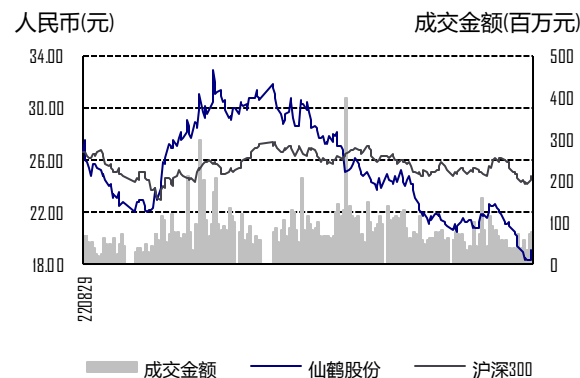
分析师: 张杨桓 (执业 S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 19.00 元

相关报告:

- 《仙鹤股份公司点评: 吨盈利已现修复, 中期成长可期》, 2023.4.28
- 《仙鹤股份公司点评》, 2023.3.30
- 《业绩环比稳健修复, 多元布局成长动能充沛-仙鹤股份 季报点评》, 2022.10.29



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,017	7,738	8,143	12,314	13,938
营业收入增长率	24.24%	28.61%	5.23%	51.22%	13.19%
归母净利润(百万元)	1,017	710	723	1,134	1,394
归母净利润增长率	41.76%	-30.14%	1.83%	56.71%	22.99%
摊薄每股收益(元)	1.440	1.006	1.025	1.606	1.975
每股经营性现金流净额	0.63	0.10	0.36	1.38	2.38
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.84%	10.32%	9.87%	13.39%	14.14%
P/E	28.34	30.28	18.55	11.83	9.62
P/B	4.49	3.13	1.83	1.58	1.36

来源: 公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	4,843	6,017	7,738	8,143	12,314	13,938
增长率	24.2%	28.6%	5.2%	51.2%	13.2%	
主营业务成本	-3,852	-4,815	-6,848	-7,154	-10,640	-11,959
%销售收入	79.5%	80.0%	88.5%	87.9%	86.4%	85.8%
毛利	992	1,202	891	989	1,674	1,979
%销售收入	20.5%	20.0%	11.5%	12.1%	13.6%	14.2%
营业税金及附加	-47	-37	-43	-49	-74	-84
%销售收入	1.0%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-15	-22	-26	-41	-62	-70
%销售收入	0.3%	0.4%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%
管理费用	-99	-114	-124	-130	-197	-223
%销售收入	2.0%	1.9%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
研发费用	-123	-158	-104	-114	-172	-195
%销售收入	2.5%	2.6%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%
息税前利润 (EBIT)	707	871	593	655	1,169	1,408
%销售收入	14.6%	14.5%	7.7%	8.0%	9.5%	10.1%
财务费用	-68	-20	-68	-203	-226	-181
%销售收入	1.4%	0.3%	0.9%	2.5%	1.8%	1.3%
资产减值损失	-70	-19	-62	-39	5	-3
公允价值变动收益	-15	-7	34	40	20	20
投资收益	202	287	140	185	185	202
%税前利润	24.3%	25.0%	17.6%	23.0%	14.5%	12.9%
营业利润	834	1,157	801	798	1,273	1,566
营业利润率	17.2%	19.2%	10.4%	9.8%	10.3%	11.2%
营业外收支	1	-9	-7	8	3	3
税前利润	835	1,148	794	806	1,276	1,569
利润率	17.2%	19.1%	10.3%	9.9%	10.4%	11.3%
所得税	-116	-129	-79	-81	-140	-173
所得税率	13.9%	11.2%	10.0%	10.0%	11.0%	11.0%
净利润	719	1,019	715	725	1,136	1,396
少数股东损益	2	2	5	2	2	2
归属于母公司的净利润	717	1,017	710	723	1,134	1,394
净利率	14.8%	16.9%	9.2%	8.9%	9.2%	10.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	719	1,019	715	725	1,136	1,396
少数股东损益	2	2	5	2	2	2
非现金支出	311	360	377	448	602	736
非经营收益	-142	-270	-96	-100	13	-12
营运资金变动	-585	-663	-924	-822	-779	-440
经营活动现金净流	302	447	72	251	971	1,680
资本开支	-562	-660	-906	-2,247	-578	-1,198
投资	0	0	92	-510	-30	-10
其他	-43	-1,279	162	185	185	202
投资活动现金净流	-605	-1,938	-651	-2,572	-423	-1,006
股权募资	9	0	0	-273	0	0
债权募资	-239	2,018	467	2,775	-170	-312
其他	-246	-319	171	-195	-241	-233
筹资活动现金净流	-476	1,699	638	2,308	-411	-545
现金净流量	-781	206	71	-13	137	129

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	521	794	944	931	1,068	1,197
应收款项	1,745	1,953	2,176	2,514	3,859	4,406
存货	1,337	1,925	2,055	2,986	3,571	4,014
其他流动资产	368	1,778	1,794	1,651	1,816	1,899
流动资产	3,971	6,451	6,969	8,082	10,314	11,516
%总资产	49.9%	58.4%	52.5%	49.2%	55.3%	56.6%
长期投资	728	889	918	1,068	1,068	1,068
固定资产	2,610	2,889	3,999	5,803	5,709	6,190
%总资产	32.8%	26.1%	30.1%	35.3%	30.6%	30.4%
无形资产	513	534	805	894	982	989
非流动资产	3,993	4,598	6,295	8,316	8,310	8,797
%总资产	50.1%	41.6%	47.5%	50.6%	44.6%	43.2%
资产总计	7,964	11,049	13,264	16,418	18,649	20,343
短期借款	797	690	1,771	4,573	4,403	4,091
应付款项	1,157	1,423	2,028	1,945	3,022	3,491
其他流动负债	296	349	274	321	511	652
流动负债	2,250	2,462	4,074	6,840	7,935	8,234
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	334	2,140	2,278	2,214	2,214	2,214
负债	2,585	4,602	6,352	9,054	10,149	10,447
普通股股东权益	5,354	6,419	6,880	7,330	8,464	9,858
其中：股本	706	706	706	706	706	706
未分配利润	1,425	2,156	2,585	3,308	4,442	5,836
少数股东权益	25	28	32	34	36	38
负债股东权益合计	7,964	11,049	13,264	16,418	18,649	20,343
				0	0	0

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.016	1.440	1.006	1.025	1.606	1.975
每股净资产	7.583	9.093	9.745	10.383	11.989	13.963
每股经营现金净流	0.428	0.633	0.102	0.355	1.376	2.379
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	13.40%	15.84%	10.32%	9.87%	13.39%	14.14%
总资产收益率	9.01%	9.20%	5.36%	4.41%	6.08%	6.85%
投入资本收益率	9.87%	8.67%	5.05%	4.27%	7.05%	7.90%
增长率						
主营业务收入增长率	6.04%	24.24%	28.61%	5.23%	51.22%	13.19%
EBIT增长率	50.75%	23.12%	-31.86%	10.42%	78.42%	20.40%
净利润增长率	63.02%	41.76%	-30.14%	1.83%	56.71%	22.99%
总资产增长率	7.93%	38.74%	20.05%	23.63%	13.57%	9.07%
资产管理能力						
应收账款周转天数	69.2	67.1	59.6	67.0	67.0	68.0
存货周转天数	111.1	123.7	106.1	155.0	124.0	124.0
应付账款周转天数	45.7	47.1	51.9	47.0	47.0	48.0
固定资产周转天数	175.9	153.6	134.3	177.1	135.1	124.1
偿债能力						
净负债/股东权益	2.16%	1.66%	23.94%	60.70%	48.98%	37.61%
EBIT利息保障倍数	10.4	42.6	8.8	3.2	5.2	7.8
资产负债率	32.46%	41.65%	47.89%	55.14%	54.42%	51.36%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-10-25	买入	35.91	N/A
2	2022-04-28	买入	20.11	N/A
3	2022-08-18	买入	27.36	N/A
4	2022-10-29	买入	23.26	N/A
5	2023-03-30	买入	26.85	N/A
6	2023-04-28	买入	24.94	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806