

仙鹤股份 (603733.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 41.71 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	7.06
已上市流通 A 股(亿股)	7.06
总市值(亿元)	294.46
年内股价最高最低(元)	43.00/16.99
沪深 300 指数	5133
上证指数	3548

相关报告

- 1.《1Q 业绩超预期, 现金流改善明显-仙鹤股份-业绩点评》, 2021.4.22
- 2.《1Q 业绩超预期, 成长动力十足-仙鹤股份业绩点评》, 2021.4.14
- 3.《2Q 顺利收官, 21 年量价齐升值得期待-仙鹤股份业绩点评》, 2021.3.31
- 4.《21 年量价齐升, 业绩有望高歌猛进-仙鹤股份-业绩快报点评》, 2021.3.5
- 5.《主攻消费, 高歌猛进-仙鹤股份深度报告》, 2021.2.10

姜浩

分析师 SAC 执业编号: S1130520040003
jianghao@gjzq.com.cn

yinxinyue@gzq.com.cn

中报业绩高增长, 上调 21、22 年盈利预测

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,567	4,843	7,004	8,995	9,869
营业收入增长率	11.45%	6.04%	44.63%	28.42%	9.72%
归母净利润(百万元)	440	717	1,183	1,452	1,664
归母净利润增长率	50.45%	63.02%	64.98%	22.73%	14.62%
摊薄每股收益(元)	0.719	1.016	1.676	2.057	2.358
每股经营性现金流净额	0.73	0.35	1.48	1.93	2.85
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.48%	13.40%	19.51%	20.94%	20.98%
P/E	19.84	24.61	24.89	20.28	17.69
P/B	2.28	3.30	4.86	4.25	3.71

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 7月12日公司发布半年报业绩预告, 1H2021 公司实现归母净利润 5.9-6.3 亿元, 同比+108.9%-123.1%, 增速中枢为 116%, 其中 2Q 实现归母净利润 3.1-3.5 亿元, 同比+74.4%-96.9%, 增速中枢 85.7%。2Q 业绩符合预期。

经营分析

- 2Q 提价保持较好 + 产能顺利爬坡, 量价齐升如期兑现。** 2Q 净利润环比 +10.9-25.2%, 产能角度, 公司河南基地的 PM7、PM8 项目分别于 21 年 1 月和 3 月顺利投产, 产能顺利爬坡对 2Q21 贡献产能增量。价格方面, 4-5 月公司在 1Q 的价格基础之上, 对产品继续提价。虽然 2Q 浆价走势疲软, 但特种纸行业价盘保持稳定, 2Q 产品均价较 1Q 环比提升。
- 受益产品结构优化 + 木浆战略备库, 预计吨净利环比走阔。** 2Q 公司积极根据下游消费领域景气度, 进行产能灵活调配以及产品结构优化, 提升热转印等高毛利产品排产及产能投放, 逐步控制低毛利产品产能, 预计盈利能力继续提升。
- 需求旺季到来 + 强产品竞争力 + 浆价供给压力增大, 看好 3Q 高盈利能力的保持。** 3 月起木浆价格触顶回落, 当前阔叶浆价格较 3 月底下滑 800-900 元/吨。我们预计公司低价木浆库存将于 7 月底耗尽, 但浆价进入下行通道, 以及 8 月巴西 280 万吨阔叶浆产能投放, 2022 年上半年智利 120 万吨阔叶浆投产, 将对阔叶浆供给形成较大的压力, 因此我们判断 3Q 和 4Q 公司的成本端压力较低。价格端, 伴随下半年消费需求旺季的到来, 我们认为特种纸整体价盘将继续保持高位稳定, 不排除部分产品进入旺季之后, 有望继续提价。因此我们预计公司下半年整体盈利能力有望保持高位稳定。
- 碳中和背景下, 仙鹤竞争优势将越发明显。** 我们认为精细化管理能力和研发能力是公司传统的竞争优势。但 2023 年, 仙鹤位于广西的自备浆厂投产之后, 上游木浆和林木资源的掌控, 将为公司提供新的战略优势! 碳中和背景之下, 我们判断木材价格将在中长期保持上涨的态势, 浆价中长期价格中枢将不断提高。仙鹤股份中长期市占率有望不断增加。

盈利预测和投资建议

- 鉴于公司二季度表现, 我们上调公司 2021-2023 年 EPS 至 1.68、2.06、2.36 元, 上调幅度为 16.5%、9.9%、0.3%, 当前股价对应 PE 分别为 25、20、18 倍, 考虑到公司未来三年的成长性, 维持“买入”评级。

风险提示

- 下游需求不及预期的风险; 新增产能投放进度不达预期; 原料价格大幅波动的风险; 4月21日5.5亿股首发原股东仙鹤控股、王明龙限售股解禁。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	4,098	4,567	4,843	7,004	8,995	9,869
增长率		11.5%	6.0%	44.6%	28.4%	9.7%
主营业务成本	-3,392	-3,713	-3,852	-5,300	-6,888	-7,535
%销售收入	82.8%	81.3%	79.5%	75.7%	76.6%	76.4%
毛利	706	854	992	1,704	2,106	2,334
%销售收入	17.2%	18.7%	20.5%	24.3%	23.4%	23.6%
营业税金及附加	-40	-44	-47	-63	-90	-99
%销售收入	1.0%	1.0%	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%
销售费用	-137	-147	-15	-28	-45	-49
%销售收入	3.3%	3.2%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%
管理费用	-101	-88	-99	-147	-189	-207
%销售收入	2.5%	1.9%	2.0%	2.1%	2.1%	2.1%
研发费用	-88	-106	-123	-189	-243	-257
%销售收入	2.2%	2.3%	2.5%	2.7%	2.7%	2.6%
息税前利润 (EBIT)	340	469	707	1,277	1,540	1,722
%销售收入	8.3%	10.3%	14.6%	18.2%	17.1%	17.4%
财务费用	-105	-82	-68	-59	-78	-54
%销售收入	2.6%	1.8%	1.4%	0.8%	0.9%	0.5%
资产减值损失	-36	-22	35	-16	-10	-5
公允价值变动收益	0	0	-15	0	0	0
投资收益	118	106	202	166	231	268
%税前利润	34.3%	20.9%	24.3%	12.0%	13.6%	13.8%
营业利润	332	504	834	1,383	1,697	1,946
营业利润率	8.1%	11.0%	17.2%	19.7%	18.9%	19.7%
营业外收支	11	2	1	3	3	3
税前利润	343	507	835	1,385	1,700	1,949
利润率	8.4%	11.1%	17.2%	19.8%	18.9%	19.7%
所得税	-50	-67	-116	-202	-248	-285
所得税率	14.6%	13.2%	13.9%	14.6%	14.6%	14.6%
净利润	293	439	719	1,183	1,452	1,664
少数股东损益	0	0	2	0	0	0
归属于母公司的净利润	292	440	717	1,183	1,452	1,664
净利率	7.1%	9.6%	14.8%	16.9%	16.1%	16.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	293	439	719	1,183	1,452	1,664
少数股东损益	0	0	2	0	0	0
非现金支出	267	255	255	361	422	485
非经营收益	-48	-48	-142	-44	-140	-200
营运资金变动	-833	-198	-585	-455	-374	65
经营活动现金净流	-321	449	246	1,045	1,360	2,015
资本开支	-52	-377	-562	-639	-648	-718
投资	0	0	0	-440	-90	-30
其他	105	107	-43	166	231	268
投资活动现金净流	53	-270	-605	-913	-507	-480
股权募资	783	0	9	0	0	0
债权募资	-117	923	-239	731	-286	-573
其他	-333	19	-248	-546	-675	-737
筹资活动现金净流	333	942	-478	185	-961	-1,310
现金净流量	66	1,121	-837	317	-108	225

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	239	1,280	521	838	729	954
应收账款	1,135	1,401	1,745	2,513	2,999	3,070
存货	967	1,008	1,337	1,835	2,382	2,624
其他流动资产	168	179	368	719	824	881
流动资产	2,509	3,870	3,971	5,905	6,934	7,530
%总资产	45.3%	52.4%	49.9%	58.0%	60.3%	61.1%
长期投资	664	672	728	768	808	808
固定资产	1,893	2,150	2,610	2,961	3,107	3,335
%总资产	34.2%	29.1%	32.8%	29.1%	27.0%	27.1%
无形资产	376	490	513	548	642	655
非流动资产	3,026	3,509	3,993	4,277	4,557	4,798
%总资产	54.7%	47.6%	50.1%	42.0%	39.7%	38.9%
资产总计	5,535	7,378	7,964	10,182	11,491	12,327
短期借款	1,197	1,004	797	1,862	1,576	1,003
应付账款	532	953	1,157	1,591	2,122	2,397
其他流动负债	295	299	296	639	832	968
流动负债	2,023	2,257	2,250	4,093	4,531	4,369
长期贷款	37	0	0	0	0	0
其他长期负债	237	1,277	334	0	0	0
负债	2,297	3,534	2,585	4,093	4,531	4,369
普通股股东权益	3,235	3,830	5,354	6,063	6,935	7,933
其中：股本	612	612	706	706	706	706
未分配利润	655	1,000	1,425	2,135	3,007	4,005
少数股东权益	3	14	25	25	25	25
负债股东权益合计	5,535	7,378	7,964	10,182	11,491	12,327

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.478	0.719	1.016	1.676	2.057	2.358
每股净资产	5.285	6.259	7.583	8.589	9.823	11.238
每股经营现金净流	-0.524	0.733	0.349	1.480	1.926	2.854
每股股利	0.100	0.400	0.310	0.670	0.823	0.943
回报率						
净资产收益率	9.04%	11.48%	13.40%	19.51%	20.94%	20.98%
总资产收益率	5.28%	5.96%	9.01%	11.62%	12.64%	13.50%
投入资本收益率	6.50%	6.93%	9.87%	13.71%	15.40%	16.41%
增长率						
主营业务收入增长率	34.48%	11.45%	6.04%	44.63%	28.42%	9.72%
EBIT 增长率	27.83%	37.98%	50.75%	80.52%	20.59%	11.82%
净利润增长率	-26.68%	50.45%	63.02%	64.98%	22.73%	14.62%
总资产增长率	14.14%	33.31%	7.93%	27.85%	12.86%	7.28%
资产管理能力						
应收账款周转天数	58.0	64.5	69.2	67.0	67.0	68.0
存货周转天数	87.5	97.1	111.1	127.0	127.0	128.0
应付账款周转天数	50.7	44.9	45.7	50.0	51.0	52.0
固定资产周转天数	161.1	144.5	175.9	143.1	111.3	117.2
偿债能力						
净负债/股东权益	30.66%	19.47%	2.16%	14.20%	9.87%	-1.40%
EBIT 利息保障倍数	3.2	5.7	10.4	21.6	19.7	32.2
资产负债率	41.51%	47.89%	32.46%	40.20%	39.43%	35.44%

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
买入	0	6	12	20	30
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：朝阳永续

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。

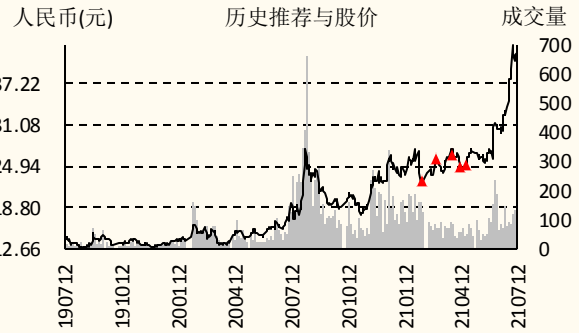
最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-02-10	买入	23.06	34.00~34.00
2	2021-03-05	买入	26.15	N/A
3	2021-03-31	买入	27.80	N/A
4	2021-04-14	买入	24.49	N/A
5	2021-04-22	买入	25.69	N/A

来源：国金证券研究所



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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402