

仙鹤股份 (603733.SH) 买入 (维持评级)

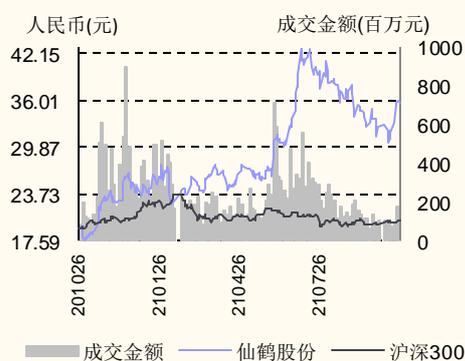
公司点评

市场价格(人民币): 35.80元

浆价下行+提价, 提振 4Q 业绩弹性

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)	252.74
年内股价最高最低(元)	43.00/17.59
沪深 300 指数	4980
上证指数	3610



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	6,722	8,444	10,567
营业收入增长率	11.45%	6.04%	38.80%	25.62%	25.14%
归母净利润(百万元)	440	717	1,192	1,469	1,879
归母净利润增长率	50.45%	63.02%	66.20%	23.26%	27.88%
摊薄每股收益(元)	0.719	1.016	1.688	2.081	2.661
每股经营性现金流净额	0.73	0.35	1.63	2.03	2.64
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.48%	13.40%	19.64%	21.14%	23.26%
P/E	19.84	24.61	21.20	17.20	13.45
P/B	2.28	3.30	4.16	3.64	3.13

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 10月25日公司发布三季报, 3Q 实现营收 14.8 亿元, 同比+13.1%, 实现归母净利润 2.9 亿元, 同比+38.8%, 前三季度实现营收 43.6 亿元, 同比+30.7%, 归母净利润 9 亿元, 同比+82.7%, 业绩符合预期。

经营分析

- 产能顺利爬坡, 特种纸高景气度逻辑验证。3Q 营收同比+13.1%, 环比+8.5%。1) 价格方面, 虽然 3Q 浆价走势疲软, 但特种纸行业价盘稳定, 公司利用自身多元化和高柔性化生产, 调整结构优化 SKU。2) 产能端, 河南基地的 PM7、PM8 项目于 1 月、3 月投产, 常山 4 万吨产能于 9 月投产, 产能顺利爬坡对 3Q21 贡献增量。
- 高景气稳价对冲成本压力, 净利率同比+3.7pct。3Q 毛利率 19.7%, 环比-8.1pct, 毛销差同比-0.6pct, 环比-8.1pct。主要原因系伴随库存低价浆耗尽, 木浆成本有所抬升, 3Q21 阔叶浆均价较去年同期+1100 元/吨(税前)。公司积极根据下游景气度灵活排产, 预计成本压力转嫁较好。3Q 管理/研发/财务费用率同比-0.3pct/+1pct/-0.3pct 至 1.7%/2.8%/0.3%, 3Q 净利率 20%, 同比+3.7pct。预计 1H21/3Q21 吨净利 1411/1340 元/吨。
- 浆价下行成本压力减弱, 限电下供需好转提价预期强, 看好 4Q 盈利走阔。当前阔叶浆价较 6 月底下滑 600 元/吨, 预计浆价后续将持续跌势, 公司成本压力逐渐减弱。价格端, 预计 4Q 限电导致行业整体供需偏紧, 叠加消费旺季到来, 看好特种纸价盘向上趋势, 公司 10 月上旬已发布产品涨价函, 吨盈利有望继续走阔。产能角度, 11 月夏王 8 万吨产能预计投产, 继续助力业绩增长。
- 全品类布局突破成长边界, 林浆纸一体化提升战略优势。公司通过提供“纸基解决方案”, 提升客户粘性和单位客户价值, 当前可转债发行已获批, 伴随广西 100 万吨、湖北 160 万吨浆纸产能投放, 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。

盈利预测和投资建议

- 考虑到后续产能投放, 我们保持盈利预测不变, 预计公司 2021-2023 年 EPS 为 1.7、2.1、2.7 元, 当前股价对应 21-23 年 PE 分别为 21、17、13 倍, 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。

相关报告

- 《中报业绩靓丽, 扩产能+扩品类驱动业绩弹性-仙鹤股份中报点评》, 2021.8.5
- 《中报业绩高增长, 上调 21、22 年盈利预测-仙鹤股份点评报告》, 2021.7.12
- 《1Q 业绩超预期, 现金流改善明显-仙鹤股份-业绩点评》, 2021.4.22
- 《1Q 业绩超预期, 成长动力十足-仙鹤股份业绩点评》, 2021.4.14
- 《20 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

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

尹新悦 联系人
yinxinyue@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	4,098	4,567	4,843	6,722	8,444	10,567	货币资金	239	1,280	521	796	675	1,014
增长率		11.5%	6.0%	38.8%	25.6%	25.1%	应收款项	1,135	1,401	1,745	2,412	2,815	3,288
主营业务成本	-3,392	-3,713	-3,852	-5,046	-6,347	-7,904	存货	967	1,008	1,337	1,747	2,195	2,753
%销售收入	82.8%	81.3%	79.5%	75.1%	75.2%	74.8%	其他流动资产	168	179	368	711	807	893
毛利	706	854	992	1,676	2,098	2,663	流动资产	2,509	3,870	3,971	5,666	6,492	7,948
%销售收入	17.2%	18.7%	20.5%	24.9%	24.8%	25.2%	%总资产	45.3%	52.4%	49.9%	57.0%	58.8%	62.4%
营业税金及附加	-40	-44	-47	-67	-101	-127	长期投资	664	672	728	768	808	808
%销售收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.2%	1.2%	固定资产	1,893	2,150	2,610	2,961	3,107	3,335
销售费用	-137	-147	-15	-27	-42	-53	%总资产	34.2%	29.1%	32.8%	29.8%	28.1%	26.2%
%销售收入	3.3%	3.2%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	无形资产	376	490	513	548	642	655
管理费用	-101	-88	-99	-141	-194	-243	非流动资产	3,026	3,509	3,993	4,277	4,557	4,798
%销售收入	2.5%	1.9%	2.0%	2.1%	2.3%	2.3%	%总资产	54.7%	47.6%	50.1%	43.0%	41.2%	37.6%
研发费用	-88	-106	-123	-168	-228	-285	资产总计	5,535	7,378	7,964	9,943	11,049	12,745
%销售收入	2.2%	2.3%	2.5%	2.5%	2.7%	2.7%	短期借款	1,197	1,004	797	1,357	962	718
息税前利润 (EBIT)	340	469	707	1,273	1,532	1,955	应付款项	532	953	1,157	1,515	1,955	2,515
%销售收入	8.3%	10.3%	14.6%	18.9%	18.1%	18.5%	其他流动负债	295	299	296	627	807	1,059
财务费用	-105	-82	-68	-46	-49	-29	流动负债	2,023	2,257	2,250	3,499	3,723	4,293
%销售收入	2.6%	1.8%	1.4%	0.7%	0.6%	0.3%	长期贷款	37	0	0	0	0	0
资产减值损失	-36	-22	35	-15	-9	-9	其他长期负债	237	1,277	334	350	350	350
公允价值变动收益	0	0	-15	0	0	0	负债	2,297	3,534	2,585	3,849	4,073	4,643
投资收益	118	106	202	166	228	265	普通股股东权益	3,235	3,830	5,354	6,069	6,950	8,077
%税前利润	34.3%	20.9%	24.3%	11.9%	13.3%	12.0%	其中：股本	612	612	706	706	706	706
营业利润	332	504	834	1,393	1,717	2,197	未分配利润	655	1,000	1,425	2,141	3,022	4,149
营业利润率	8.1%	11.0%	17.2%	20.7%	20.3%	20.8%	少数股东权益	3	14	25	25	25	25
营业外收支	11	2	1	3	3	3	负债股东权益合计	5,535	7,378	7,964	9,943	11,049	12,745
税前利润	343	507	835	1,396	1,720	2,200	比率分析						
利润率	8.4%	11.1%	17.2%	20.8%	20.4%	20.8%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-50	-67	-116	-204	-251	-321	每股指标						
所得税率	14.6%	13.2%	13.9%	14.6%	14.6%	14.6%	每股收益	0.478	0.719	1.016	1.688	2.081	2.661
净利润	293	439	719	1,192	1,469	1,879	每股净资产	5.285	6.259	7.583	8.596	9.845	11.442
少数股东损益	0	0	2	0	0	0	每股经营现金净流	-0.524	0.733	0.349	1.627	2.034	2.640
归属于母公司的净利润	292	440	717	1,192	1,469	1,879	每股股利	0.100	0.400	0.310	0.675	0.832	1.064
净利率	7.1%	9.6%	14.8%	17.7%	17.4%	17.8%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	9.04%	11.48%	13.40%	19.64%	21.14%	23.26%
净利润	293	439	719	1,192	1,469	1,879	总资产收益率	5.28%	5.96%	9.01%	11.99%	13.30%	14.74%
少数股东损益	0	0	2	0	0	0	投入资本收益率	6.50%	6.93%	9.87%	14.59%	16.48%	18.93%
非现金支出	267	255	255	360	420	489	增长率						
非经营收益	-48	-48	-142	-58	-167	-221	主营业务收入增长率	34.48%	11.45%	6.04%	38.80%	25.62%	25.14%
营运资金变动	-833	-198	-585	-346	-286	-283	EBIT增长率	27.83%	37.98%	50.75%	79.96%	20.35%	27.62%
经营活动现金净流	-321	449	246	1,148	1,436	1,864	净利润增长率	-26.68%	50.45%	63.02%	66.20%	23.26%	27.88%
资本开支	-52	-377	-562	-639	-648	-718	总资产增长率	14.14%	33.31%	7.93%	24.86%	11.12%	15.35%
投资	0	0	0	-440	-90	-30	资产管理能力						
其他	105	107	-43	166	228	265	应收账款周转天数	58.0	64.5	69.2	67.0	67.0	68.0
投资活动现金净流	53	-270	-605	-913	-510	-483	存货周转天数	87.5	97.1	111.1	127.0	127.0	128.0
股权募资	783	0	9	0	0	0	应付账款周转天数	50.7	44.9	45.7	50.0	51.0	52.0
债权募资	-117	923	-239	576	-396	-243	固定资产周转天数	161.1	144.5	175.9	149.1	118.5	109.5
其他	-333	19	-248	-536	-651	-798	偿债能力						
筹资活动现金净流	333	942	-478	40	-1,047	-1,041	净负债/股东权益	30.66%	19.47%	2.16%	6.58%	1.81%	-5.63%
现金净流量	66	1,121	-837	275	-121	339	EBIT利息保障倍数	3.2	5.7	10.4	27.9	31.6	68.1
							资产负债率	41.51%	47.89%	32.46%	38.71%	36.87%	36.43%

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
买入	2	4	10	22	45
增持	0	0	0	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.08	1.00

来源：聚源数据

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
6	2021-07-12	买入	41.50	N/A
7	2021-08-05	买入	39.88	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，不作为或被视为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