

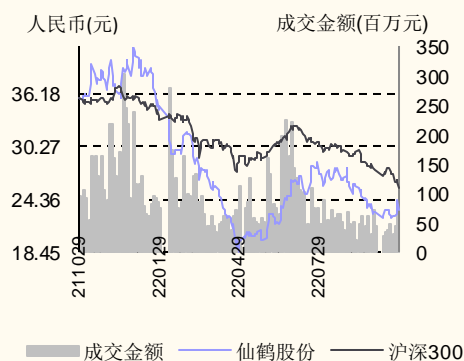
仙鹤股份 (603733.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 23.26 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)	164.21
年内股价最高最低(元)	41.40/18.45
沪深 300 指数	3541
上证指数	2916



相关报告

- 《盈利拾级而上，多元布局成长动能充沛-仙鹤股份中报点评》，2022.8.18
- 《1Q 盈利边际修复，中长期成长动能充沛-仙鹤股份点评》，2022.4.28

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号: S1130521120003
xieliyuan@gjzq.com.cn

尹新悦 分析师 SAC 执业编号: S1130522080004
yinxinyue@gjzq.com.cn

业绩环比稳健修复，多元布局成长动能充沛

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,843	6,017	7,463	9,678	11,869
营业收入增长率	6.04%	24.24%	24.04%	29.67%	22.64%
归母净利润(百万元)	717	1,017	781	1,093	1,351
归母净利润增长率	63.02%	41.76%	-23.20%	39.92%	23.63%
摊薄每股收益(元)	1.016	1.440	1.106	1.548	1.913
每股经营性现金流净额	0.43	0.63	1.19	1.03	1.57
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.40%	15.84%	11.80%	15.03%	16.72%
P/E	24.61	28.34	21.03	15.03	12.16
P/B	3.30	4.49	2.48	2.26	2.03

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 10月28日发布2022年第三季度报告，1-3Q公司实现营收55.10亿元，同比增长26.32%；实现归母净利润5.67亿元，同比减少37.22%。其中3Q公司实现营收19.12亿元，同比增长29.54%；实现归母净利润2.13亿元，同比减少27.7%，业绩符合预期。

经营分析

- 不断优化产品结构，必选高性能消费纸基材提价顺利落地。3Q营收19.2亿元（同比+29.5%，环比持平）。其中，1）仙鹤本部：①销量：3Q预计销量20万吨（同比+17.6%，环比持平）；②吨价：平均吨价9559元/吨（环比+45元，同比+878元）；2）夏王：预计3Q销量8.8万吨左右。
- 提价落地进一步强化盈利弹性，吨盈利稳步修复。3Q毛利率11.8%（同比-7.9pct/环比-2.4pct），主因：①成本端木浆价格保持高位（阔叶浆价格同比/环比+1960/+280元/吨），②政府电力补贴调整，3Q其他收益0.54亿元（环比+101%）。提价+降本增效带动吨盈利稳步提升，剔除夏王投资收益，预计1Q/2Q/3Q吨净利627/855/981元/吨，环比+295/+228/+125元，夏王吨盈利预计500元/吨左右（环比-610元/吨），主要下游需求疲软导致提价较为弱势。期间费用率方面，管理费用管控效率提升，3Q净利率11.24%（同比-8.8pct/环比+0.3pct），销售/管理&研发/财务费用率分别为0.28%/3.23%/0.76%，同比-0.05/-1.23/+0.48pct。展望未来，伴随Arauco、UPM产能于4Q22、1Q23陆续投放，看好23年起浆价成本压力减轻带动的盈利弹性。
- 23年迎产能释放大年，中长期林浆纸一体化提升战略优势，成长动能充足。食品卡纸产能30万吨预计延迟至22年底投放，1Q23公司预计本部新增8万吨产能，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。

盈利预测和投资建议

- 考虑到公司未来成长动能充足、中期上游产业链布局逐步完善，我们预计公司2022-2024年归母净利分别为7.8、10.9、13.5亿元，当前股价对应PE分别为21、15、12倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 下游需求疲软导致提价落地不及预期的风险；新增产能投放进度不达预期；原料价格长期高位运行导致盈利承压的风险。

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)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	4,567	4,843	6,017	7,463	9,678	11,869	货币资金	1,280	521	794	588	834	1,018
增长率		6.0%	24.2%	24.0%	29.7%	22.6%	应收款项	1,401	1,745	1,953	2,304	3,033	3,752
主营业务成本	-3,713	-3,852	-4,815	-6,466	-8,185	-9,994	存货	1,008	1,337	1,925	2,186	2,764	3,371
%销售收入	81.3%	79.5%	80.0%	86.6%	84.6%	84.2%	其他流动资产	179	368	1,778	2,158	2,268	2,364
毛利	854	992	1,202	997	1,493	1,875	流动资产	3,870	3,971	6,451	7,236	8,898	10,505
%销售收入	18.7%	20.5%	20.0%	13.4%	15.4%	15.8%	%总资产	52.4%	49.9%	58.4%	61.9%	65.0%	66.4%
营业税金及附加	-44	-47	-37	-52	-68	-83	长期投资	672	728	889	929	969	969
%销售收入	1.0%	1.0%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	2,150	2,610	2,889	2,948	3,154	3,670
销售费用	-147	-15	-22	-22	-29	-36	%总资产	29.1%	32.8%	26.1%	25.2%	23.1%	23.2%
%销售收入	3.2%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	无形资产	490	513	534	568	661	674
管理费用	-88	-99	-114	-127	-165	-202	非流动资产	3,509	3,993	4,598	4,446	4,785	5,313
%销售收入	1.9%	2.0%	1.9%	1.7%	1.7%	1.7%	%总资产	47.6%	50.1%	41.6%	38.1%	35.0%	33.6%
研发费用	-106	-123	-158	-104	-145	-178	资产总计	7,378	7,964	11,049	11,681	13,683	15,819
%销售收入	2.3%	2.5%	2.6%	1.4%	1.5%	1.5%	短期借款	1,004	797	690	823	1,474	2,053
息税前利润 (EBIT)	469	707	871	691	1,086	1,376	应付款项	953	1,157	1,423	1,758	2,324	2,918
%销售收入	10.3%	14.6%	14.5%	9.3%	11.2%	11.6%	其他流动负债	299	296	349	330	457	608
财务费用	-82	-68	-20	-77	-90	-101	流动负债	2,257	2,250	2,462	2,911	4,255	5,579
%销售收入	1.8%	1.4%	0.3%	1.0%	0.9%	0.8%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-22	-35	-30	-18	-11	-10	其他长期负债	1,277	334	2,140	2,125	2,125	2,125
公允价值变动收益	0	-15	-7	40	20	20	负债	3,534	2,585	4,602	5,037	6,381	7,704
投资收益	106	202	287	120	189	202	普通股股东权益	3,830	5,354	6,419	6,615	7,271	8,081
%税前利润	20.9%	24.3%	25.0%	13.6%	15.2%	13.1%	其中：股本	612	706	706	706	706	706
营业利润	504	834	1,157	874	1,241	1,534	未分配利润	1,000	1,425	2,156	2,625	3,280	4,091
营业利润率	11.0%	17.2%	19.2%	11.7%	12.8%	12.9%	少数股东权益	14	25	28	30	32	34
营业外收支	2	1	-9	8	3	3	负债股东权益合计	7,378	7,964	11,049	11,681	13,683	15,819
税前利润	507	835	1,148	882	1,244	1,537	比率分析						
利润率	11.1%	17.2%	19.1%	11.8%	12.9%	13.0%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-67	-116	-129	-99	-149	-184	每股指标						
所得税率	13.2%	13.9%	11.2%	11.2%	12.0%	12.0%	每股收益	0.719	1.016	1.440	1.106	1.548	1.913
净利润	439	719	1,019	783	1,095	1,353	每股净资产	6.259	7.583	9.093	9.370	10.299	11.447
少数股东损益	0	2	2	2	2	2	每股经营现金净流	0.745	0.428	0.633	1.188	1.026	1.567
归属于母公司的净利润	440	717	1,017	781	1,093	1,351	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.442	0.619	0.765
净利率	9.6%	14.8%	16.9%	10.5%	11.3%	11.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	11.48%	13.40%	15.84%	11.80%	15.03%	16.72%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	5.96%	9.01%	9.20%	6.68%	7.98%	8.54%
净利润	439	719	1,019	783	1,095	1,353	投入资本收益率	6.93%	9.87%	8.67%	6.64%	9.06%	10.14%
少数股东损益	0	2	2	2	2	2	增长率						
非现金支出	262	311	360	356	413	503	主营业务收入增长率	11.45%	6.04%	24.24%	24.04%	29.67%	22.64%
非经营收益	-48	-142	-270	-7	-99	-90	EBIT增长率	37.98%	50.75%	23.12%	-20.60%	57.08%	26.70%
营运资金变动	-198	-585	-663	-293	-685	-659	净利润增长率	50.45%	63.02%	41.76%	-23.20%	39.92%	23.63%
经营活动现金净流	456	302	447	839	724	1,106	总资产增长率	33.31%	7.93%	38.74%	5.73%	17.14%	15.61%
资本开支	-377	-562	-660	-193	-691	-1,011	资产管理能力						
投资	0	0	0	-400	-70	-10	应收账款周转天数	64.5	69.2	67.1	67.0	67.0	68.0
其他	107	-43	-1,279	120	189	202	存货周转天数	97.1	111.1	123.7	124.0	124.0	124.0
投资活动现金净流	-270	-605	-1,938	-473	-572	-819	应付账款周转天数	44.9	45.7	47.1	47.0	47.0	48.0
股权募资	0	9	0	-273	0	0	固定资产周转天数	144.5	175.9	153.6	129.7	107.8	100.7
债权募资	923	-239	2,018	119	651	579	偿债能力						
其他	17	-246	-319	-419	-557	-682	净负债/股东权益	19.47%	2.16%	1.66%	6.72%	11.66%	15.36%
筹资活动现金净流	940	-476	1,699	-572	94	-103	EBIT利息保障倍数	5.7	10.4	42.6	8.9	12.1	13.7
现金净流量	1,128	-781	206	-207	246	185	资产负债率	47.89%	32.46%	41.65%	43.12%	46.63%	48.70%

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	3	7	11	33	80
增持	0	0	1	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.08	1.13	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	2021-03-31	买入	27.80	N/A
2	2021-04-14	买入	24.49	N/A
3	2021-04-22	买入	25.69	N/A
4	2021-07-12	买入	41.50	N/A
5	2021-08-05	买入	39.88	N/A
6	2021-10-25	买入	35.91	N/A
7	2022-04-28	买入	20.11	N/A
8	2022-08-18	买入	27.36	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。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，而不应对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

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