

仙鹤股份 (603733.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

吨盈利改善显著,持续推进浆纸一体布局, 成长动力充沛

业绩简评

4月27日公司发布年报, 23A实现营收85.5亿元, 同比+10.5%; 实现归母净利润6.6亿元, 同比-6.6%; 其中4Q23实现营收23.4亿元, 同比+5.1%; 实现归母净利润2.8亿元, 同比+96.7%, 扣非归母净利2.8亿元, 同比+196%。

经营分析

全年销量保持快速成长, 30万吨食品卡投产, 完善高克重产品布局。 23A纸品销量97.1万吨(同比+19.6%), 其中2H销量58.2万吨(同/环比+9.2%/+49%), 2H销量显著提升主因受益于新产能爬坡、旺季消费转暖等, 1H/2H吨价格9664/8232元(同比+481/-1627元)。1)分品类, 23A日用消费/食品与医疗/烟草配套/商务交流/电子工业用纸销量分别为46.6/23.9/2.9/5.6/3.3万吨, 同比+19.3%/+49%/持平/-3%/+22.2%, 其中食品卡销量10.6万吨。2)分区域: 23A内销/外销营收75.3/5.7亿元, 同比+11.2%/-5.1%, 外销下滑主因剔除部分贸易业务。

2H起成本压力减弱, 吨盈利逐季修复。 1H23伴随上游新产能投放, 原料浆价格高位回落, 6月触底后浆价企稳进入缓幅上行周期, 全年用浆成本逐季下行, 23A吨毛利1023元(同比-373元), 1H/2H吨毛利879/1119元(环比-131/+240元); 23A吨净利(不含夏王, 下同)463元(同比-270元), 1H/2H吨净利266/794元(环比-481/+528元)。夏王23A净利4.4亿元(+78%), 净利率13.3%, 主因受益于装饰纸格局更优、出口表现较好。1Q24起浆价进入提涨周期, 考虑到近期格拉辛/热转印等纸种已开启稳步提价, 公司前期积极进行低价浆战略备库, 看好后续盈利弹性兑现, 23年末报表端原材料存货15.6亿元(同比+54%)。

公司强化费用管控效率, 23A销售/管理&研发/财务费用率0.38%/3.04%/2.13%, 同比持平/+0.1/+1.25pct, 净利率7.8%(同比-1.44pct)。

24年迎产能投放大年, 多品类拓张成长路径清晰, 林浆纸一体化布局前瞻, 综合能力持续提升。 24年上半年湖北、广西一期纸、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

伴随纸价提涨、产能释放, 我们预计24-26年归母净利分别为9.6、13.6、16.1亿元, 当前股价对应PE分别为13.3/9.4/8X, 维持“买入”评级。

风险提示

下游需求疲软导致纸价波动的风险; 新增产能投放进度不达预期, 原材料价格大幅波动的风险

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): 18.08 元

相关报告:

- 《仙鹤股份公司点评: 3Q业绩现拐点, 原料备库+提价看好盈利弹性...》, 2023.10.30
- 《仙鹤股份公司点评: 盈利短期承压, 看好3Q业绩弹性释放》, 2023.8.30
- 《仙鹤股份公司点评: 吨盈利已现修复, 中期成长可期》, 2023.4.28



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,738	8,553	10,288	12,250	13,764
营业收入增长率	28.61%	10.53%	20.28%	19.07%	12.36%
归母净利润(百万元)	710	664	958	1,359	1,607
归母净利润增长率	-30.14%	-6.55%	44.32%	41.90%	18.19%
摊薄每股收益(元)	1.006	0.940	1.357	1.926	2.276
每股经营性现金流净额	0.10	0.09	1.38	3.43	3.19
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.32%	9.06%	11.94%	14.94%	15.43%
P/E	30.28	17.17	13.32	9.39	7.94
P/B	3.13	1.56	1.59	1.40	1.23

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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	6,017	7,738	8,553	10,288	12,250	13,764	货币资金	794	944	1,228	1,227	1,408	1,565
增长率	28.6%	10.5%	20.3%	19.1%	12.4%		应收款项	1,953	2,176	1,912	3,177	3,839	4,351
主营业务成本	-4,815	-6,848	-7,560	-8,791	-10,256	-11,452	存货	1,925	2,055	2,777	3,669	3,442	3,844
%销售收入	80.0%	88.5%	88.4%	85.4%	83.7%	83.2%	其他流动资产	1,778	1,794	1,789	664	768	846
毛利	1,202	891	994	1,498	1,994	2,311	流动资产	6,451	6,969	7,706	8,737	9,457	10,607
%销售收入	20.0%	11.5%	11.6%	14.6%	16.3%	16.8%	%总资产	58.4%	52.5%	40.8%	43.6%	45.4%	47.5%
营业税金及附加	-37	-43	-67	-62	-73	-83	长期投资	889	918	1,012	1,162	1,162	1,162
%销售收入	0.6%	0.6%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	2,889	3,999	7,865	8,112	8,157	8,458
销售费用	-22	-26	-32	-41	-61	-69	%总资产	26.1%	30.1%	41.7%	40.5%	39.1%	37.9%
%销售收入	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	无形资产	534	805	1,001	1,038	1,074	1,081
管理费用	-114	-124	-147	-165	-196	-220	非流动资产	4,598	6,295	11,163	11,283	11,364	11,671
%销售收入	1.9%	1.6%	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%	%总资产	41.6%	47.5%	59.2%	56.3%	54.5%	52.3%
研发费用	-158	-104	-113	-154	-171	-193	资产总计	11,049	13,264	18,870	20,039	20,846	22,307
%销售收入	2.6%	1.3%	1.3%	1.5%	1.4%	1.4%	短期借款	690	1,771	2,757	3,352	2,459	2,068
息税前利润 (EBIT)	871	593	634	1,076	1,492	1,747	应付款项	1,423	2,028	2,416	2,390	2,912	3,343
%销售收入	14.5%	7.7%	7.4%	10.5%	12.2%	12.7%	其他流动负债	349	274	440	527	626	735
财务费用	-20	-68	-182	-303	-295	-263	流动负债	2,462	4,074	5,613	6,269	5,997	6,146
%销售收入	0.3%	0.9%	2.1%	2.9%	2.4%	1.9%	长期贷款	0	0	3,409	3,409	3,409	3,409
资产减值损失	-30	-15	-44	-53	20	-2	其他长期负债	2,140	2,278	2,486	2,300	2,300	2,300
公允价值变动收益	-7	34	22	40	20	20	负债	4,602	6,352	11,508	11,979	11,706	11,856
投资收益	287	140	211	220	220	202	普通股股东权益	6,419	6,880	7,326	8,023	9,100	10,410
%税前利润	25.0%	17.6%	28.8%	20.4%	14.4%	11.3%	其中：股本	706	706	706	706	706	706
营业利润	1,157	801	733	1,074	1,527	1,784	未分配利润	2,156	2,585	2,994	3,691	4,768	6,078
营业利润率	19.2%	10.4%	8.6%	10.4%	12.5%	13.0%	少数股东权益	28	32	36	38	40	42
营业外收支	-9	-7	-1	5	3	3	负债股东权益合计	11,049	13,264	18,870	20,039	20,846	22,307
税前利润	1,148	794	732	1,079	1,530	1,787							
利润率	19.1%	10.3%	8.6%	10.5%	12.5%	13.0%	比率分析						
所得税	-129	-79	-65	-119	-168	-179		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
所得税率	11.2%	10.0%	8.9%	11.0%	11.0%	10.0%	每股指标						
净利润	1,019	715	667	960	1,361	1,609	每股收益	1.440	1.006	0.940	1.357	1.926	2.276
少数股东损益	2	5	3	2	2	2	每股净资产	9.093	9.745	10.377	11.364	12.890	14.746
归属于母公司的净利润	1,017	710	664	958	1,359	1,607	每股经营现金净流	0.633	0.102	0.087	1.382	3.430	3.191
净利率	16.9%	9.2%	7.8%	9.3%	11.1%	11.7%	每股股利	0.350	0.310	0.350	0.370	0.400	0.420
现金流量表 (人民币百万元)							回报率						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	净资产收益率	15.84%	10.32%	9.06%	11.94%	14.94%	15.43%
净利润	1,019	715	667	960	1,361	1,609	总资产收益率	9.20%	5.36%	3.52%	4.78%	6.52%	7.20%
少数股东损益	2	5	3	2	2	2	投入资本收益率	8.67%	5.05%	3.73%	5.71%	7.83%	8.79%
非现金支出	360	377	470	621	850	1,016	增长率						
非经营收益	-270	-96	-83	38	63	57	主营业务收入增长率	24.24%	28.61%	10.53%	20.28%	19.07%	12.36%
营运资金变动	-663	-924	-993	-643	147	-429	EBIT增长率	23.12%	-31.86%	6.89%	69.62%	38.66%	17.11%
经营活动现金净流	447	72	62	976	2,421	2,252	净利润增长率	41.76%	-30.14%	-6.55%	44.32%	41.90%	18.19%
资本开支	-660	-906	-4,315	-547	-938	-1,308	总资产增长率	38.74%	20.05%	42.27%	6.09%	4.00%	7.00%
投资	0	92	388	-510	-30	-10	资产管理能力						
其他	-1,279	162	187	220	220	202	应收账款周转天数	67.1	59.6	58.1	67.0	67.0	68.0
投资活动现金净流	-1,938	-651	-3,740	-838	-748	-1,116	存货周转天数	123.7	106.1	116.6	155.0	124.0	124.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	47.1	51.9	76.7	47.0	47.0	48.0
债权募资	2,018	467	4,167	441	-893	-390	固定资产周转天数	153.6	134.3	150.5	211.9	188.3	172.9
其他	-319	171	-405	-581	-598	-588	偿债能力						
筹资活动现金净流	1,699	638	3,762	-139	-1,492	-979	净负债/股东权益	1.66%	23.94%	93.57%	92.85%	70.13%	56.09%
现金净流量	206	71	58	-1	181	158	EBIT利息保障倍数	42.6	8.8	3.5	3.5	5.1	6.7
							资产负债率	41.65%	47.89%	60.99%	59.78%	56.16%	53.15%

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	1	3	5	5	34
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

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	2022-04-28	买入	20.11	N/A
2	2022-08-18	买入	27.36	N/A
3	2022-10-29	买入	23.26	N/A
4	2023-03-30	买入	26.85	N/A
5	2023-04-28	买入	24.94	N/A
6	2023-08-30	买入	19.00	N/A
7	2023-10-30	买入	17.97	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：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 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 18 楼 1806