


2024年05月13日
仙鹤股份(603733.SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

造纸 III

投资评级

买入-A
维持评级

6个月目标价

27.10元

股价(2024-05-10)

19.92元

交易数据

总市值(百万元) 14,063.03

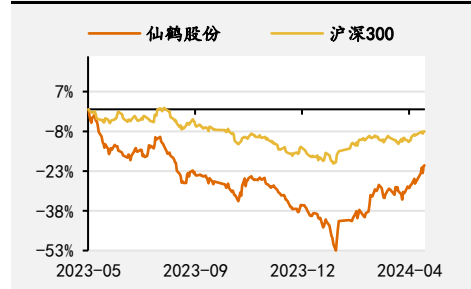
流通市值(百万元) 14,063.03

总股本(百万股) 705.98

流通股本(百万股) 705.98

12个月价格区间 11.8/25.64元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.6	27.5	-12.4
绝对收益	13.2	36.4	-20.6

罗乾生

分析师

SAC 执业证书编号: S1450522010002

luoqs1@essence.com.cn

相关报告

产能扩张带来持续成长, 浆	2023-04-04
价下行盈利修复可期	
22Q3 净利环比持续改善, 看	2022-11-02
好特种纸龙头长期发展	

新产能逐步释放, 盈利能力持续改善

■ **事件:** 仙鹤股份发布 2023 年年报及 2024 年一季报。2023 年公司实现营收 85.53 亿元, 同比增长 10.53%; 归母净利润 6.64 亿元, 同比下降 6.55%; 扣非后归母净利润 5.95 亿元, 同比增长 6.81%。其中 2023Q4 单季度公司实现营收 23.41 亿元, 同比增长 5.05%; 归母净利润 2.82 亿元, 同比增长 96.74%; 扣非后归母净利润 2.80 亿元, 同比增长 196.02%。

此外, 2024Q1 单季度公司实现营收 22.09 亿元, 同比增长 20.22%; 归母净利润 2.69 亿元, 同比增长 120.14%; 扣非后归母净利润 2.37 亿元, 同比增长 105.97%。

5月9日, 公司发布实际控制人增持公司股份计划公告, 实控人之一的王敏文拟使用其自有资金, 自 2024 年 5 月 9 日起 6 个月内增持公司 A 股股份, 累计拟增持股份的金额为不低于 0.30 亿元且不超过 0.50 亿元。

■ 特种纸企业龙头稳固, 林浆纸一体化项目进展顺利

分产品看, 2023 年日用消费/食品与医疗包装材料/商务及出版印刷材料/烟草行业配套/电气及工业用纸/特种浆纸及其他系列分别实现收入 41.07/17.32/7.12/8.12/6.81/0.62 亿元, 同比分别 +15.49%/+14.62%/-7.97%/+0.83%/+17.93%/-59.35%; 分地区看, 2023 年国内/国外分别实现收入 75.32/5.74 亿元, 同比分别 +11.23%/-5.05%。公司通过与国内外知名企业进行技术工艺合作, 加大各类纸产品技术研究开发工作, 高洁净度离型原纸、高抗压电解电容器纸、浅蓝色水刺无纺布原纸等多项新型技术产品诞生, 加快以纸代塑产品生产进程。

产能方面, 公司募投项目 30 万吨食品卡纸正式于 23 年 4 月投产运行, 加快了食品类纸基包装材料产业链的完善节奏, 报告期内总计生产 7 个多月, 产量共计 11.97 万吨, 销售量同步达到 10.57 万吨, 逐步通过产品优化升级、完善产品优越特性以满足市场对高端食品卡纸性能的需求。此外, 公司在广西、湖北抢占资源高地建设“林、浆、纸、用”一体化产业链, 2024 年初, 湖北一期浆纸项目已经试运行, 广西一期项目也将于 2024 年中期投产, 项目新产能逐步兑现市场, 预计市占率得以新跃升, 长期成长动力充足。此外, 根据公司实际控制人增持公司股份计划公告显示公司对未来发展前景的信心与良好预期。

■ 原材料回落带来盈利改善, 业绩稳健提升

盈利能力方面，2023 年公司毛利率为 11.64%，同比增长 11.62pct，23Q4 单季度毛利率为 18.05%，同比增长 9.14pct。24Q1 单季度毛利率为 18.01%，同比增长 8.00pct，主要系原材木浆价格同比下降。其中，日用消费/食品与医疗包装材料/商务及出版印刷材料/烟草行业配套/电气及工业用纸/特种浆纸及其他系列产品毛利率分别为 10.98%/6.92%/14.29%/16.48%/14.25%/20.52%，同比分别+0.98/-4.75/+2.49/+1.33/-0.05/+13.04pct。期间费用方面，2023 年公司期间费用率为 5.54%，同比增长 1.38pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.28%/1.72%/1.32%/2.13%，同比分别+0.04/+0.11/-0.02/+1.25pct。其中，2023Q4 单季度公司期间费用率为 5.24%，同比增长 1.50pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.55%/1.87%/1.61%/1.21%，同比分别+0.12/+0.43/+0.46/+0.48pct。24Q1 单季度期间费用率为 5.69%，同比增长 1.32pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.24%/1.56%/1.34%/2.55%，同比分别-0.05/-0.20/+0.07/+1.50pct。

综合影响下，23 净利率为 7.80%，同比下降 1.44pct；23Q4 公司净利率为 12.08%，同比增长 5.61pct；24Q1 公司净利率为 12.25%，同比增长 5.58pct。

投资建议：作为特种纸行业领军龙头，仙鹤股份产品矩阵多元，同时持续加码下游食品、医疗包装材料等高增长赛道，广西、湖北浆纸一体化进程顺利伴随新增产能持续投放，业绩成长可期。我们预计仙鹤股份 2024-2026 年营业收入为 100.35、118.19、135.61 亿元，同比增长 17.32%、17.78%、14.73%；归母净利润为 10.45、13.62、15.72 亿元，同比增长 57.40%、30.31%、15.45%，对应 PE 为 13.5x、10.3x、8.9x，给予 24 年 18.31xPE，目标价 27.10 元，维持买入-A 的投资评级。

风险提示：原材料及能源价格波动风险；纸价及纸浆价格波动风险；产品需求增长不及预期风险；行业竞争加剧风险；产能扩张不及预期风险。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	7,738.3	8,553.5	10,034.7	11,819.3	13,560.5
净利润	710.3	663.8	1,044.6	1,362.3	1,572.1
每股收益(元)	1.01	0.94	1.48	1.93	2.23
每股净资产(元)	9.74	10.38	11.12	12.69	14.59

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	19.8	21.2	13.5	10.3	8.9
市净率(倍)	2.0	1.9	1.8	1.6	1.4
净利润率	9.2%	7.8%	10.4%	11.5%	11.6%
净资产收益率	10.3%	9.1%	13.3%	15.2%	15.3%
股息收益率	1.6%	0.0%	1.9%	1.8%	1.6%
ROIC	12.6%	10.5%	9.7%	11.6%	11.2%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,738.3	8,553.5	10,034.7	11,819.3	13,560.5	成长性					
减:营业成本	6,847.7	7,559.9	8,487.7	9,720.4	11,234.8	营业收入增长率	28.6%	10.5%	17.3%	17.8%	14.7%
营业税费	42.8	67.1	65.5	115.8	108.5	营业利润增长率	-30.7%	-8.4%	58.5%	29.9%	14.8%
销售费用	26.1	32.2	37.8	42.5	54.2	净利润增长率	-30.1%	-6.5%	57.4%	30.4%	15.4%
管理费用	124.3	147.1	172.6	200.9	217.0	EBITDA 增长率	-23.9%	16.2%	50.2%	35.6%	17.9%
研发费用	104.0	112.9	130.5	156.0	176.3	EBIT 增长率	-33.4%	15.6%	48.5%	32.1%	10.5%
财务费用	67.6	182.0	213.5	251.4	227.8	NOPLAT 增长率	-25.1%	6.6%	50.3%	28.0%	11.8%
资产减值损失	-10.4	-32.2	-20.0	-20.8	-24.3	投资资本增长率	27.6%	62.8%	7.1%	16.3%	9.8%
加:公允价值变动收益	34.4	21.5	-	-	-	净资产增长率	7.2%	6.5%	7.2%	14.1%	15.0%
投资和汇兑收益	139.6	211.3	175.0	160.0	155.0						
营业利润	801.1	733.4	1,162.2	1,509.3	1,732.6	利润率					
加:营业外净收支	-7.2	-1.1	-10.3	-5.8	-5.7	毛利率	11.5%	11.6%	15.4%	17.8%	17.2%
利润总额	793.9	732.4	1,152.0	1,503.5	1,726.9	营业利润率	10.4%	8.6%	11.6%	12.8%	12.8%
减:所得税	79.1	65.1	102.5	133.8	146.8	净利润率	9.2%	7.8%	10.4%	11.5%	11.6%
净利润	710.3	663.8	1,044.6	1,362.3	1,572.1	EBITDA/营业收入	14.7%	15.5%	19.8%	22.8%	23.4%
						EBIT/营业收入	10.1%	10.5%	13.3%	14.9%	14.4%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	125	134	153	172	181
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	116	133	123	110	108
货币资金	944.0	1,227.9	1,304.5	1,536.5	1,762.9	流动资产周转天数	312	309	272	247	248
交易性金融资产	1,036.1	-	-	-	-	应收帐款周转天数	60	58	58	59	58
应收帐款	1,329.0	1,443.6	1,809.1	2,048.7	2,357.1	存货周转天数	93	102	97	92	94
应收票据	5.1	2.9	6.5	5.4	7.6	总资产周转天数	566	676	684	632	625
预付帐款	157.3	60.3	184.0	106.7	220.8	投资资本周转天数	328	438	479	455	447
存货	2,055.0	2,777.1	2,648.0	3,377.3	3,731.3						
其他流动资产	1,442.4	2,194.6	1,501.9	1,713.0	1,803.1	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	10.3%	9.1%	13.3%	15.2%	15.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.4%	3.5%	5.4%	6.2%	6.3%
长期股权投资	863.6	955.4	1,052.7	1,126.5	1,214.1	ROIC	12.6%	10.5%	9.7%	11.6%	11.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	2,846.4	3,526.3	4,996.1	6,267.8	7,396.4	销售费用率	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
在建工程	1,149.9	4,222.2	3,876.4	3,922.4	4,172.5	管理费用率	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%	1.6%
无形资产	772.8	967.9	1,098.2	1,270.1	1,419.9	研发费用率	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
其他非流动资产	661.9	1,491.6	790.4	835.6	824.2	财务费用率	0.9%	2.1%	2.1%	2.1%	1.7%
资产总额	13,263.6	18,869.5	19,267.9	22,210.1	24,909.9	四费/营业收入	4.2%	5.5%	5.5%	5.5%	5.0%
短期债务	1,771.2	2,372.0	3,550.3	4,025.9	4,472.7	偿债能力					
应付帐款	1,188.8	2,004.1	1,580.7	2,087.5	2,489.1	资产负债率	47.9%	61.0%	59.1%	59.5%	58.4%
应付票据	839.5	411.9	993.1	781.3	1,142.0	负债权益比	91.9%	156.3%	144.2%	146.6%	140.5%
其他流动负债	274.3	824.8	384.3	386.1	413.3	流动比率	1.71	1.37	1.15	1.21	1.16
长期借款	-	3,409.2	2,569.7	3,569.3	3,655.6	速动比率	1.21	0.88	0.74	0.74	0.72
其他非流动负债	2,278.0	2,485.7	2,301.2	2,355.0	2,380.6	利息保障倍数	11.51	4.94	6.26	7.02	8.56
负债总额	6,351.8	11,507.6	11,379.2	13,205.2	14,553.4	分红指标					
少数股东权益	32.2	35.7	40.5	47.8	55.8	DPS(元)	0.31	-	0.37	0.36	0.32
股本	706.0	706.0	706.0	706.0	706.0	分红比率	30.8%	0.0%	25.0%	18.6%	14.5%
留存收益	5,913.8	6,358.7	7,142.2	8,251.0	9,594.7	股息收益率	1.6%	0.0%	1.9%	1.8%	1.6%
股东权益	6,911.8	7,361.9	7,888.6	9,004.9	10,356.5						
						现金流量表					
						(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
						净利润	714.8	667.3	1,044.6	1,362.3	1,572.1
						加:折旧和摊销	362.4	426.3	649.6	928.2	1,225.2
						资产减值准备	10.4	32.2	-	-	-
						公允价值变动损失	-34.4	-21.5	-	-	-
						财务费用	67.5	189.5	213.5	251.4	227.8
						投资收益	-139.1	-230.2	-175.0	-160.0	-155.0
						少数股东损益	4.5	3.5	4.8	7.4	8.0
						营运资金的变动	-1,805.8	-2,172.7	872.7	-923.6	-156.5
						经营活动产生现金流量	71.8	61.6	2,610.2	1,465.7	2,721.7
						投资活动产生现金流量	-651.3	-3,739.6	-1,694.1	-2,233.4	-2,581.6
						融资活动产生现金流量	638.3	3,762.2	-839.5	999.7	86.2
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	1.01	0.94	1.48	1.93	2.23
						BVPS(元)	9.74	10.38	11.12	12.69	14.59
						PE(X)	19.8	21.2	13.5	10.3	8.9
						PB(X)	2.0	1.9	1.8	1.6	1.4
						P/FCF	85.1	79.5	551.0	22.6	26.0
						P/S	1.8	1.6	1.4	1.2	1.0
						EV/EBITDA	19.8	12.8	10.1	7.9	6.7
						CAGR(%)	24.2%	33.3%	1.0%	24.2%	33.3%
						PEG	0.8	0.6	13.6	0.4	0.3
						ROIC/WACC	1.2	1.0	0.9	1.1	1.1
						REP	2.4	1.3	1.6	1.2	1.1

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034