

仙鹤股份 (603733.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

抢先布局竹浆产业链，林浆纸一体化布局卓有成效

事件

拟建竹浆纸用一体化项目，抢先布局竹浆产业链。8月6日，公司公告称将于四川合江投资竹浆纸用一体化高性能纸基新材料项目，总投资约110亿元建设年产80万吨竹浆和120万吨高性能纸基新材料产线，其中一期工程（年产40万吨竹浆和60万吨纸基新材料）计划于动工之日起3年内投产。项目所在地合江竹资源丰富，且四川省专门制定《竹产业提升三年行动方案（2023—2025年）》，政策支持力度显著。我们认为公司此举意在抢占优质竹林资源、抢先布局竹浆相关产业链，以期尽快投产获得行业先发优势。

经营分析

纸浆/竹浆代塑趋势显著，行业规模有望持续提升。相较传统塑料包装，纸浆/竹浆不会对环境造成污染且可循环利用，因此在双碳目标背景下，以纸/竹代塑的环保包装受政策支持力度愈发清晰明确。且近年来我国已在竹浆生产技术上取得关键性突破，竹浆制品在性能与生产成本等方面均显著领先传统塑料包装。叠加食品饮料、医疗健康等领域对环保包装要求提高，下游应用场景不断拓宽下纸浆/竹浆市场规模有望显著扩容。

浆价已处明确底部区间，有望逐步企稳反弹，公司盈利修复可期。截止2025/8/5，国内阔叶浆/针叶浆25年以来均价较24年分别-13.1%/+3.0%。国内外浆厂供给过剩对浆价的冲击已充分显现，浆价已逐渐筑底企稳，25H2在需求回暖的刺激下有望迎来温和修复。公司在低浆价时储备有较多纸浆库存，纸浆价修复完成后低价浆库存对边际成本改善作用明显，吨盈利修复可期。

广西湖北基地全面投产，林浆纸一体化布局卓有成效。湖北仙鹤于2024年1月初开机运行，截止24年底已有3条特种纸和4条浆线运行，已产出9.34万吨特种纸和5.98万吨自制浆。广西仙鹤于2024年4月成功试机，已有2条造纸和3条制浆产线运行，24年产出10.01万吨木浆和2.89万吨特种纸。其中广西仙鹤将于2025年展开二期项目建设，拟新增60万吨制浆和70万吨特种纸产能。湖北和广西两大基地的投产，进一步补齐公司产业链短板，大幅增加产能的同时公司市占率有望显著提升。公司积极实施林浆纸一体化布局，湖北和广西的自制浆已完全达到进口木浆水准。且公司计划发展30万亩自有林地，另有100万亩国有林地提供稳定原料供应，持续强化原材料管控能力。

盈利预测、估值与评级

预计2025-2027年公司营业收入129.14/152.57/177.36亿元，同比+25.70%/+18.14%/+16.25%，归母净利润12.10/14.64/17.67亿元，同比+20.53%/+20.99%/+20.74%。预计2025-2027年公司EPS为1.71/2.07/2.50元，当前股价对应PE分别为10/8/7倍，维持“买入”评级。

风险提示

市场竞争加剧；原材料价格上涨；新投放产能利用率不足。

国金证券研究所

分析师：赵中平（执业S1130524050003）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：张杨桓（执业S1130522090001）

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

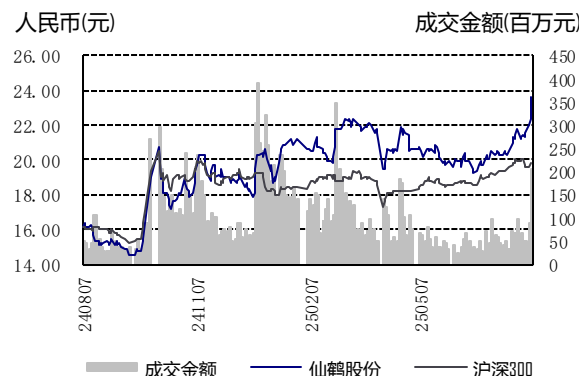
分析师：尹新悦（执业S1130522080004）

yinxinyue@gjzq.com.cn

市价（人民币）：23.65元

相关报告：

1. 《仙鹤股份公司点评：H1成长动能彰显，看好浆纸一体化强化成本优...》，2024.8.15



公司基本情况（人民币）

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8,553	10,274	12,914	15,257	17,736
营业收入增长率	10.53%	20.11%	25.70%	18.14%	16.25%
归母净利润(百万元)	664	1,004	1,210	1,464	1,767
归母净利润增长率	-6.55%	51.23%	20.53%	20.99%	20.74%
摊薄每股收益(元)	0.94	1.42	1.71	2.07	2.50
每股经营性现金流净额	0.09	0.57	4.12	3.08	4.49
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.06%	12.40%	13.38%	14.32%	15.11%
P/E	17.17	14.51	9.55	7.89	6.53
P/B	1.56	1.80	1.28	1.13	0.99

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)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	7,738	8,553	10,274	12,914	15,257	17,736
增长率		10.5%	20.1%	25.7%	18.1%	16.2%
主营业务成本	-6,848	-7,560	-8,685	-10,802	-12,749	-14,810
%销售收入	88.5%	88.4%	84.5%	83.6%	83.6%	83.5%
毛利	891	994	1,588	2,112	2,508	2,926
%销售收入	11.5%	11.6%	15.5%	16.4%	16.4%	16.5%
营业税金及附加	-43	-67	-72	-90	-107	-124
%销售收入	0.6%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-26	-32	-37	-52	-61	-71
%销售收入	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
管理费用	-124	-147	-174	-220	-267	-319
%销售收入	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%	1.8%	1.8%
研发费用	-104	-113	-134	-181	-229	-266
%销售收入	1.3%	1.3%	1.3%	1.4%	1.5%	1.5%
息税前利润 (EBIT)	593	634	1,172	1,569	1,844	2,146
%销售收入	7.7%	7.4%	11.4%	12.2%	12.1%	12.1%
财务费用	-68	-182	-236	-455	-460	-413
%销售收入	0.9%	2.1%	2.3%	3.5%	3.0%	2.3%
资产减值损失	-30	-15	-44	-56	9	-5
公允价值变动收益	34	22	13	40	20	20
投资收益	140	211	181	180	180	180
%税前利润	17.6%	28.8%	16.0%	13.1%	10.8%	9.0%
营业利润	801	733	1,132	1,372	1,663	2,008
营业利润率	10.4%	8.6%	11.0%	10.6%	10.9%	11.3%
营业外收支	-7	-1	-1	5	3	3
税前利润	794	732	1,131	1,377	1,666	2,011
利润率	10.3%	8.6%	11.0%	10.7%	10.9%	11.3%
所得税	-79	-65	-118	-165	-200	-241
所得税率	10.0%	8.9%	10.4%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	715	667	1,013	1,212	1,466	1,769
少数股东损益	5	3	9	2	2	2
归属于母公司的净利润	710	664	1,004	1,210	1,464	1,767
净利率	9.2%	7.8%	9.8%	9.4%	9.6%	10.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	715	667	1,013	1,212	1,466	1,769
少数股东损益	5	3	9	2	2	2
非现金支出	377	470	618	1,130	1,456	1,812
非经营收益	-96	-83	-33	276	281	247
营运资金变动	-924	-993	-1,196	293	-1,029	-659
经营活动现金净流	72	62	402	2,912	2,174	3,169
资本开支	-906	-4,315	-3,893	-2,957	-738	-1,108
投资	92	388	736	-510	-30	-10
其他	162	187	88	180	180	180
投资活动现金净流	-651	-3,740	-3,070	-3,287	-588	-938
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	467	4,167	3,465	1,759	-569	-1,212
其他	171	-405	-1,059	-728	-777	-757
筹资活动现金净流	638	3,762	2,407	1,031	-1,346	-1,969
现金净流量	71	58	-298	657	240	263

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	944	1,228	805	1,461	1,701	1,963
应收款项	2,176	1,912	2,375	2,837	3,713	4,365
存货	2,055	2,777	3,413	3,782	4,314	4,811
其他流动资产	1,794	1,789	1,639	895	1,016	1,125
流动资产	6,969	7,706	8,232	8,975	10,744	12,264
%总资产	52.5%	40.8%	35.3%	34.6%	39.8%	44.1%
长期投资	918	1,012	1,151	1,301	1,301	1,301
固定资产	3,999	7,865	12,506	13,645	12,894	12,201
%总资产	30.1%	41.7%	53.6%	52.6%	47.8%	43.8%
无形资产	805	1,001	979	1,017	1,054	1,061
非流动资产	6,295	11,163	15,090	16,935	16,221	15,535
%总资产	47.5%	59.2%	64.7%	65.3%	60.1%	55.8%
资产总计	13,264	18,870	23,322	25,930	26,989	27,828
短期借款	1,771	2,757	1,811	3,790	3,221	2,009
应付款项	2,028	2,416	2,976	2,942	3,324	3,735
其他流动负债	274	440	451	541	605	772
长期贷款	0	3,409	7,186	7,186	7,186	7,186
其他长期负债	2,278	2,486	2,760	2,382	2,382	2,381
负债	6,352	11,508	15,184	16,841	16,717	16,083
普通股股东权益	6,880	7,326	8,092	9,041	10,223	11,694
其中：股本	706	706	706	706	706	706
未分配利润	2,585	2,994	3,703	4,652	5,834	7,304
少数股东权益	32	36	45	47	49	51
负债股东权益合计	13,264	18,870	23,322	25,930	26,989	27,828

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.006	0.940	1.422	1.714	2.074	2.504
每股净资产	9.745	10.377	11.463	12.807	14.480	16.564
每股经营现金净流	0.102	0.087	0.570	4.125	3.080	4.490
每股股利	0.350	0.310	0.350	0.370	0.400	0.420
回报率						
净资产收益率	10.32%	9.06%	12.40%	13.38%	14.32%	15.11%
总资产收益率	5.36%	3.52%	4.30%	4.67%	5.42%	6.35%
投入资本收益率	5.05%	3.73%	5.43%	6.25%	7.15%	8.22%
增长率						
主营业务收入增长率	28.61%	10.53%	20.11%	25.70%	18.14%	16.25%
EBIT 增长率	-31.86%	6.89%	84.71%	33.95%	17.49%	16.37%
净利润增长率	-30.14%	-6.55%	51.23%	20.53%	20.99%	20.74%
总资产增长率	20.05%	42.27%	23.60%	11.10%	4.07%	3.09%
资产管理能力						
应收账款周转天数	59.6	58.1	57.4	60.0	67.0	68.0
存货周转天数	106.1	116.6	130.1	130.0	125.0	120.0
应付账款周转天数	51.9	76.7	95.6	80.0	75.0	70.0
固定资产周转天数	134.3	150.5	289.3	284.9	251.9	210.7
偿债能力						
净负债/股东权益	23.94%	93.57%	123.53%	125.16%	102.86%	77.41%
EBIT 利息保障倍数	8.8	3.5	5.0	3.4	4.0	5.2
资产负债率	47.89%	60.99%	65.11%	64.95%	61.94%	57.79%

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	0	2	3	5	18
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：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	2023-08-30	买入	19.00	N/A
2	2023-10-30	买入	17.97	N/A
3	2024-04-27	买入	18.08	N/A
4	2024-08-15	买入	16.36	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：北京市东城区建国内大街 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