

仙鹤股份 (603733.SH)
造纸

证券研究报告/公司点评报告

2024 年 10 月 30 日

评级: 买入 (维持)

分析师: 郭美鑫

执业证书编号: S0740520090002

Email: guomx@zts.com.cn

分析师: 张潇

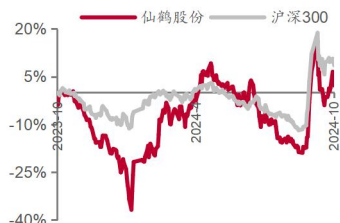
执业证书编号: S0740523030001

Email: zhangxiao06@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	705.98
流通股本(百万股)	705.98
市价(元)	18.72
市值(百万元)	13,215.86
流通市值(百万元)	13,215.86

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 《浆纸一体化推进，业绩符合预期》2024-08-15
- 《业绩符合预期，Q4 纸价企稳上行、盈利修复》2024-04-28
- 《Q3 量增驱动增长，Q4 纸价企稳上行、盈利修复延续》2023-11-01

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,738	8,553	10,050	12,197	14,451
增长率 yoy%	29%	11%	18%	21%	18%
归母净利润(百万元)	710	664	1,081	1,342	1,615
增长率 yoy%	-30%	-7%	63%	24%	20%
每股收益(元)	1.01	0.94	1.53	1.90	2.29
每股现金流量	0.10	0.09	2.01	1.70	2.31
净资产收益率	10%	9%	13%	15%	16%
P/E	18.6	19.9	12.2	9.8	8.2
P/B	1.9	1.8	1.6	1.4	1.3

备注: 股价截止自 2024 年 10 月 30 日收盘价, 每股指标按照最新股本数全面摊薄

报告摘要

- 事件: 公司发布 2024 年三季报。**2024 年前三季度, 公司实现营业收入 72.62 亿元, 同比+16.9%; 实现归母净利润 8.17 亿元, 同比+114%; 实现扣非净利润 7.42 亿元, 同比+135.5%。单季度来看, 公司 Q3 营收 26.58 亿元, 同比+8.7%; 实现归母净利润 2.67 亿元, 同比+32.5%。
- 前期高价浆成本兑现, 短期净利率环比下行。**1) **盈利端,** 前三季度, 公司实现销售毛利率为 16.55% (+7.36pct.), 归母净利率为 11.25% (+5.10pct.); 单季度看, Q3 毛利率为 14.58% (+5.26pct.), 归母净利率为 10.03% (+1.8pct.)。Q3 **前期高价浆成本显现, 伴随湖北广西纸浆产能释放, 原材料自给优势有望 Q4 体现。**2) **费用端,** 前三季度, 公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.32%、1.58%、1.37%、2.36%, 分别+0.01、-0.09、+0.16、-0.11pct.
- 量价拆分: 吨价及吨盈环比回落, 销量年内新高。**1) **夏王:** 2024 年前三季度, 仙鹤实现联合营企业投资收益 1.46 亿, 我们估算单 Q3 夏王吨盈 1000 元/吨以上, 环比下行。2) **量价拆分:** 受益于下半年湖北广西项目产能释放, 我们估算单 Q3 仙鹤销量 30 万吨左右, 为年内新高, 吨净利 (不含投资收益) 环比下降 100-200 元/吨。考虑产能爬坡, 我们估算 Q4 产销量环比上行。
- 广浆纸一体化推进, 自制浆优势有望 Q4 集中体现。**截至报告期末, 公司在建工程 72.8 亿元, 较 23 年底增长 67.8%, 主要系广西、湖北新项目投入增加所致。湖北石首项目 (杨木、芦苇资源丰富) 与广西来宾项目 (桉木资源丰富) 木浆产能均已顺利出浆, 两大项目有助于公司充分利用当地资源优势, 抢占资源高地, 实现“林浆纸用一体化”的全产业链布局。长期看, 公司多元化产品布局, 随着产能布局完善、浆纸一体化推进, 以纸代塑趋势下公司有望充分受益于需求扩容。
- 投资建议: 公司管理+制造优势突出, 产品矩阵布局完善, 浆纸全产业链布局护航成长。**我们预期公司 2024-2026 年实现营收 100.5、122、144.5 亿元, 同比增长 18%、21%、18%, 实现归母净利润 10.8、13.4、16.2 亿元, 同比增长 63%、24%、20% (考虑需求及竞争变化, 调整盈利预测, 原 2024-2026 年预测值为 10.8、13.5、16.1 亿元), EPS 为 1.53/1.90/2.29 元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 下游需求不及预期风险; 市场竞争加剧风险; 原材料价格大幅波动风险; 产能建设进度不及预期风险

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,228	1,269	1,597	1,889	营业收入	8,553	10,050	12,197	14,451
应收票据	3	7	7	8	营业成本	7,560	8,446	10,171	11,989
应收账款	1,412	1,869	2,207	2,536	税金及附加	67	70	80	87
预付账款	60	145	156	190	销售费用	32	36	37	43
存货	2,777	2,987	3,613	4,124	管理费用	147	180	218	233
合同资产	0	0	0	0	研发费用	113	132	162	160
其他流动资产	2,226	1,942	2,407	3,034	财务费用	182	307	382	492
流动资产合计	7,706	8,219	9,987	11,781	信用减值损失	-12	-10	-9	-10
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-32	-20	-21	-24
长期股权投资	955	883	901	913	公允价值变动收益	22	16	24	21
固定资产	3,526	3,832	4,179	4,539	投资收益	211	228	239	251
在建工程	4,222	5,538	7,265	9,303	其他收益	91	96	96	94
无形资产	968	1,043	1,158	1,245	营业利润	733	1,199	1,485	1,785
其他非流动资产	1,492	1,495	1,498	1,503	营业外收入	3	3	2	3
非流动资产合计	11,163	12,791	15,001	17,503	营业外支出	4	8	7	6
资产合计	18,870	21,010	24,988	29,284	利润总额	732	1,193	1,481	1,781
短期借款	2,372	1,950	3,357	4,831	所得税	65	106	132	158
应付票据	412	1,025	1,099	1,218	净利润	667	1,087	1,349	1,623
应付账款	1,997	1,519	1,971	2,429	少数股东损益	3	6	7	8
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	664	1,081	1,342	1,615
合同负债	116	98	118	145	NOPLAT	833	1,367	1,697	2,071
其他应付款	8	10	8	8	EPS (摊薄)	0.94	1.53	1.90	2.29
一年内到期的非流动负债	385	385	385	385					
其他流动负债	324	387	421	458					
流动负债合计	5,613	5,374	7,360	9,475	主要财务比率				
长期借款	3,409	4,909	5,909	6,909	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
应付债券	1,950	1,950	1,950	1,950	成长能力				
其他非流动负债	536	536	536	536	营业收入增长率	10.5%	17.5%	21.4%	18.5%
非流动负债合计	5,895	7,395	8,395	9,395	EBIT 增长率	6.1%	64.1%	24.2%	22.0%
负债合计	11,508	12,769	15,754	18,870	归母公司净利润增长率	-6.5%	62.9%	24.1%	20.3%
归属母公司所有者权益	7,326	8,200	9,185	10,357	获利能力				
少数股东权益	36	41	48	57	毛利率	11.6%	16.0%	16.6%	17.0%
所有者权益合计	7,362	8,241	9,234	10,414	净利率	7.8%	10.8%	11.1%	11.2%
负债和股东权益	18,870	21,010	24,988	29,284	ROE	9.0%	13.1%	14.5%	15.5%
					ROIC	6.7%	9.6%	9.8%	10.1%
					偿债能力				
					资产负债率	61.0%	60.8%	63.0%	64.4%
					债务权益比	117.5%	118.1%	131.4%	140.3%
					流动比率	1.4	1.5	1.4	1.2
					速动比率	0.9	1.0	0.9	0.8
					营运能力				
					总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
					应收账款周转天数	57	59	60	59
					应付账款周转天数	76	75	62	66
					存货周转天数	115	123	117	116
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.94	1.53	1.90	2.29
					每股经营现金流	0.09	2.01	1.70	2.31
					每股净资产	10.38	11.61	13.01	14.67
					估值比率				
					P/E	20	12	10	8
					P/B	2	2	1	1
					EV/EBITDA	6	4	3	3

来源: WIND, 中泰证券研究所

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。