消费升级与娱乐研究中心

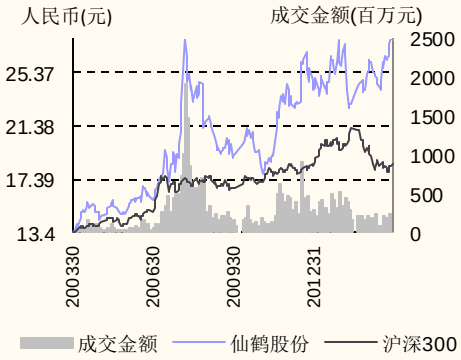
仙鹤股份 (603733.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：27.80 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	7.06
已上市流通 A 股(亿股)	1.56
总市值(亿元)	196.26
年内股价最高最低(元)	27.96/13.40
沪深 300 指数	5095
上证指数	3457



相关报告

1.《21 年量价齐升，业绩有望高歌猛进-仙鹤股份-业绩快报点评》，2021.3.5

2.《主攻消费，高歌猛进-仙鹤股份深度报告》，2021.2.10

姜浩 分析师 SAC 执业编号：S1130520040003
jianghao@gjzq.com.cn

yinxinyue@gjzq.com.cn

20 顺利收官，21 年量价齐升值得期待

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,567	4,843	7,111	9,460	10,789
营业收入增长率	11.45%	6.04%	46.83%	33.03%	14.05%
归母净利润(百万元)	440	717	1,011	1,322	1,660
归母净利润增长率	50.45%	63.02%	41.02%	30.69%	25.63%
摊薄每股收益(元)	0.719	1.016	1.433	1.872	2.352
每股经营性现金流净额	0.73	0.35	0.96	1.44	2.44
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.48%	13.40%	16.96%	19.57%	21.42%
P/E	19.84	24.61	19.41	14.85	11.82
P/B	2.28	3.30	3.29	2.91	2.53

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 3 月 30 日公司发布 2020 业绩报告，全年实现营收 48.4 亿元，同比+6.04%，归母净利润 7.2 亿元，同比+62.5%；其中 4Q 实现营收 15.1 亿元，同比+17.6%，归母净利润 2.2 亿元，同比+28.1%，业绩符合预期。

经营分析

- **2020 新产能如期投放，产能爬坡顺利。**1Q/2Q/3Q/4Q 营收同比-10.8%/+3.6%/+10.2%/+17.6%，其中 4Q 营收环比+15.4%，主要原因是公司可转债年产 22 万吨高档纸基新材料募投项目中的哲丰 PM6 于 2020 年 3 月投产，PM5、PM28 项目于 2020 年 8 月投产，全年销量同比+18.2%。此外，4Q 受浙江省“双控”政策的影响，若无此政策影响，4Q 营收增速预计快于当前。公司食品及医疗产品实现营收 8.5 亿元，同比+39%，营收占比提升至 17.6%。
- **受益原材料低位+产品结构优化，2020 净利率同比+5.1pct。**因执行新的收入准则，将计入销售费用中的运费列至营业成本导致毛利率下滑，剔除运费后毛利率 23.4%，同比+0.88pct。2020 全年阔叶浆均价较 2019 年-885 元/吨，导致了公司全年盈利能力的提升。
- **1Q21 提价传导顺利，预计吨盈利逐季走阔。**近期浆价连续上涨。当前阔叶浆均价 5830 元/吨，较 11 月底拉涨 2293 元/吨，我们预计 1Q-3Q2021 年，浆价有望保持升势或呈现高位震荡的局面，但随着 4Q 巴西和智利合计 400 万吨阔叶浆产能释放，浆价大概率回落。公司在 2020 年对木浆进行了战略备库，且 1 月初以来对下游顺利进行价格提涨，当前涨价落实情况较好，预计 1Q/2Q 吨毛利持续扩大。中长期看，公司积极布局高毛利的食品、高端医疗包材项目，驱动产品盈利结构进一步优化。
- **短中长期成长路径清晰，期待 2021 年量价齐升。**产能方面，PM7 和 PM8 分别于 2021 年 3、4 月投产，预计将给公司带来 8 万吨新产能投放，预计 9 月可转债募投项目将有 4 万吨产能释放。2022 年上半年 30 万吨食品卡纸项目有望投产，长期看，广西、湖北的木浆项目有序展开，将提升公司的木浆自给率，提升盈利能力和毛利率的稳定性。公司积极布局食品、饮料、快递等高景气消费赛道，且基于灵活的产线切换能力强化盈利的稳定性。行业景气上行&新产能释放将共同驱动仙鹤股份今、明两年利润实现高增长。

盈利预测和投资建议

- 我们上调公司 2021-2022 年公司的净利润至 10、13 亿元，上调幅度 3.3%、9.5%，预计 2023 年净利润 16.2 亿元，当前市值对应 PE 分别为 20、15 和 12 倍，维持买入评级。

风险提示

- 下游需求不及预期的风险；新增产能投放进度不达预期；原料价格大幅波动的风险；4 月 21 日 5.5 亿股首发原股东仙鹤控股、王明龙限售股解禁。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	**4,098**	**4,567**	**4,843**	**7,111**	**9,460**	**10,789**
增长率		11.5%	6.0%	46.8%	33.0%	14.1%
主营业务成本	-3,392	-3,713	-3,852	-5,433	-7,212	-8,099
%销售收入	82.8%	81.3%	79.5%	76.4%	76.2%	75.1%
毛利	706	854	992	1,678	2,247	2,689
%销售收入	17.2%	18.7%	20.5%	23.6%	23.8%	24.9%
营业税金及附加	-40	-44	-47	-64	-95	-108
%销售收入	1.0%	1.0%	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%
销售费用	-137	-147	-15	-220	-293	-334
%销售收入	3.3%	3.2%	0.3%	3.1%	3.1%	3.1%
管理费用	-101	-88	-99	-149	-199	-227
%销售收入	2.5%	1.9%	2.0%	2.1%	2.1%	2.1%
研发费用	-88	-106	-123	-192	-255	-281
%销售收入	2.2%	2.3%	2.5%	2.7%	2.7%	2.6%
息税前利润（EBIT）	340	469	707	1,052	1,405	1,740
%销售收入	8.3%	10.3%	14.6%	14.8%	14.9%	16.1%
财务费用	-105	-82	-68	-65	-95	-79
%销售收入	2.6%	1.8%	1.4%	0.9%	1.0%	0.7%
资产减值损失	-36	-22	35	-16	-11	-7
公允价值变动收益	0	0	-15	0	0	0
投资收益	118	106	202	195	231	272
%税前利润	34.3%	20.9%	24.3%	16.5%	14.9%	14.0%
营业利润	332	504	834	1,182	1,545	1,941
营业利润率	8.1%	11.0%	17.2%	16.6%	16.3%	18.0%
营业外收支	11	2	1	3	3	3
税前利润	343	507	835	1,184	1,548	1,944
利润率	8.4%	11.1%	17.2%	16.7%	16.4%	18.0%
所得税	-50	-67	-116	-173	-226	-284
所得税率	14.6%	13.2%	13.9%	14.6%	14.6%	14.6%
净利润	293	439	719	1,011	1,322	1,660
少数股东损益	0	0	2	0	0	0
归属于母公司的净利润	**292**	**440**	**717**	**1,011**	**1,322**	**1,660**
净利率	7.1%	9.6%	14.8%	14.2%	14.0%	15.4%

现金流量表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	293	439	719	1,011	1,322	1,660
少数股东损益	0	0	2	0	0	0
非现金支出	267	255	255	361	423	487
非经营收益	-48	-48	-142	-67	-121	-177
营运资金变动	-833	-198	-585	-538	-475	-20
经营活动现金净流	**-321**	**449**	**246**	**767**	**1,148**	**1,950**
资本开支	-52	-377	-562	-639	-648	-718
投资	0	0	0	-440	-90	-30
其他	105	107	-43	195	231	272
投资活动现金净流	**53**	**-270**	**-605**	**-883**	**-507**	**-476**
股权募资	783	0	9	1	0	0
债权募资	-117	923	-239	961	-96	-436
其他	-333	19	-248	-484	-641	-762
筹资活动现金净流	**333**	**942**	**-478**	**478**	**-737**	**-1,198**
现金净流量	**66**	**1,121**	**-837**	**362**	**-96**	**275**

资产负债表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	239	1,280	521	883	787	1,062
应收款项	1,135	1,401	1,745	2,551	3,154	3,357
存货	967	1,008	1,337	1,881	2,494	2,820
其他流动资产	168	179	368	723	834	899
流动资产	2,509	3,870	3,971	6,038	7,269	8,139
%总资产	45.3%	52.4%	49.9%	58.5%	61.5%	62.9%
长期投资	664	672	728	768	808	808
固定资产	1,893	2,150	2,610	2,961	3,107	3,335
%总资产	34.2%	29.1%	32.8%	28.7%	26.3%	25.8%
无形资产	376	490	513	548	642	655
非流动资产	3,026	3,509	3,993	4,277	4,557	4,798
%总资产	54.7%	47.6%	50.1%	41.5%	38.5%	37.1%
资产总计	**5,535**	**7,378**	**7,964**	**10,315**	**11,825**	**12,936**
短期借款	1,197	1,004	797	2,092	1,996	1,560
应付款项	532	953	1,157	1,631	2,223	2,580
其他流动负债	295	299	296	604	826	1,020
流动负债	2,023	2,257	2,250	4,328	5,045	5,160
长期贷款	37	0	0	0	0	0
其他长期负债	237	1,277	334	0	0	0
负债	**2,297**	**3,534**	**2,585**	**4,328**	**5,045**	**5,160**
普通股股东权益	**3,235**	**3,830**	**5,354**	**5,962**	**6,755**	**7,751**
其中：股本	612	612	706	800	800	800
未分配利润	655	1,000	1,425	2,032	2,825	3,821
少数股东权益	3	14	25	25	25	25
负债股东权益合计	**5,535**	**7,378**	**7,964**	**10,315**	**11,825**	**12,936**

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.478	0.719	1.016	1.433	1.872	2.352
每股净资产	5.285	6.259	7.583	8.445	9.568	10.979
每股经营现金净流	-0.524	0.733	0.349	0.959	1.436	2.438
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.506	0.661	0.830
回报率						
净资产收益率	9.04%	11.48%	13.40%	16.96%	19.57%	21.42%
总资产收益率	5.28%	5.96%	9.01%	9.80%	11.18%	12.84%
投入资本收益率	6.50%	6.93%	9.87%	11.12%	13.68%	15.92%
增长率						
主营业务收入增长率	34.48%	11.45%	6.04%	46.83%	33.03%	14.05%
EBIT增长率	27.83%	37.98%	50.75%	48.79%	33.54%	23.80%
净利润增长率	-26.68%	50.45%	63.02%	41.02%	30.69%	25.63%
总资产增长率	14.14%	33.31%	7.93%	29.53%	14.64%	9.39%
资产管理能力						
应收账款周转天数	58.0	64.5	69.2	67.0	67.0	68.0
存货周转天数	87.5	97.1	111.1	127.0	127.0	128.0
应付账款周转天数	50.7	44.9	45.7	50.0	51.0	52.0
固定资产周转天数	161.1	144.5	175.9	140.9	105.8	107.2
偿债能力						
净负债/股东权益	30.66%	19.47%	2.16%	17.53%	15.48%	4.34%
EBIT利息保障倍数	3.2	5.7	10.4	16.2	14.8	22.1
资产负债率	41.51%	47.89%	32.46%	41.96%	42.66%	39.89%

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	2	4	6	8
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：朝阳永续

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。

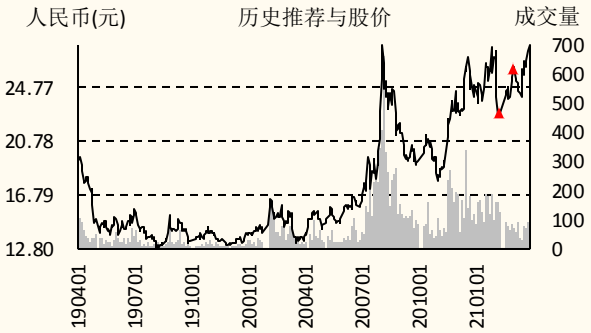
最终评分与平均投资建议对照：

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	2021-02-10	买入	23.06	34.00～34.00
2	2021-03-05	买入	26.15	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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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