

**评级: 买入 (维持)**

市场价格: 24.24元

分析师: 张潇

执业证书编号: S0740523030001

Email: zhangxiao06@zts.com.cn

分析师: 郭美鑫

执业证书编号: S0740520090002

Email: guomx@zts.com.cn

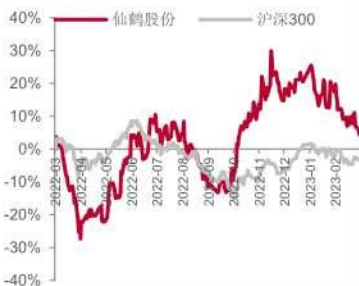
联系人: 张舒怡

Email: zhangsy04@zts.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	706
流通股本(百万股)	706
市价(元)	24.24
市值(百万元)	17,113
流通市值(百万元)	17,113

**股价与行业-市场走势对比**



**相关报告**

**公司盈利预测及估值**

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,017	7,738	9,367	11,308	13,572
增长率 yoy%	24.2%	28.6%	21.1%	20.7%	20.0%
净利润(百万元)	1,017	710	1,167	1,476	1,749
增长率 yoy%	41.8%	-30.1%	64.4%	26.4%	18.5%
每股收益(元)	1.44	1.01	1.65	2.09	2.48
每股现金流量	0.63	0.10	1.07	1.33	1.89
净资产收益率	15.8%	10.3%	14.8%	16.4%	17.1%
P/E	18.6	26.7	16.2	12.8	10.8
P/B	3.0	2.8	2.4	2.1	1.8

备注: 股价信息为4月28日收盘价

**投资要点**

- 事件: 公司发布2023年一季度报。**一季度实现营业收入18.37亿元,同比增长9.51%;实现归母净利润1.22亿元,同比下降16.35%;实现扣非净利润1.15亿元,同比下降13.11%。
- 原材料成本下行开始反映,毛利率环比修复。**1)盈利端, Q1公司实现销售毛利率为10.01% (-1.53pct.), 归母净利率为6.65% (-2.05pct.); 受益木浆库存策略, 原材料价格回落已部分在Q1反映, 公司毛利率环比改善。2)费用端, 2022年公司销售、管理(含研发)、财务费用率分别为0.3%、3.03%、1.27%, 分别-0.01、-0.37、+0.05pct。Q1存货26.54亿较期初增加5.99亿, 主要系低价浆补库。
- 均价环比趋平、吨盈改善, H2弹性可期。量价拆分看,**我们估计Q1公司总销量约18万吨, 同比下滑约4%; 测算Q1吨均价约10000元, 环比持平、同比提升约1200元; 吨成本约9100元, 环比下降100元; 吨净利约670元, 环比微升。其中, Q1夏王销量近8万吨, 吨净利约1120元, 环比提升约450元。2023年, 伴随UPM等新增产能投产, 浆价快速下滑, 目前针、阔叶浆价格为5502、3916元/吨, 较年初分别回落26%、39%, 公司盈利步入修复通道。在价格端, 考虑当前纸价高位及木浆价格快速回落, 我们预计造纸均价或环比下行, 但降幅低于浆价降幅。在成本端, 我们预计Q2成本红利将继续体现, 考虑3个月库存周期, 预期低价浆将在6月开始集中反映, H2盈利弹性可期。
- 产能释放助力龙头成长。**2023年, 公司新增30万吨食品卡产能、及8万吨特种纸产能, 公司多元化产品布局, 以纸代塑趋势下公司有望充分受益于下游高景气。长期看, 公司在广西来宾、湖北石首年产合计500万吨项目已全面开工建设, 预期2023年底将实现纸浆产能首期投放, 其中广西浆、湖北纸产能预计率先投放。随着产能布局完善、林浆纸一体化推进, 公司竞争壁垒夯实、成长空间打开。
- 投资建议:** 公司管理+制造优势突出, 产品矩阵布局完善, 受益下游细分赛道景气成长。我们预期公司2023-2025年实现营收93.67、113.08、135.72亿元, 同比增长21.1%、20.7%、20.0%, 实现归母净利润11.67、14.76、17.49亿元, 同比增长64.4%、26.4%、18.5%, EPS为1.65/2.09/2.48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

**图表 1: 仙鹤股份三大财务报表**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	944	1,503	1,476	1,849	营业收入	7,738	9,367	11,308	13,572
应收票据	5	7	9	10	营业成本	6,848	7,816	9,315	11,174
应收账款	1,310	1,787	2,175	2,565	税金及附加	43	56	68	81
预付账款	157	159	189	214	销售费用	26	28	34	41
存货	2,055	2,577	3,208	3,840	管理费用	124	150	170	204
合同资产	0	0	0	0	研发费用	104	173	204	231
其他流动资产	2,498	2,575	2,950	3,307	财务费用	68	107	121	147
流动资产合计	6,969	8,609	10,007	11,786	信用减值损失	-5	-10	-9	-8
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-10	-16	-15	-14
长期股权投资	864	786	827	826	公允价值变动收益	34	4	10	16
固定资产	2,846	3,137	3,344	3,557	投资收益	140	210	212	187
在建工程	1,150	1,419	1,800	2,282	其他收益	101	78	78	86
无形资产	773	807	864	951	营业利润	801	1,310	1,682	1,972
其他非流动资产	662	669	671	675	营业外收入	2	4	3	3
非流动资产合计	6,295	6,818	7,507	8,291	营业外支出	9	9	10	9
<b>资产合计</b>	<b>13,264</b>	<b>15,427</b>	<b>17,514</b>	<b>20,077</b>	利润总额	794	1,305	1,675	1,966
短期借款	1,771	2,653	3,121	3,860	所得税	79	130	221	246
应付票据	839	1,084	1,327	1,501	净利润	715	1,175	1,454	1,720
应付账款	1,182	1,146	1,402	1,756	少数股东损益	5	7	-22	-29
预收款项	0	33	10	15	归属母公司净利润	710	1,167	1,476	1,749
合同负债	55	60	90	101	NOPLAT	776	1,272	1,559	1,849
其他应付款	7	10	10	9	<b>EPS (按最新股本摊薄)</b>	<b>1.01</b>	<b>1.65</b>	<b>2.09</b>	<b>2.48</b>
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0					
其他流动负债	219	283	302	318	<b>主要财务比率</b>				
流动负债合计	4,074	5,268	6,261	7,559	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
应付债券	1,864	1,864	1,864	1,864	营业收入增长率	28.6%	21.1%	20.7%	20.0%
其他非流动负债	414	414	414	414	EBIT增长率	-26.3%	63.9%	27.2%	17.6%
非流动负债合计	2,278	2,278	2,278	2,278	归母公司净利润增长率	-30.1%	64.4%	26.4%	18.5%
<b>负债合计</b>	<b>6,352</b>	<b>7,546</b>	<b>8,539</b>	<b>9,837</b>	<b>获利能力</b>				
归属母公司所有者权益	6,880	7,841	8,957	10,252	毛利率	11.5%	16.6%	17.6%	17.7%
少数股东权益	32	40	18	-11	净利率	9.2%	12.5%	12.9%	12.7%
<b>所有者权益合计</b>	<b>6,912</b>	<b>7,881</b>	<b>8,975</b>	<b>10,240</b>	ROE	10.3%	14.8%	16.4%	17.1%
<b>负债和股东权益</b>	<b>13,264</b>	<b>15,427</b>	<b>17,514</b>	<b>20,077</b>	ROIC	10.3%	13.7%	15.2%	15.3%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	47.9%	48.9%	48.8%	49.0%
					债务权益比	58.6%	62.6%	60.2%	59.9%
					流动比率	1.7	1.6	1.6	1.6
					速动比率	1.2	1.1	1.1	1.1
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7
					应收账款周转天数	59	60	63	63
					应付账款周转天数	51	54	49	51
					存货周转天数	105	107	112	114
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	1.01	1.65	2.09	2.48
					每股经营现金流	0.10	1.07	1.33	1.89
					每股净资产	9.74	11.11	12.69	14.52
					<b>估值比率</b>				
					P/E	26.7	16.2	12.8	10.8
					P/B	2.8	2.4	2.1	1.8
					EV/EBITDA	21.2	14.0	11.4	9.9

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	72	758	939	1,336
现金收益	1,145	1,728	2,062	2,387
存货影响	-130	-522	-631	-632
经营性应收影响	-179	-465	-406	-402
经营性应付影响	605	244	477	532
其他影响	-1,370	-226	-563	-548
<b>投资活动现金流</b>	-651	-755	-952	-1,100
资本支出	-1,726	-1,039	-1,132	-1,301
股权投资	-32	77	-41	1
其他长期资产变化	1,107	207	221	200
<b>融资活动现金流</b>	638	556	-14	137
借款增加	1,169	882	467	739
股利及利息支付	-271	-488	-601	-707
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-260	162	120	105

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。