

仙鹤股份 (603733)

证券研究报告
2024年08月15日

Q2 成长提速，关注浆产能释放

公司发布 2024 年半年度报告

24Q2 收入 23.9 亿，同增 24.1%；归母净利 2.8 亿，同增 381%；扣非归母净利 2.6 亿，同增 699%；

24H1 收入 46 亿，同增 22%；归母净利 5.5 亿，同增 205%；扣非归母净利 5 亿，同增 238%。

Q2 行业整体市场需求保持较好态势，公司订单充足，表现积极：热转印纸、格拉辛纸等需求稳健、提价落地；夏王高端品种表现优异；食品卡纸控制产销、环比减亏。

当前浆纸价格走弱，前期高价浆逐步反馈至成本，我们预计 Q3 平稳过度；伴随湖北、广西产能落地，烟卡、液包等差异产品优化盈利，且自给木浆持续爬坡，我们预计 Q4 利润释放。

顺应市场需求，产品多元拓展

24H1 特种浆纸销量达 51.4 万吨，同增 31.8%。其中，食品医疗消费类实现销售 10.86 万吨，同增 50.2%；电解电容器纸基材料、标签离型系列材料、转印系列材料收入分别同增 31.6%、20.4%、17.0%；食品卡纸通过技改及售价调整稳定市场，24H1 销量达 5.1 万吨，盈利边际改善。

产能有序扩张，林浆纸一体化加速推进

24H1 公司广西来宾“年产 250 万吨广西三江口新区高性能纸基新材料”和湖北石首“年产 250 万吨高性能纸基新材料循环经济”两大百亿投资项目均按照建设计划稳步推进。

- 1) 湖北仙鹤于今年 1 月初开机运行，PM1、PM2 顺利出纸形成产能，24H1 产量已超 3 万吨。4 月中旬制浆产线试车成功开始出浆，其他产线也正在逐步进入安装、调试的尾声。同时，新增的生活用纸项目也在今年 3 月份开始了土建工程。
- 2) 广西仙鹤 1#化机浆生产线于今年 4 月中旬试机成功，目前已正常出浆；PM2 纸机 6 月下旬开机投产，PM4 也进入安装尾声联动调试，预计将于 8 月份开机投产，各项辅助设施均已安装调试到位逐步投入运行。

广西、湖北两大生产基地的投产，预示着公司大规模地向市场投放新产能已成为现实，公司预计市场占有率将再一次跳跃式的增长，公司的规模效应也将得到大幅提升；此外，我们预计林浆纸一体化发展有望平滑成本波动。

盈利能力提升，费用管控稳定

24Q2 公司毛利率 17.4%，同比+9.1pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.2%/1.6%/1.3%/2.9%，分别同比-0.14pct/-0.08pct/+0.05pct/-1.43pct，归母净利率为 11.8%，同比+8.73pct。盈利能力提升主要系公司新产品的开发、新技术的引进及原材料采购优化，我们预计伴随浆价回落，及烟卡、液包等差异化产品投产，下半年盈利有望进一步改善。

维持盈利预测，维持“买入”评级

公司深耕高性能纸基功能材料，积极布局高景气纸种，中期成长可观，浆纸产业链布局深化有望夯实吨盈利，我们预计 24-26 年归母净利分别为 10.8/13.9/17.1 亿，对应 PE 为 11X/8X/7X。

风险提示：经济复苏不如预期风险；产能爬坡不及预期风险；原材料价格波动风险；项目实施风险等。

投资评级

行业	轻工制造/造纸
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	16.36 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	705.98
流通 A 股股本(百万股)	705.98
A 股总市值(百万元)	11,549.76
流通 A 股市值(百万元)	11,549.76
每股净资产(元)	10.41
资产负债率(%)	63.10
一年内最高/最低(元)	20.85/11.31

作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	
张彤	联系人
zhangtong@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《仙鹤股份-公司点评:Q2 业绩靓丽，产业地位凸显》 2024-07-10
- 2 《仙鹤股份-年报点评报告:加速实现林浆纸一体布局，实控人增持显信心》 2024-05-10
- 3 《仙鹤股份-季报点评:湖北广西项目预计 23 年底 24 年初投产》 2023-11-08

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,738.31	8,553.48	10,805.18	13,388.25	16,284.14
增长率(%)	28.61	10.53	26.32	23.91	21.63
EBITDA(百万元)	1,241.10	1,434.52	1,954.38	2,433.30	2,909.93
归属母公司净利润(百万元)	710.29	663.79	1,077.86	1,394.45	1,706.87
增长率(%)	-30.14	-6.55	62.38	29.37	22.40
EPS(元/股)	1.01	0.94	1.53	1.98	2.42
市盈率(P/E)	16.26	17.40	10.72	8.28	6.77
市净率(P/B)	1.68	1.58	1.11	0.90	0.78
市销率(P/S)	1.49	1.35	1.07	0.86	0.71
EV/EBITDA	18.17	11.82	9.36	7.61	6.49

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	943.97	1,227.88	1,080.52	1,338.83	1,628.41
应收票据及应收账款	1,314.93	1,414.59	1,947.02	2,143.84	2,741.41
预付账款	157.29	60.27	230.94	121.88	299.86
存货	2,055.00	2,777.05	3,111.00	3,977.38	4,797.40
其他	2,497.75	2,226.42	2,658.36	3,205.23	2,567.22
流动资产合计	6,968.95	7,706.22	9,027.84	10,787.16	12,034.30
长期股权投资	863.64	955.42	988.42	1,031.42	1,067.42
固定资产	2,846.36	3,526.26	5,045.35	6,628.69	8,205.44
在建工程	1,152.16	4,338.55	5,470.84	5,976.67	6,221.34
无形资产	772.83	967.91	1,135.61	1,302.81	1,469.01
其他	659.68	1,375.18	801.94	925.52	1,004.85
非流动资产合计	6,294.67	11,163.31	13,442.16	15,865.11	17,968.05
资产总计	13,263.62	18,869.53	22,470.00	26,652.27	30,002.35
短期借款	1,771.16	2,371.98	3,216.27	3,789.04	4,494.04
应付票据及应付账款	2,021.56	2,408.41	2,611.34	3,609.01	4,134.25
其他	226.05	716.49	495.39	615.18	678.06
流动负债合计	4,018.77	5,496.88	6,323.00	8,013.23	9,306.35
长期借款	0.00	3,409.17	3,409.17	3,409.17	3,409.17
应付债券	1,863.77	1,950.21	1,863.13	1,892.37	1,901.90
其他	414.24	535.53	438.08	462.62	478.74
非流动负债合计	2,278.01	5,894.90	5,710.38	5,764.15	5,789.81
负债合计	6,351.82	11,507.65	12,033.38	13,777.38	15,096.16
少数股东权益	32.19	35.67	39.11	44.17	49.92
股本	705.98	705.98	705.98	705.98	705.98
资本公积	3,064.47	3,064.48	5,389.79	6,888.35	7,780.99
留存收益	2,849.28	3,294.22	4,040.32	4,975.45	6,108.00
其他	259.89	261.53	261.42	260.95	261.30
股东权益合计	6,911.81	7,361.88	10,436.61	12,874.89	14,906.19
负债和股东权益总计	13,263.62	18,869.53	22,470.00	26,652.27	30,002.35

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	714.81	667.27	1,077.86	1,394.45	1,706.87
折旧摊销	362.42	426.28	580.91	703.62	832.39
财务费用	67.48	189.47	167.08	182.52	194.70
投资损失	-139.09	-230.22	-230.00	-250.00	-243.00
营运资金变动	-1,810.69	-2,233.49	-870.48	-541.39	-502.69
其它	876.83	1,242.29	37.96	34.54	31.68
经营活动现金流	71.76	61.61	763.34	1,523.75	2,019.95
资本支出	1,708.27	4,454.21	3,497.44	2,935.47	2,803.87
长期投资	32.49	91.78	33.00	43.00	36.00
其他	-2,392.01	-8,285.59	-6,766.44	-5,742.47	-5,462.87
投资活动现金流	-651.25	-3,739.60	-3,236.00	-2,764.00	-2,623.00
债权融资	1,101.85	4,299.57	333.40	462.27	576.89
股权融资	-221.73	-245.44	1,991.91	1,036.29	315.75
其他	-241.85	-291.91	0.00	-0.00	-0.00
筹资活动现金流	638.27	3,762.22	2,325.30	1,498.56	892.64
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	58.77	84.23	-147.36	258.31	289.59

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,738.31	8,553.48	10,805.18	13,388.25	16,284.14
营业成本	6,847.73	7,559.88	9,306.92	11,475.65	13,931.83
营业税金及附加	42.78	67.10	54.03	53.55	48.85
销售费用	26.06	32.18	32.42	37.49	42.34
管理费用	124.31	147.12	172.88	207.52	252.40
研发费用	104.02	112.89	140.47	171.37	205.18
财务费用	67.56	181.95	167.08	182.52	194.70
资产/信用减值损失	-15.02	-44.02	-17.00	-13.50	-11.00
公允价值变动收益	34.39	21.53	33.00	27.00	23.00
投资净收益	139.58	211.28	230.00	250.00	243.00
其他	-434.17	-469.88	0.00	-0.00	-0.00
营业利润	801.06	733.45	1,177.38	1,523.66	1,863.84
营业外收入	1.66	2.74	3.02	3.32	3.65
营业外支出	8.81	3.80	3.42	3.08	2.77
利润总额	793.91	732.40	1,176.98	1,523.90	1,864.73
所得税	79.10	65.12	94.16	121.91	149.18
净利润	714.81	667.27	1,082.83	1,401.99	1,715.55
少数股东损益	4.52	3.48	4.96	7.54	8.68
归属于母公司净利润	710.29	663.79	1,077.86	1,394.45	1,706.87
每股收益(元)	1.01	0.94	1.53	1.98	2.42

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	28.61%	10.53%	26.32%	23.91%	21.63%
营业利润	-30.74%	-8.44%	60.53%	29.41%	22.33%
归属于母公司净利润	-30.14%	-6.55%	62.38%	29.37%	22.40%
获利能力					
毛利率	11.51%	11.62%	13.87%	14.29%	14.45%
净利率	9.18%	7.76%	9.98%	10.42%	10.48%
ROE	10.32%	9.06%	10.37%	10.87%	11.49%
偿债能力					
资产负债率	47.89%	60.99%	53.55%	51.69%	50.32%
净负债率	38.93%	93.57%	72.21%	61.54%	56.39%
流动比率	1.71	1.37	1.43	1.35	1.29
速动比率	1.21	0.88	0.94	0.85	0.78
营运能力					
应收账款周转率	6.10	6.27	6.43	6.55	6.67
存货周转率	3.89	3.54	3.67	3.78	3.71
总资产周转率	0.64	0.53	0.52	0.55	0.57
每股指标(元)					
每股收益	1.01	0.94	1.53	1.98	2.42
每股经营现金流	0.10	0.09	1.08	2.16	2.86
每股净资产	9.74	10.38	14.73	18.17	21.04
估值比率					
市盈率	16.26	17.40	10.72	8.28	6.77
市净率	1.68	1.58	1.11	0.90	0.78
EV/EBITDA	18.17	11.82	9.36	7.61	6.49
EV/EBIT	25.57	16.75	13.32	10.71	9.10

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com