

仙鹤股份 (603733)

证券研究报告
2024年05月10日

加速实现林浆纸一体布局，实控人增持显信心

公司发布 23 年年报及 24 一季报

24Q1 收入 22 亿，同增 20%；归母净利润 2.7 亿，同增 120%；

23A 公司收入 86 亿，同增 11%；归母净利润 6.6 亿，同减 7%；扣非归母净利润 6 亿，同增 7%；其中 23Q4 收入 23 亿，同增 5%，归母净利润 2.8 亿，同增 97%。

公司 2023 年拟派发现金红利 2.5 亿元（含税），分红率 37%；

公司募投项目 30 万吨食品卡纸机（常山 PM10）已于 2023 年 4 月开始正式投产运行。在 2023 年总计生产 7 个多月，产量 11.97 万吨，销量 10.57 万吨。该产品市场竞争相对激烈，价格已经趋近历史底部。由于在产品质量上的领先，公司已就产品销售价格进行调整，以及原材料价格走势整体平稳；2024 年该产线将开始使用公司的自产浆，以此降低成本。同时，公司的涂布类卡纸产品也将逐渐推出和市场见面，对产品毛利以及整体利润有正向影响。

分产品看，23 年日用消费系列收入 41 亿，同增 15%，毛利率 11%，同增 1pct；销量 47 万吨，同增 19%；

食品与医疗包装材料系列收入 17 亿，同增 15%，毛利率 7%，同减 5pct；销量 23 万吨，同增 49%

商务交流及出版印刷材料系列收入 7.1 亿，同减 8%，毛利率 14%，同增 2pct；销量 10 万吨，同减 3%

烟草行业配套系列 8 亿，同增 0.8%，毛利率 16%，同增 1pct；销量 9 万吨，同增 0%

电气及工业用材系列收入 7 亿，同增 18%，毛利率 14%，同减 0.05pct；销量 6 万吨，同增 22%；

仙鹤 2023 年合计销量 97 万吨，同增 20%。

分地区看，23 年国内收入 75 亿，同增 11%；毛利率 11%，同减 0.7pct；海外 5.7 亿，同减 5%，毛利率 20%，同增 8pct。

公司 24Q1 毛利率 18%，同增 8pct，净利率 12.3%，同增 5.6pct。

实控人增持 3000-4000 万，彰显经营信心

公司发布公告，实控人之一王敏文先生（间接持股 24.5%）拟使用其自有资金，自 2024 年 5 月 9 日起 6 个月内增持公司 A 股股份，累计增持人民币 3000-5000 万元，彰显对公司未来发展的信心和对公司长期投资价值的认可。

发挥资源优势，做好充分准备，确保广西、湖北产业园顺利投产。

公司在广西来宾投资 118 亿年产 250 万吨“广西三江口新区高性能纸基新材料”林浆纸用一体化项目和湖北石首投资的 100 亿年产 250 万吨“高性能纸基新材料循环经济”项目一期建设已于 23 年底报接近尾声，2024 年将逐步启动投产运行。

两大项目落成于仙鹤发展意义重大，不仅在规模上翻倍扩展，更是公司完善国内市场新布局。湖北项目实现纸基原材料的部分自给，打造中部地区纸基新材料的高端品牌，稳定公司在高性能纸基新材料行业龙头地位，首条生产线已于 24 年 1 月试开机运行。

广西项目缓解大宗原材料木浆全部依赖进口的瓶颈，实现“林浆纸用一体

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	19.88 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)	14,034.79
流通 A 股市值(百万元)	14,034.79
每股净资产(元)	10.37
资产负债率(%)	62.74
一年内最高/最低(元)	25.78/11.31

作者

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

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《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
- 《仙鹤股份-半年报点评:短期业绩承压，23H2 需求有望逐步回暖》2023-08-31
- 《仙鹤股份-年报点评报告:运营逐季改善，产业复苏进行时》2023-04-01

化”全产业链布局。为公司在我国西南市场经营布设了大本营，可通过“珠江-西江经济带”融入到东南亚经济圈；该项目一期按计划将于 24Q2 进入试运行阶段。

适应市场需求，调整产能布局，快速扩大市场占有率

公司研发、生产的食品包装材料系列产量近年来逐步攀升，去年食品及医疗包装材料系列的产销量快速增长，同比上年产量增长 63.37%，今年还将加大市场投放量。公司的电解电容器纸，由于关键技术突破，新能源汽车行业的快速发展和新品研发替代进口，全年电解电容器配套材料销售量同期增长 12.35%。今年公司也将继续抓住这个热点，继续提升电解电容器纸的质量，加速研发新品投放市场。

更新盈利预测，维持“买入”评级

湖北项目和广西项目共同特点就是利用当地资源优势，抢占资源高地，实现“林浆纸用一体化”的全产业链布局以弥补上游制浆的短板；标志着公司在我国西南和中原的产能布局已完成落地，同时也预示着公司将在未来继续大规模的向市场投放新产能，市场占有率有望再一次跳跃式提升。鉴于此，我们预计公司 24-26 年归母净利润分别为 10.7/13.8/16.7 亿元（24-25 年前值为 10.9/13.8 亿元），对应 PE 分别为 13/10/8X。

风险提示：经济复苏不如预期的风险；原材料价格波动风险；项目实施风险

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	10,723.49	13,076.23	15,643.09
增长率(%)	28.61	10.53	25.37	21.94	19.63
EBITDA(百万元)	1,241.10	1,434.52	2,020.69	2,383.97	2,712.37
归属母公司净利润(百万元)	710.29	663.79	1,068.46	1,378.29	1,668.39
增长率(%)	(30.14)	(6.55)	60.96	29.00	21.05
EPS(元/股)	1.01	0.94	1.51	1.95	2.36
市盈率(P/E)	19.76	21.14	13.14	10.18	8.41
市净率(P/B)	2.04	1.92	1.71	1.50	1.30
市销率(P/S)	1.81	1.64	1.31	1.07	0.90
EV/EBITDA	18.17	11.82	10.14	8.38	7.06

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	0.00	0.00	0.00
应收票据及应收账款	1,314.93	1,414.59	2,216.80	2,078.19	3,064.27
预付账款	157.29	60.27	207.60	124.07	265.17
存货	2,055.00	2,777.05	2,934.61	3,847.85	4,448.04
其他	2,497.75	2,226.42	1,521.60	1,760.49	1,835.28
流动资产合计	6,968.95	7,706.22	6,880.61	7,810.60	9,612.77
长期股权投资	863.64	955.42	955.42	955.42	955.42
固定资产	2,846.36	3,526.26	4,110.55	4,463.25	4,615.88
在建工程	1,152.16	4,338.55	3,534.84	2,867.87	2,334.30
无形资产	772.83	967.91	945.61	923.31	901.01
其他	659.68	1,375.18	800.61	938.85	1,030.18
非流动资产合计	6,294.67	11,163.31	10,347.02	10,148.70	9,836.79
资产总计	13,263.62	18,869.53	17,227.64	17,959.30	19,449.56
短期借款	1,771.16	2,371.98	2,516.08	2,426.97	1,981.33
应付票据及应付账款	2,021.56	2,408.41	1,002.21	827.85	1,586.92
其他	226.05	716.49	472.17	628.46	641.72
流动负债合计	4,018.77	5,496.88	3,990.46	3,883.28	4,209.97
长期借款	0.00	3,409.17	2,698.00	2,325.00	1,980.00
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	4,999.22	4,679.99	4,360.65
负债合计	6,351.82	11,507.65	8,989.68	8,563.26	8,570.62
少数股东权益	32.19	35.67	39.69	45.92	53.42
股本	705.98	705.98	705.98	705.98	705.98
资本公积	3,064.47	3,064.48	3,064.48	3,064.48	3,064.48
留存收益	2,849.28	3,294.22	4,166.39	5,318.71	6,793.76
其他	259.89	261.53	261.42	260.95	261.30
股东权益合计	6,911.81	7,361.88	8,237.96	9,396.04	10,878.94
负债和股东权益总计	13,263.62	18,869.53	17,227.64	17,959.30	19,449.56

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	714.81	667.27	1,068.46	1,378.29	1,668.39
折旧摊销	362.42	426.28	521.71	566.56	603.24
财务费用	67.48	189.47	274.58	256.19	223.99
投资损失	(139.09)	(230.22)	(204.00)	(195.00)	(192.00)
营运资金变动	(1,810.69)	(2,233.49)	(1,434.80)	(1,104.56)	(1,162.09)
其它	876.83	1,242.29	4.92	7.45	8.48
经营活动现金流	71.76	61.61	230.88	908.94	1,150.02
资本支出	1,708.27	4,454.21	377.44	205.47	183.87
长期投资	32.49	91.78	0.00	0.00	0.00
其他	(2,392.01)	(8,285.59)	(453.44)	(240.47)	(191.87)
投资活动现金流	(651.25)	(3,739.60)	(76.00)	(35.00)	(8.00)
债权融资	1,101.85	4,299.57	(1,185.46)	(646.28)	(948.04)
股权融资	(221.73)	1.65	(197.30)	(227.66)	(193.98)
其他	(241.85)	(539.00)	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	638.27	3,762.22	(1,382.76)	(873.94)	(1,142.02)
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	(1,227.88)	0.00	(0.00)

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,738.31	8,553.48	10,723.49	13,076.23	15,643.09
营业成本	6,847.73	7,559.88	9,028.11	10,980.37	13,171.48
营业税金及附加	42.78	67.10	69.70	78.46	93.86
销售费用	26.06	32.18	34.32	39.23	45.36
管理费用	124.31	147.12	176.94	209.22	242.47
研发费用	104.02	112.89	139.41	167.38	197.10
财务费用	67.56	181.95	274.58	256.19	223.99
资产/信用减值损失	(15.02)	(44.02)	(29.54)	(29.53)	(34.36)
公允价值变动收益	34.39	21.53	0.00	0.00	0.00
投资净收益	139.58	211.28	204.00	195.00	192.00
其他	(434.17)	(469.88)	0.00	(0.00)	(0.00)
营业利润	801.06	733.45	1,174.90	1,510.86	1,826.46
营业外收入	1.66	2.74	2.57	2.32	2.55
营业外支出	8.81	3.80	8.21	6.94	6.32
利润总额	793.91	732.40	1,169.26	1,506.24	1,822.69
所得税	79.10	65.12	95.88	120.50	145.82
净利润	714.81	667.27	1,073.38	1,385.74	1,676.88
少数股东损益	4.52	3.48	4.92	7.45	8.48
归属于母公司净利润	710.29	663.79	1,068.46	1,378.29	1,668.39
每股收益(元)	1.01	0.94	1.51	1.95	2.36

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	28.61%	10.53%	25.37%	21.94%	19.63%
营业利润	-30.74%	-8.44%	60.19%	28.59%	20.89%
归属于母公司净利润	-30.14%	-6.55%	60.96%	29.00%	21.05%
获利能力					
毛利率	11.51%	11.62%	15.81%	16.03%	15.80%
净利率	9.18%	7.76%	9.96%	10.54%	10.67%
ROE	10.32%	9.06%	13.03%	14.74%	15.41%
ROIC	12.61%	10.54%	10.33%	11.10%	12.34%
偿债能力					
资产负债率	47.89%	60.99%	52.18%	47.68%	44.07%
净负债率	38.93%	93.57%	87.47%	72.54%	55.99%
流动比率	1.71	1.37	1.72	2.01	2.28
速动比率	1.21	0.88	0.99	1.02	1.23
营运能力					
应收账款周转率	6.10	6.27	5.91	6.09	6.08
存货周转率	3.89	3.54	3.75	3.86	3.77
总资产周转率	0.64	0.53	0.59	0.74	0.84
每股指标(元)					
每股收益	1.01	0.94	1.51	1.95	2.36
每股经营现金流	0.10	0.09	0.33	1.29	1.63
每股净资产	9.74	10.38	11.61	13.24	15.33
估值比率					
市盈率	19.76	21.14	13.14	10.18	8.41
市净率	2.04	1.92	1.71	1.50	1.30
EV/EBITDA	18.17	11.82	10.14	8.38	7.06
EV/EBIT	25.57	16.75	13.67	10.99	9.08

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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