

# 仙鹤股份 (603733)

证券研究报告

2024年07月10日

## Q2 业绩靓丽，产业地位凸显

### 公司发布 2024 年半年度业绩预增公告

预计 24H1 归母净利润 5.4-5.7 亿,同增 199%-216%,扣非归母净利润 4.9-5.2 亿,同增 231%-252%;

预计 24Q2 归母净利润 2.7-3.0 亿,同增 363%-415%,扣非归母净利润 2.5-2.8 亿,同增 671%-763%;

业绩增长靓丽主要系:1) 纸基新材料应用领域快速扩展,如转印用纸市场保持稳定增长态势,公司新增产能爬坡,产销旺盛;

2) 3 月起对格拉辛纸、热转印纸等产品实施提价策略;

3) 优化能源结构,强化成本管理,如各生产园区均布局了光伏发电项目,利用更多新能源输入解决能源紧缺带来的供应风险,此外大力支持用户侧储能项目,有效解决新能源间歇性、不稳定、不可控等问题;

4) 经过多年的海外市场拓展,与国外客户建立了良好稳定的合作关系,并树立起国际品牌,出口市场平稳增长带来稳定收益。

展望下半年,我们预计旺季提价及林浆纸一体化发展或覆盖成本涨幅,公司吨盈利有望保持稳健。

### 产能有序释放,助力市场份额扩张

公司湖北和广西基地正在按计划有序推进,其中,湖北基地预计将在 2024 年投产 4 条生产线,其中 PM1、PM2 已于 2024 年一季度陆续开机运行,另 2 条特种纸生产线预计在 2024 年 Q4 逐步释放产能;制浆生产线也有望在今年落地投产计划;广西基地预计到 2024 年底或 2025 年初投产 5 条生产线。24H2 公司预计将有 4 条特种纸生产线和 3 条自制浆生产线将逐步完成试机投产,我们预计市场份额有望进一步提升。

### 林浆纸一体化提速,有望平滑成本波动

公司在广西基地拥有约 3000 余亩桉木林,除自有桉木外,公司会和当地政府以及周边农户的自用农地进行合作,从生产基地周边进行采购。公司当前木片储备相对充足,湖北基地也做了一定量的芦苇原材储备。

此外广西和湖北自产浆项目加快推进,我们预计 24 年自制木浆供给提升,未来木浆价格波动影响将适当减弱,林浆一体化持续推动公司抗风险能力提升。

### 调整盈利预测,维持“买入”评级

公司深耕高性能纸基功能材料,在市场端,保持产品线多样化的竞争优势,积极拓展新产品,布局海外市场,引入先进技术;在生产端,继续合理地扩大产能,实现逆周期的产能布局,并寻求机会整合国内资源,中期成长可观,浆纸产业链布局深化有望夯实吨盈利。

我们预计公司 24-26 年归母净利润分别为 10.7/13.8/16.9 亿元,对应 PE 为 12X/9X/8X,维持“买入”评级。

**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;业绩预告仅为初步测算,具体数据以半年报为准等。

### 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	18.61 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)	13,138.21
流通 A 股市值(百万元)	13,138.21
每股净资产(元)	10.37
资产负债率(%)	62.74
一年内最高/最低(元)	22.81/11.31

### 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

- 《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
- 《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

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	10,838.97	13,433.82	16,319.40
增长率(%)	28.61	10.53	26.72	23.94	21.48
EBITDA(百万元)	1,241.10	1,434.52	1,950.65	2,422.67	2,890.10
归属母公司净利润(百万元)	710.29	663.79	1,074.48	1,384.82	1,688.90
增长率(%)	(30.14)	(6.55)	61.87	28.88	21.96
EPS(元/股)	1.01	0.94	1.52	1.96	2.39
市盈率(P/E)	18.50	19.79	12.23	9.49	7.78
市净率(P/B)	1.91	1.79	1.26	1.02	0.88
市销率(P/S)	1.70	1.54	1.21	0.98	0.81
EV/EBITDA	18.17	11.82	10.19	8.30	7.08

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	1,083.90	1,343.38	1,631.94
应收票据及应收账款	1,314.93	1,414.59	1,957.53	2,147.25	2,748.57
预付账款	157.29	60.27	232.08	122.30	301.07
存货	2,055.00	2,777.05	3,133.94	3,985.67	4,823.06
其他	2,497.75	2,226.42	2,658.54	3,205.29	2,567.34
<b>流动资产合计</b>	<b>6,968.95</b>	<b>7,706.22</b>	<b>9,065.99</b>	<b>10,803.89</b>	<b>12,071.99</b>
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,294.67</b>	<b>11,163.31</b>	<b>13,442.16</b>	<b>15,865.11</b>	<b>17,968.05</b>
<b>资产总计</b>	<b>13,263.62</b>	<b>18,869.53</b>	<b>22,508.15</b>	<b>26,669.01</b>	<b>30,040.04</b>
短期借款	1,771.16	2,371.98	3,215.19	3,784.66	4,483.38
应付票据及应付账款	2,021.56	2,408.41	2,630.91	3,616.86	4,156.35
其他	226.05	716.49	496.07	615.40	678.61
<b>流动负债合计</b>	<b>4,018.77</b>	<b>5,496.88</b>	<b>6,342.16</b>	<b>8,016.92</b>	<b>9,318.35</b>
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,278.01</b>	<b>5,894.90</b>	<b>5,710.38</b>	<b>5,764.15</b>	<b>5,789.81</b>
<b>负债合计</b>	<b>6,351.82</b>	<b>11,507.65</b>	<b>12,052.55</b>	<b>13,781.07</b>	<b>15,108.16</b>
少数股东权益	32.19	35.67	39.10	44.12	49.82
股本	705.98	705.98	705.98	705.98	705.98
资本公积	3,064.47	3,064.48	5,411.13	6,910.24	7,827.51
留存收益	2,849.28	3,294.22	4,037.97	4,966.65	6,087.28
其他	259.89	261.53	261.42	260.95	261.30
<b>股东权益合计</b>	<b>6,911.81</b>	<b>7,361.88</b>	<b>10,455.60</b>	<b>12,887.93</b>	<b>14,931.88</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>13,263.62</b>	<b>18,869.53</b>	<b>22,508.15</b>	<b>26,669.01</b>	<b>30,040.04</b>

  

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	714.81	667.27	1,074.48	1,384.82	1,688.90
折旧摊销	362.42	426.28	580.91	703.62	832.39
财务费用	67.48	189.47	167.05	182.42	194.50
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)	(885.01)	(530.97)	(510.08)
其它	876.83	1,242.29	37.95	34.49	31.59
<b>经营活动现金流</b>	<b>71.76</b>	<b>61.61</b>	<b>745.37</b>	<b>1,524.37</b>	<b>1,994.29</b>
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)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(651.25)</b>	<b>(3,739.60)</b>	<b>(3,236.00)</b>	<b>(2,764.00)</b>	<b>(2,623.00)</b>
债权融资	1,101.85	4,299.57	332.35	459.08	570.81
股权融资	(221.73)	(245.44)	2,014.29	1,040.03	346.45
其他	(241.85)	(291.91)	0.00	(0.00)	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>638.27</b>	<b>3,762.22</b>	<b>2,346.64</b>	<b>1,499.11</b>	<b>917.27</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>58.77</b>	<b>84.23</b>	<b>(143.98)</b>	<b>259.48</b>	<b>288.56</b>

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
<b>营业收入</b>	<b>7,738.31</b>	<b>8,553.48</b>	<b>10,838.97</b>	<b>13,433.82</b>	<b>16,319.40</b>
营业成本	6,847.73	7,559.88	9,343.19	11,526.21	13,985.73
营业税金及附加	42.78	67.10	54.19	53.74	48.96
销售费用	26.06	32.18	32.52	37.61	42.43
管理费用	124.31	147.12	173.42	212.25	252.95
研发费用	104.02	112.89	140.91	171.95	205.62
财务费用	67.56	181.95	167.05	182.42	194.50
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)
<b>营业利润</b>	<b>801.06</b>	<b>733.45</b>	<b>1,173.69</b>	<b>1,513.13</b>	<b>1,844.21</b>
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
<b>利润总额</b>	<b>793.91</b>	<b>732.40</b>	<b>1,173.29</b>	<b>1,513.37</b>	<b>1,845.10</b>
所得税	79.10	65.12	93.86	121.07	147.61
<b>净利润</b>	<b>714.81</b>	<b>667.27</b>	<b>1,079.42</b>	<b>1,392.30</b>	<b>1,697.49</b>
少数股东损益	4.52	3.48	4.95	7.49	8.59
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>710.29</b>	<b>663.79</b>	<b>1,074.48</b>	<b>1,384.82</b>	<b>1,688.90</b>
每股收益(元)	1.01	0.94	1.52	1.96	2.39

  

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	28.61%	10.53%	26.72%	23.94%	21.48%
营业利润	-30.74%	-8.44%	60.02%	28.92%	21.88%
归属于母公司净利润	-30.14%	-6.55%	61.87%	28.88%	21.96%
<b>获利能力</b>					
毛利率	11.51%	11.62%	13.80%	14.20%	14.30%
净利率	9.18%	7.76%	9.91%	10.31%	10.35%
ROE	10.32%	9.06%	10.32%	10.78%	11.35%
ROIC	12.61%	10.54%	9.57%	9.09%	9.47%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	47.89%	60.99%	53.55%	51.67%	50.29%
净负债率	38.93%	93.57%	72.04%	61.41%	56.19%
流动比率	1.71	1.37	1.43	1.35	1.30
速动比率	1.21	0.88	0.94	0.85	0.78
<b>营运能力</b>					
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	3.77	3.71
总资产周转率	0.64	0.53	0.52	0.55	0.58
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.01	0.94	1.52	1.96	2.39
每股经营现金流	0.10	0.09	1.06	2.16	2.82
每股净资产	9.74	10.38	14.75	18.19	21.08
<b>估值比率</b>					
市盈率	18.50	19.79	12.23	9.49	7.78
市净率	1.91	1.79	1.26	1.02	0.88
EV/EBITDA	18.17	11.82	10.19	8.30	7.08
EV/EBIT	25.57	16.75	14.52	11.69	9.95

### 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