

仙鹤股份 (603733.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

H1 成长动能彰显，看好浆纸一体化强化成本优势

业绩简评

8月14日公司发布半年报,24H1实现营收46.0亿元,同比+22.23%;实现归母净利润5.5亿元,同比+204.7%;其中24Q2实现营收23.95亿元,同比+24.14%;实现归母净利润2.8亿元,同/环比+381.3%/+4.7%。

经营分析

受益于湖北、广西新产能投放,成长优势突出。24H1销量51.4万吨(同比+32%),销量显著提升主因:湖北PM1&PM2产能、广西PM2产能分别于1月/6月投放等,H1单吨价格(不包含夏王,下同)8963元(同/环比-701/+732元)。1)分品类,食品医疗消费类/电解电容器销量10.86/0.32万吨,同比+50.2%/+31.6%,标签离型产量同比+20.4%,转印系列营收同比+17%。2)分区域:24H1外销收入3.66亿元(+4.6%)。

H1吨盈利转暖,期待4Q自供浆供给对盈利弹性贡献。24H1纸浆成本价格呈现前低后高稳步提升趋势,公司受益于战略性低价纸浆库存、实际用浆成本稳定,24H1吨毛利(不含夏王,下同)1586元(同/环比+706/+466元),Q1/Q2毛利率18%/17.4%;24H1吨净利748元(同比+482元),夏王24H1净利1.9亿元(+12%),主要受益于高端装饰纸供给端格局更优、出口表现较好。24H1卡纸销量5.13万吨,预计吨盈利-535元/吨,伴随H2起烟卡、液体包装等中高端卡纸占比提升,预计吨盈利有望转暖。7月起纸浆价格从高位进入下行周期,伴随公司湖北/广西浆线陆续投产&爬坡,预计Q4起自供浆成本优势对盈利弹性逐步兑现。

公司强化费用管控效率,24H1销售/管理&研发/财务费用率0.24%/2.92%/2.71%,同比-0.1/-0.08/+0.01pct,净利率12.04%(同比+7.21pct)。Q2销售/管理&研发/财务费用率同比-0.14/-0.03/-1.42pct,净利率11.84%(同/环比+8.77/-0.4pct)。

湖北&广西产能陆续投放,多品类拓张成长路径清晰,林浆纸一体化布局前瞻,综合能力持续提升。24H1公司在建工程账面值65.6亿元(同比+225%),预计2H起浆纸产线逐步转固,公司将逐渐转型为林/草、浆、纸一体化企业,竞争力和盈利稳定性都将进一步增强。

盈利预测、估值与评级

伴随产能释放,我们预计24-26年归母净利分别为10.5、13.2、15.8亿元,当前股价对应PE分别为11/9/7X,维持“买入”评级。

风险提示

下游需求疲软导致纸价波动的风险;新增产能投放进度不达预期,原材料价格大幅波动的风险

国金证券研究所

分析师:赵中平(执业S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师:张杨桓(执业S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

分析师:尹新悦(执业S1130522080004)

yinxinyue@gjzq.com.cn

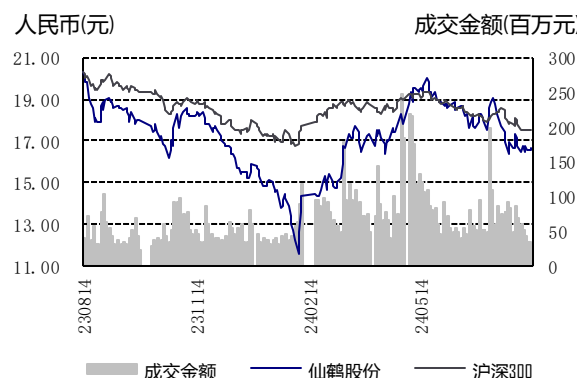
市价(人民币):16.67元

相关报告:

1.《仙鹤股份公司点评:吨盈利改善显著,持续推进浆纸一体布局,成长...》,2024.4.27

2.《仙鹤股份公司点评:3Q业绩现拐点,原料备库+提价看好盈利弹性...》,2023.10.30

3.《仙鹤股份公司点评:盈利短期承压,看好3Q业绩弹性释放》,2023.8.30



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,738	8,553	10,181	11,946	13,449
营业收入增长率	28.61%	10.53%	19.03%	17.34%	12.58%
归母净利润(百万元)	710	664	1,045	1,324	1,584
归母净利润增长率	-30.14%	-6.55%	57.46%	26.70%	19.59%
摊薄每股收益(元)	1.006	0.940	1.481	1.876	2.243
每股经营性现金流净额	0.10	0.09	1.72	3.56	3.53
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.32%	9.06%	12.89%	14.47%	15.17%
P/E	30.28	17.17	11.05	8.72	7.29
P/B	3.13	1.56	1.42	1.26	1.11

来源:公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	6,017	7,738	8,553	10,181	11,946	13,449	货币资金	794	944	1,228	1,194	1,355	1,493
增长率	28.6%	10.5%	19.0%	17.3%	12.6%		应收款项	1,953	2,176	1,912	3,143	3,744	4,251
主营业务成本	-4,815	-6,848	-7,560	-8,534	-9,923	-11,103	存货	1,925	2,055	2,777	3,563	3,331	3,727
%销售收入	80.0%	88.5%	88.4%	83.8%	83.1%	82.6%	其他流动资产	1,778	1,794	1,789	656	758	835
毛利	1,202	891	994	1,647	2,023	2,346	流动资产	6,451	6,969	7,706	8,556	9,188	10,306
%销售收入	20.0%	11.5%	11.6%	16.2%	16.9%	17.4%	总资产	58.4%	52.5%	40.8%	40.2%	42.3%	45.3%
营业税金及附加	-37	-43	-67	-61	-72	-81	长期投资	889	918	1,012	1,162	1,162	1,162
%销售收入	0.6%	0.6%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	2,889	3,999	7,865	9,512	9,315	9,222
销售费用	-22	-26	-32	-41	-60	-67	总资产	26.1%	30.1%	41.7%	44.7%	42.9%	40.5%
%销售收入	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	无形资产	534	805	1,001	1,038	1,074	1,081
管理费用	-114	-124	-147	-163	-191	-215	非流动资产	4,598	6,295	11,163	12,683	12,522	12,435
%销售收入	1.9%	1.6%	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%	总资产	41.6%	47.5%	59.2%	59.7%	57.6%	54.6%
研发费用	-158	-104	-113	-153	-167	-188	资产总计	11,049	13,264	18,870	21,259	21,734	22,771
%销售收入	2.6%	1.3%	1.3%	1.5%	1.4%	1.4%	短期借款	690	1,771	2,757	4,523	3,379	2,558
息税前利润 (EBIT)	871	593	634	1,229	1,533	1,795	应付款项	1,423	2,028	2,416	2,320	2,818	3,241
%销售收入	14.5%	7.7%	7.4%	12.1%	12.8%	13.3%	其他流动负债	349	274	440	558	636	781
财务费用	-20	-68	-182	-327	-339	-294	流动负债	2,462	4,074	5,613	7,401	6,833	6,581
%销售收入	0.3%	0.9%	2.1%	3.2%	2.8%	2.2%	长期贷款	0	0	3,409	3,409	3,409	3,409
资产减值损失	-30	-15	-44	-51	20	-2	其他长期负债	2,140	2,278	2,486	2,300	2,300	2,300
公允价值变动收益	-7	34	22	40	20	20	负债	4,602	6,352	11,508	13,111	12,542	12,290
投资收益	287	140	211	200	200	200	普通股股东权益	6,419	6,880	7,326	8,110	9,152	10,439
%税前利润	25.0%	17.6%	28.8%	16.8%	13.3%	11.1%	其中：股本	706	706	706	706	706	706
营业利润	1,157	801	733	1,185	1,504	1,799	未分配利润	2,156	2,585	2,994	3,778	4,820	6,108
营业利润率	19.2%	10.4%	8.6%	11.6%	12.6%	13.4%	少数股东权益	28	32	36	38	40	42
营业外收支	-9	-7	-1	5	3	3	负债股东权益合计	11,049	13,264	18,870	21,259	21,734	22,771
税前利润	1,148	794	732	1,190	1,507	1,802							
利润率	19.1%	10.3%	8.6%	11.7%	12.6%	13.4%	比率分析						
所得税	-129	-79	-65	-143	-181	-216		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
所得税率	11.2%	10.0%	8.9%	12.0%	12.0%	12.0%	每股指标						
净利润	1,019	715	667	1,047	1,326	1,586	每股收益	1.440	1.006	0.940	1.481	1.876	2.243
少数股东损益	2	5	3	2	2	2	每股净资产	9.093	9.745	10.377	11.488	12.964	14.787
归属于母公司的净利润	1,017	710	664	1,045	1,324	1,584	每股经营现金净流	0.633	0.102	0.087	1.721	3.561	3.530
净利率	16.9%	9.2%	7.8%	10.3%	11.1%	11.8%	每股股利	0.350	0.310	0.350	0.370	0.400	0.420
现金流量表 (人民币百万元)							回报率						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	净资产收益率	15.84%	10.32%	9.06%	12.89%	14.47%	15.17%
净利润	1,019	715	667	1,047	1,326	1,586	总资产收益率	9.20%	5.36%	3.52%	4.92%	6.09%	6.96%
少数股东损益	2	5	3	2	2	2	投入资本收益率	8.67%	5.05%	3.73%	6.00%	7.53%	8.58%
非现金支出	360	377	470	619	892	1,210	增长率						
非经营收益	-270	-96	-83	81	125	87	主营业务收入增长率	24.24%	28.61%	10.53%	19.03%	17.34%	12.58%
营运资金变动	-663	-924	-993	-532	171	-390	EBIT增长率	23.12%	-31.86%	6.89%	93.80%	24.73%	17.07%
经营活动现金净流	447	72	62	1,215	2,514	2,492	净利润增长率	41.76%	-30.14%	-6.55%	57.46%	26.70%	19.59%
资本开支	-660	-906	-4,315	-1,947	-738	-1,108	总资产增长率	38.74%	20.05%	42.27%	12.55%	2.22%	4.75%
投资	0	92	388	-510	-30	-10	资产管理能力						
其他	-1,279	162	187	200	200	200	应收账款周转天数	67.1	59.6	58.1	67.0	67.0	68.0
投资活动现金净流	-1,938	-651	-3,740	-2,257	-568	-918	存货周转天数	123.7	106.1	116.6	155.0	124.0	124.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	47.1	51.9	76.7	47.0	47.0	48.0
债权募资	2,018	467	4,167	1,612	-1,144	-820	固定资产周转天数	153.6	134.3	150.5	214.2	213.1	197.7
其他	-319	171	-405	-604	-640	-617	偿债能力						
筹资活动现金净流	1,699	638	3,762	1,008	-1,784	-1,437	净负债/股东权益	1.66%	23.94%	93.57%	106.63%	80.32%	61.30%
现金净流量	206	71	58	-34	162	137	EBIT利息保障倍数	42.6	8.8	3.5	3.8	4.5	6.1
							资产负债率	41.65%	47.89%	60.99%	61.67%	57.71%	53.97%

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	0	3	12	15	39
增持	0	0	3	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.20	1.25	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-08-18	买入	27.36	N/A
2	2022-10-29	买入	23.26	N/A
3	2023-03-30	买入	26.85	N/A
4	2023-04-28	买入	24.94	N/A
5	2023-08-30	买入	19.00	N/A
6	2023-10-30	买入	17.97	N/A
7	2024-04-27	买入	18.08	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。

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



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。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806