

## 二季度业绩持续释放，彰显盈利韧性

### 核心观点

事件：公司公告 2024 年中报，2024 年上半年公司实现营业收入 46.04 亿元，同比增长 22.23%，同期实现归母净利润 5.50 亿元，同比增长 204.73%。二季度公司实现营业收入 23.95 亿元，同比、环比分别增长 24.14%、8.40%，实现归母净利润 2.82 亿元，同比、环比分别增长 381.29%、4.74%。

- 纸价韧性十足、销量稳步提升，二季度业绩环比延续上行趋势。**2024 年上半年公司营收同比增长 22%，推测主要系公司销量规模有所增长，其中食品医疗消费/日用消费系列产品产量同比分别增长 9%/19%；同期公司实现归母净利润 5.50 亿元，处于前期业绩预告区间中位。二季度公司实现归母净利润 2.82 亿元，环比增长 5%，在成本环比提升的背景下彰显出较强的盈利韧性。拆分本部、夏王来看，剔除对联营企业和合营企业的投资收益后，预计二季度公司本部吨净利超 850 元/吨，环比小幅下滑，吨盈利维持历史中位水平；二季度对联营企业和合营企业的投资收益（主要来源于夏王纸业）约 0.56 亿元，环比增长 31%。
- 纸浆价格上行背景下，二季度公司盈利水平仍处于历史中位水平。**2024 年二季度公司毛利率为 17.39%，环比小幅下降 0.6pct，推测主要系纸浆价格上涨导致用浆成本环比提升，但纸价上涨以及煤炭价格的回落亦对冲了部分纸浆成本上升带来的压力。2024 年二季度公司归母净利率为 11.76%，环比小幅下降 0.4pct，净利率处于历史中位水平，盈利韧性突出。
- 浆价回调缓解成本压力，浆纸一体化布局日益明晰。**短期来看，7 月巴西阔叶浆外盘报价大幅下调，核心原材料价格回落有望逐步缓解公司成本压力，结合库存与运输周期，低价浆预计将于四季度逐步入库，盈利或将在三季度承压，并于四季度逐步改善。新增产能方面，公司湖北基地 PM1-2 纸机已于年初投产、化机浆产线于 4 月成功试车，生活用纸项目也于 3 月开始土建工程；广西基地 1#化机浆产线以及 PM2 纸机已于上半年落地投产，化学浆线有望于下半年投产，两大基地浆纸一体化布局日益明晰。

### 盈利预测与投资建议

- 我们维持先前的盈利预期，预测 2024-2026 年公司归母净利润为 10.34/13.46/15.55 亿元，给予公司 DCF 目标估值 21.20 元，维持“买入”评级。

### 风险提示

- 原材料价格上涨超过预期的风险；新建产能建设不达预期的风险。

### 公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,738	8,553	10,872	14,412	14,668
同比增长(%)	28.6%	10.5%	27.1%	32.6%	1.8%
营业利润(百万元)	801	733	1,142	1,486	1,717
同比增长(%)	-30.7%	-8.4%	55.7%	30.1%	15.5%
归属母公司净利润(百万元)	710	664	1,034	1,346	1,555
同比增长(%)	-30.1%	-6.5%	55.8%	30.2%	15.5%
每股收益(元)	1.01	0.94	1.46	1.91	2.20
毛利率(%)	11.5%	11.6%	14.8%	15.7%	17.3%
净利率(%)	9.2%	7.8%	9.5%	9.3%	10.6%
净资产收益率(%)	10.7%	9.3%	13.4%	15.6%	16.0%
市盈率	16.3	17.4	11.2	8.6	7.4
市净率	1.7	1.6	1.4	1.3	1.1

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2024年08月14日）	16.36元
目标价格	21.20元
52周最高价/最低价	20.19/11.1元
总股本/流通A股（万股）	70,598/70,598
A股市值（百万元）	11,550
国家/地区	中国
行业	造纸轻工
报告发布日期	2024年08月15日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-0.85	-13.94	-15.87	-19.22
相对表现%	0.12	-9.24	-6.36	-5.04
沪深300%	-0.97	-4.7	-9.51	-14.18



### 证券分析师

李雪君 021-63325888\*6069  
lixuejun@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860517020001  
香港证监会牌照：BSW124

### 联系人

谢雨辰 xieyuchen@orientsec.com.cn

### 相关报告

一季度业绩略超预期，浆纸一体化基地逐步落地：——仙鹤股份 2023FY&2024Q1 业绩点评 2024-05-09  
三季度盈利环比改善，业绩持续向好可期 2023-11-05  
成本压力延续，四季度业绩承压 2023-04-19

## 盈利预测与投资建议

我们维持先前的盈利预期，预测2024-2026年归母净利润为10.34/13.46/15.55亿元，对应的EPS分别为1.46/1.91/2.20元。结合DCF绝对估值法，我们给予公司DCF目标估值21.20元，维持“买入”评级。

表 1: 我们给予公司 DCF 目标估值 21.20 元

目标价敏感性分析							估值假设						
		永续增长率Gn(%)											
		0.0%	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%							
WACC (%)	21.20	6.59%	7.09%	7.59%	8.09%	8.59%	9.09%	9.59%	10.09%	10.59%	所得税税率T	25.00%	
	25.39	26.32	27.65	29.73	33.41	23.92	24.67	25.71	27.25	29.80	永续增长率Gn(%)	2.00%	
	23.92	24.67	25.71	27.25	29.80	22.59	23.19	24.02	25.20	27.04	无风险利率Rf	2.18%	
	22.59	23.19	24.02	25.20	27.04	21.37	21.87	22.53	23.45	24.82	无杠杆影响的β系数	0.9532	
	21.37	21.87	22.53	23.45	24.82	20.25	20.66	21.20	21.93	22.98	考虑杠杆因素的β系数	1.2596	
	20.25	20.66	21.20	21.93	22.98	19.21	19.56	20.00	20.59	21.40	市场收益率Rm	9.21%	
	19.21	19.56	20.00	20.59	21.40	18.25	18.54	18.90	19.38	20.03	公司特有风险	0.00%	
	18.25	18.54	18.90	19.38	20.03	17.35	17.60	17.90	18.30	18.82	股权投资成本 (Ke)	11.03%	
	17.35	17.60	17.90	18.30	18.82	16.51	16.72	16.98	17.30	17.73	债务比率D/(D+E)	30.00%	
	16.51	16.72	16.98	17.30	17.73							债务利率rd	3.85%
												WACC	8.59%

数据来源: Wind, 东方证券研究所

## 风险提示

- 原材料价格上涨超过预期的风险
- 新建产能建设不达预期的风险

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	944	1,228	1,561	2,069	2,106	营业收入	7,738	8,553	10,872	14,412	14,668
应收票据、账款及款项融资	2,157	1,880	2,390	3,168	3,224	营业成本	6,848	7,560	9,258	12,154	12,126
预付账款	157	60	77	102	103	营业税金及附加	43	67	85	113	115
存货	2,055	2,777	3,401	4,465	4,454	销售费用	26	32	41	54	55
其他	1,656	1,761	1,770	1,783	1,784	管理费用及研发费用	228	260	330	438	446
<b>流动资产合计</b>	<b>6,969</b>	<b>7,706</b>	<b>9,197</b>	<b>11,585</b>	<b>11,671</b>	财务费用	68	182	334	475	541
长期股权投资	864	955	1,015	1,178	1,202	资产、信用减值损失	15	44	39	62	39
固定资产	2,846	3,526	4,888	8,263	15,785	公允价值变动收益	34	22	0	0	0
在建工程	1,150	4,222	7,223	6,174	154	投资净收益	140	211	294	307	307
无形资产	773	968	950	932	914	其他	116	92	64	64	64
其他	662	1,492	1,488	1,484	1,480	<b>营业利润</b>	<b>801</b>	<b>733</b>	<b>1,142</b>	<b>1,486</b>	<b>1,717</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,295</b>	<b>11,163</b>	<b>15,563</b>	<b>18,031</b>	<b>19,535</b>	营业外收入	2	3	3	3	3
<b>资产总计</b>	<b>13,264</b>	<b>18,870</b>	<b>24,760</b>	<b>29,617</b>	<b>31,206</b>	营业外支出	9	4	4	4	4
短期借款	1,771	2,372	6,415	9,077	9,311	<b>利润总额</b>	<b>794</b>	<b>732</b>	<b>1,141</b>	<b>1,485</b>	<b>1,716</b>
应付票据及应付账款	2,022	2,408	2,949	3,872	3,863	所得税	79	65	101	132	153
其他	281	832	864	945	1,000	<b>净利润</b>	<b>715</b>	<b>667</b>	<b>1,040</b>	<b>1,353</b>	<b>1,564</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>4,074</b>	<b>5,613</b>	<b>10,228</b>	<b>13,895</b>	<b>14,174</b>	少数股东损益	5	3	5	7	8
长期借款	0	3,409	3,892	4,046	4,206	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>710</b>	<b>664</b>	<b>1,034</b>	<b>1,346</b>	<b>1,555</b>
应付债券	1,864	1,950	1,950	1,950	1,950	每股收益(元)	1.01	0.94	1.46	1.91	2.20
其他	414	536	536	536	536						
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,278</b>	<b>5,895</b>	<b>6,378</b>	<b>6,532</b>	<b>6,691</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>6,352</b>	<b>11,508</b>	<b>16,606</b>	<b>20,426</b>	<b>20,866</b>		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	32	36	41	48	56	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	706	706	706	706	706	营业收入	28.6%	10.5%	27.1%	32.6%	1.8%
资本公积	3,064	3,064	3,064	3,064	3,064	营业利润	-30.7%	-8.4%	55.7%	30.1%	15.5%
留存收益	2,849	3,294	4,081	5,110	6,252	归属于母公司净利润	-30.1%	-6.5%	55.8%	30.2%	15.5%
其他	260	262	262	262	262	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>6,912</b>	<b>7,362</b>	<b>8,154</b>	<b>9,190</b>	<b>10,341</b>	毛利率	11.5%	11.6%	14.8%	15.7%	17.3%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>13,264</b>	<b>18,870</b>	<b>24,760</b>	<b>29,617</b>	<b>31,206</b>	净利率	9.2%	7.8%	9.5%	9.3%	10.6%
						ROE	10.7%	9.3%	13.4%	15.6%	16.0%
						ROIC	8.0%	6.4%	7.4%	7.9%	8.1%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	47.9%	61.0%	67.1%	69.0%	66.9%
						净负债率	38.9%	93.6%	135.9%	145.7%	132.9%
						流动比率	1.71	1.37	0.90	0.83	0.82
						速动比率	1.20	0.87	0.56	0.51	0.50
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	5.9	5.9	6.4	6.6	5.8
						存货周转率	3.4	3.1	3.0	3.0	2.7
						总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	1.01	0.94	1.46	1.91	2.20
						每股经营现金流	0.10	0.09	1.53	2.29	5.13
						每股净资产	9.74	10.38	11.49	12.95	14.57
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	16.3	17.4	11.2	8.6	7.4
						市净率	1.7	1.6	1.4	1.3	1.1
						EV/EBITDA	10.8	9.9	6.4	4.5	3.2
						EV/EBIT	15.2	14.4	8.9	6.7	5.8

  

现金流量表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	715	667	1,040	1,353	1,564
折旧摊销	358	414	583	973	1,827
财务费用	68	182	334	475	541
投资损失	(140)	(211)	(294)	(307)	(307)
营运资金变动	(441)	(958)	(625)	(938)	(42)
其它	(489)	(32)	39	62	39
<b>经营活动现金流</b>	<b>72</b>	<b>62</b>	<b>1,077</b>	<b>1,619</b>	<b>3,622</b>
资本支出	(1,721)	(4,453)	(4,923)	(3,278)	(3,307)
长期投资	(32)	(92)	(59)	(164)	(23)
其他	1,102	805	294	307	307
<b>投资活动现金流</b>	<b>(651)</b>	<b>(3,740)</b>	<b>(4,689)</b>	<b>(3,135)</b>	<b>(3,023)</b>
债权融资	88	3,881	483	154	160
股权融资	0	0	0	0	0
其他	550	(118)	3,462	1,870	(721)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>638</b>	<b>3,762</b>	<b>3,945</b>	<b>2,024</b>	<b>(561)</b>
汇率变动影响	13	(26)	-0	-0	-0
<b>现金净增加额</b>	<b>71</b>	<b>58</b>	<b>333</b>	<b>508</b>	<b>37</b>

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

**每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：**

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。