

分析师: 龙羽洁
登记编码: S0730523120001
longyj@ccnew.com 0371-65585753

盈利显著增长, 两大浆纸项目稳步推进

——仙鹤股份(603733)中报点评

证券研究报告-中报点评

买入(首次)

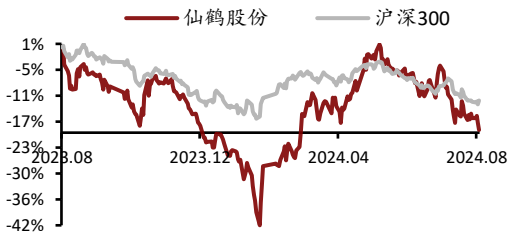
市场数据(2024-08-15)

收盘价(元)	16.01
一年内最高/最低(元)	20.38/11.80
沪深 300 指数	3,341.95
市净率(倍)	1.54
流通市值(亿元)	113.03

基础数据(2024-06-30)

每股净资产(元)	10.41
每股经营现金流(元)	0.11
毛利率(%)	17.69
净资产收益率_摊薄(%)	7.22
资产负债率(%)	63.10
总股本/流通股(万股)	70,597.56/70,597.56
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券研究所, 聚源

相关报告

联系人: 马焱琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

发布日期: 2024 年 08 月 16 日

事件:

公司发布 2024 年半年度报告。2024 年上半年实现营业收入 46.04 亿元, 同比+22.23%, 实现归母净利润 5.50 亿元, 同比+204.73%, 扣非归母净利润 4.99 亿元, 同比+237.55%; 经营活动产生的现金流量净额 0.77 亿元; 基本每股收益 0.78 元, 同比+200.00%; 加权平均净资产收益率 7.25%, 同比+4.66pct。

投资要点:

● 公司产销量增长, 收入稳步提升, 利润大幅上升。

公司归母净利润较去年同期增长 204.73%, 主要有几方面原因: 1) “鹤 21 转债”募投项目投产, 产能规模效益进一步提升, 截至 2024 年 6 月末, 公司拥有特种纸及纸制品的年生产能力已超 160 万吨, 具备特种纸机生产线 56 条 (较上年末+2 条), 制浆生产线 5 条 (较上年末+4 条), 涂布、超压线 20 多条, 2024H1 公司完成机制纸产量 55.47 万吨, 同比增长 22%, 完成特种浆纸销售量 51.36 万吨, 同比增长 31.77%。2) 公司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, 树立起国际品牌, 总体出口市场平稳增长, 在过去的几年, 公司扩大了欧洲、东南亚, 中东等全球市场的布局, 2024H1 外销业务收入达 3.66 亿元人民币。3) 公司新产品的开发、新技术的引进、原材料采购优化等因素使产品毛利率提高至 17.69%, 较去年同期+8.58pct。

● 两大百亿投资项目稳步落地, 推动“林浆纸用一体化”布局。

公司在广西来宾投资 118 亿元人民币建设的“年产 250 万吨广西三江口新区高性能纸基新材料”和在湖北石首投资 100 亿元人民币建设的“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。湖北仙鹤于 2024 年 1 月初开机运行, PM1、PM2 顺利出纸形成产能, 2024 年上半年产量已超 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, 新增的生活用纸项目也在 2024 年 3 月份开始了土建工程。广西仙鹤 1#化机浆生产线于 2024 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 进入安装尾声联动调试, 预计将于 8 月份开机投产。两大项目均利用当地丰富的林地等制浆原料, 发挥资源优势, 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。随着两大生产基地相继投产, 公司将大规模向市场投放新产能, 市场占有率将显著增长, 规模效应也将大幅提升。

● 适应市场需求扩大部分产品供应, 调整新增募投产品性能和品质。

公司抓住市场机遇, 大幅增加食品用纸、工业用纸和互联网时代下的必备

日用消费品材料的供应。2024H1 公司食品医疗消费类产品生产量达到 11.32 万吨，同比增长 8.85%，实现销售 10.86 万吨，同比增长 50.19%；电解电容器纸基材料销售达到 3156.04 吨，实现销售收入同比增长 31.59%；日用消费系列纸基材料产量增长了 18.74%，其中，标签离型系列材料同比增长 20.41%；随着国内数码转印市场的增长，公司转印系列材料实现销售收入同比增长 16.98%。公司参与新赛道，培育新市场，稳步组织新建成项目食品卡纸产品的有序生产和市场培育，针对 2023 年投产的募投项目 30 万吨食品卡纸，公司根据市场需求对食品卡纸性能和品质进行了技改，并经过销售价格的调整，市场更加稳定，2024H1 产量达到了 4.76 万吨，销售量也同步达到了 5.13 万吨，盈利情况较投产初期大幅好转。

● 盈利水平提升毛利率显著上升，费用管控良好费用率整体下降。

2024H1 公司毛利率为 17.69%，同比+8.58pct，公司新产品的开发、新技术的引进、原材料采购优化等因素导致产品毛利率比去年同期显著上升；2024H1 公司净利率为 12.04%，同比+7.21pct。2024H1 公司期间费用率 5.87%，同比-0.16pct，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.24%、1.59%、1.33%、2.71%，分别同比-0.09%、-0.14%、+0.06%、+0.01pct，公司加大研发投入，研发费用率略有上升，研发投入是保持公司持续性竞争力的关键，在特种纸领域不断培育新产品为公司未来持续发展奠定基础，财务费用率略有上升主要系借款筹集规模增加，利息支出增加所致。

● 造纸行业盈利改善明显，原料成本提升利好具备自制浆线企业。

我国造纸行业 2024 年上半年产量持续增长，2024 年 1-6 月我国机制纸与纸板产量为 7661.29 万吨，同比增长 11.80%；造纸企业经营稳健，利润大幅提升，2024 年 1-6 月行业规模以上企业营业收入累计 6992.1 亿元，同比增长 6%，利润总额累计 227.9 亿元，同比增长 104.9%。原料方面，2024 年上半年，受需求端旺盛而供应端偏紧影响，木浆价格持续攀升，直至 2024 年 6 月开始高位震荡后回落，根据卓创资讯，中国针叶浆、阔叶浆价格从年初 5878、4983 元/吨，最高涨至 5 月下旬分别约 6400、5700 元/吨，上半年平均价格分别为 6155、5427 元/吨，较去年同期均价分别 -2.56%、+7.57%，较 2023 年下半年均价分别+5.45%、+9.31%，对于众多造纸企业而言，由于已将 2023 年的低价木浆库存消耗完毕，2024 年整体行业逐步开始进入到高成本时代，在部分大企业持续维护市场的努力下，特种纸的市场销售价格也在不断上升，平衡了部分成本上升所带来的压力。纸浆平均成本总体上移，给行业带来不确定性，大企业在这个过程中利用自身的规模优势，经营相对稳定，未来，拥有良好管理基础、具备自制浆线以及规模优势的大企业将相对获得更多的成本红利和市场红利。

● 首次覆盖，给予公司“买入”投资评级。

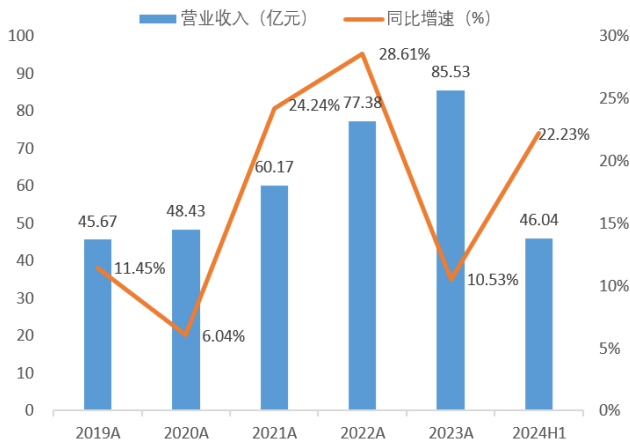
预计 2024 年、2025 年、2026 年公司可实现归母净利润分别为 10.42 亿元、13.42 亿元、17.48 亿元，对应 EPS 分别为 1.48 元、1.90 元、2.48 元，对应 PE 分别为 10.84 倍、8.42 倍、6.47 倍。考虑到公司“林浆纸用一体化”的全产业链布局，未来弥补上游制浆短板，两大生产基地相继投产后，公司市场占有率将显著增长，规模效应也将大幅提升。首次覆盖给予公司“买入”投资评级。

风险提示：原材料价格波动的风险；市场竞争加剧的风险；新项目落地不及预期的风险。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	7,738	8,553	10,325	12,012	14,454
增长比率（%）	28.61	10.53	20.71	16.34	20.33
净利润（百万元）	710	664	1,042	1,342	1,748
增长比率（%）	-30.14	-6.55	57.05	28.70	30.28
每股收益(元)	1.01	0.94	1.48	1.90	2.48
市盈率(倍)	15.91	17.03	10.84	8.42	6.47

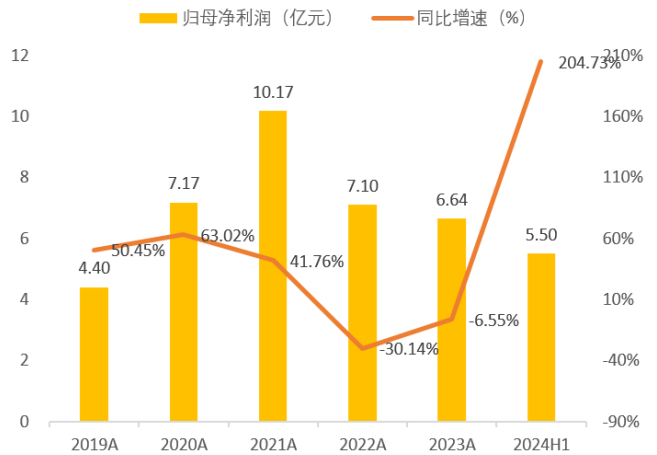
资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1：公司营业收入及同比增速



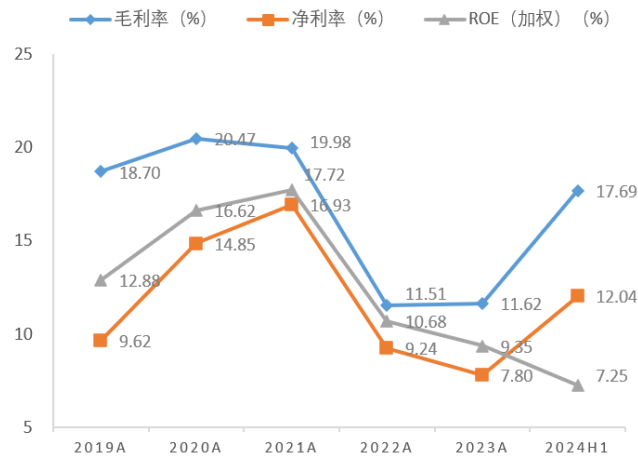
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 2：公司归母净利润及同比增速



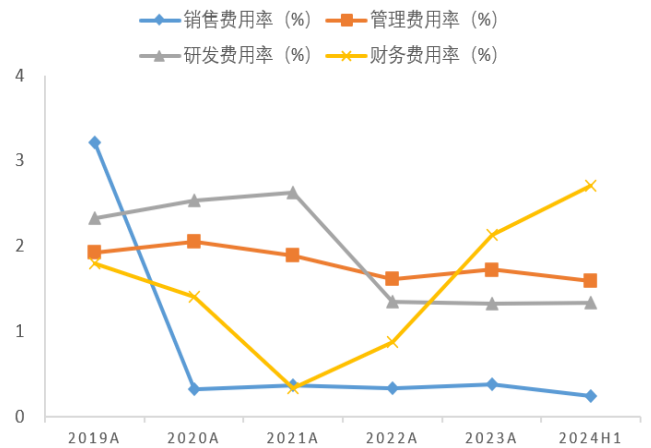
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 3：公司盈利能力



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 4：公司期间费用



资料来源：Wind，中原证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6,969	7,706	8,511	9,993	12,444
现金	944	1,228	1,193	2,021	3,299
应收票据及应收账款	1,315	1,415	1,710	1,949	2,300
其他应收款	19	32	32	39	47
预付账款	157	60	70	80	95
存货	2,055	2,777	3,364	3,695	4,395
其他流动资产	2,479	2,195	2,142	2,210	2,307
非流动资产	6,295	11,163	13,939	15,341	16,413
长期投资	864	955	1,040	1,118	1,201
固定资产	2,846	3,526	4,540	5,563	6,557
无形资产	773	968	1,154	1,354	1,549
其他非流动资产	1,812	5,714	7,205	7,306	7,106
资产总计	13,264	18,870	22,450	25,334	28,857
流动负债	4,074	5,613	5,724	6,259	7,025
短期借款	1,771	2,372	2,272	2,372	2,472
应付票据及应付账款	2,022	2,408	2,549	2,917	3,477
其他流动负债	281	832	903	970	1,076
非流动负债	2,278	5,895	8,569	9,569	10,569
长期借款	0	3,409	5,909	6,909	7,909
其他非流动负债	2,278	2,486	2,660	2,660	2,660
负债合计	6,352	11,508	14,293	15,828	17,594
少数股东权益	32	36	41	48	57
股本	706	706	706	706	706
资本公积	3,064	3,064	3,064	3,064	3,064
留存收益	2,849	3,294	4,089	5,431	7,178
归属母公司股东权益	6,880	7,326	8,117	9,458	11,206
负债和股东权益	13,264	18,870	22,450	25,334	28,857

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	72	62	1,144	2,043	2,311
净利润	715	667	1,048	1,349	1,757
折旧摊销	362	426	634	775	919
财务费用	67	189	344	439	496
投资损失	-139	-230	-258	-294	-347
营运资金变动	-924	-993	-652	-249	-536
其他经营现金流	-10	2	28	24	21
投资活动现金流	-651	-3,740	-3,131	-1,877	-1,636
资本支出	-906	-4,315	-4,029	-2,093	-1,900
长期投资	92	388	-85	-78	-83
其他投资现金流	162	187	982	294	347
筹资活动现金流	638	3,762	1,954	661	604
短期借款	1,081	601	-100	100	100
长期借款	0	3,409	2,500	1,000	1,000
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-443	-248	-446	-439	-496
现金净增加额	71	58	-35	827	1,279

资料来源: 中原证券研究所, 聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,738	8,553	10,325	12,012	14,454
营业成本	6,848	7,560	8,740	10,001	11,920
营业税金及附加	43	67	70	83	102
营业费用	26	32	33	40	49
管理费用	124	147	177	207	250
研发费用	104	113	145	169	205
财务费用	68	182	326	421	466
资产减值损失	-10	-32	-35	-20	-20
其他收益	101	91	103	120	145
公允价值变动收益	34	22	0	0	0
投资净收益	140	211	258	294	347
资产处置收益	16	2	8	9	12
营业利润	801	733	1,154	1,485	1,934
营业外收入	2	3	2	2	2
营业外支出	9	4	5	5	5
利润总额	794	732	1,151	1,482	1,931
所得税	79	65	104	133	174
净利润	715	667	1,048	1,349	1,757
少数股东损益	5	3	5	7	9
归属母公司净利润	710	664	1,042	1,342	1,748
EBITDA	1,041	1,107	2,111	2,678	3,316
EPS (元)	1.01	0.94	1.48	1.90	2.48

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	28.61	10.53	20.71	16.34	20.33
营业利润 (%)	-30.74	-8.44	57.40	28.66	30.21
归属母公司净利润 (%)	-30.14	-6.55	57.05	28.70	30.28
获利能力					
毛利率 (%)	11.51	11.62	15.35	16.74	17.53
净利率 (%)	9.18	7.76	10.10	11.17	12.09
ROE (%)	10.32	9.06	12.84	14.19	15.60
ROIC (%)	5.80	4.01	7.17	8.17	9.07
偿债能力					
资产负债率 (%)	47.89	60.99	63.66	62.48	60.97
净负债比率 (%)	91.90	156.31	175.21	166.50	156.20
流动比率	1.71	1.37	1.49	1.60	1.77
速动比率	1.02	0.56	0.59	0.72	0.89
营运能力					
总资产周转率	0.64	0.53	0.50	0.50	0.53
应收账款周转率	6.13	6.29	6.62	6.58	6.82
应付账款周转率	7.04	4.76	4.06	4.04	4.12
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.01	0.94	1.48	1.90	2.48
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.10	0.09	1.62	2.89	3.27
每股净资产 (最新摊薄)	9.74	10.38	11.50	13.40	15.87
估值比率					
P/E	15.91	17.03	10.84	8.42	6.47
P/B	1.64	1.54	1.39	1.20	1.01
EV/EBITDA	23.24	16.51	9.80	7.83	6.27

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。