

2024年08月18日
仙鹤股份(603733.SH)

SDIC

浆价回落+自制浆产能释放， 盈利能力有望改善

事件：仙鹤股份发布2024年半年报。2024H1公司实现营收46.04亿元，同比增长22.23%；归母净利润5.50亿元，同比增长204.73%；扣非后归母净利润4.99亿元，同比增长237.55%。

其中，2024Q2单季度公司实现营收23.95亿元，同比增长24.14%；归母净利润2.82亿元，同比增长381.29%；扣非后归母净利润2.62亿元，同比增长698.66%。

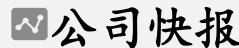
目 下游稳步复苏+产能释放 H1 营收稳增，食品卡 H2 有望量价双增

分产品看，2024H1下游消费逐步复苏，公司食品与医疗包装材料系列、日用消费系列、电气及工业用纸系列产品显著增长。其中，食品与医疗包装材料系列方面，伴随产能扩张，公司2024H1实现销量10.86万吨，同比增长50.19%。电气及工业用纸系列产品方面，公司已成为国内重要的电子元件材料生产配套企业，2024H1电解电容器纸基材料销量达0.32万吨，销售收入同比增长31.59%。日用消费系列方面，2024H1产量同比增长18.74%，其中标签离型纸同比增长20.41%，转印系列材料收入同比增长16.98%。烟草行业配套系列产品受益2024H1下游行业调整后需求释放，实现显著复苏。装饰原纸下游需求承压，公司高端产品价格具韧性持续稳定，预计H2价格持续稳定。2023年4月，公司募投项目30万吨食品卡纸正式投产运行，24H1产量达4.76万吨，销量达5.13万吨，盈利水平相对投产初期已有显著改善。公司首次进入高克重特种卡纸新赛道，产品已获客户认可，H2有望进一步放量。同时，公司预计涂布食品卡产能H2释放，并持续研发储备液包卡等高端新品，盈利能力有望优于非涂布食品卡纸。分地区看，24H1公司外销实现收入3.66亿元，同比增长4.77%，海外市场保持平稳增长。

“林浆纸用一体化”逐步落地，预计2024年底实现自供木浆

成品纸产能方面，湖北仙鹤生产基地于2024年1月初开机运行，PM1、PM2顺利出纸形成产能，2024H1产量已超3万吨。同时，新增的生活用纸项目也在2024年3月份开始土建工程。

浆产能方面，公司在广西和湖北的自产浆项目正在加快推进中，预计2024年底将能够实现自制木浆的供应。湖北仙鹤基地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。广西仙鹤生产基地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也进入安装尾声联动调试，预计将于8月份开机投产，各项辅助设施均已安装调试到位逐步投入运行。



证券研究报告

造纸 III

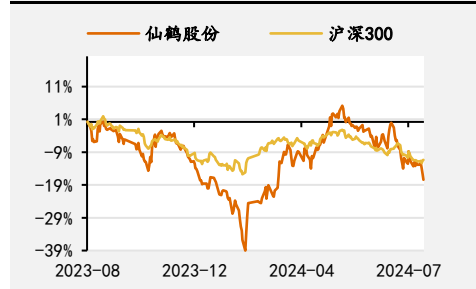
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价 20.72元
股价(2024-08-16) 15.69元

交易数据

总市值(百万元)	11,076.76
流通市值(百万元)	11,076.76
总股本(百万股)	705.98
流通股本(百万股)	705.98
12个月价格区间	11.8/20.38元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-9.7	-12.1	-10.1
绝对收益	-14.0	-20.2	-22.5

罗乾生 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522010002

luoqs1@essence.com.cn

刘夏凡 联系人

SAC 执业证书编号：S1450123040055

liuxf3@essence.com.cn

相关报告

新产能逐步释放，盈利能力持续改善	2024-05-13
产能扩张带来持续成长，浆价下行盈利修复可期	2023-04-04
22Q3 净利环比持续改善，看好特种纸龙头长期发展	2022-11-02

目 Q2 盈利水平环比略承压，看好 Q4 盈利水平拐点向上

盈利能力方面，2024H1 公司毛利率为 17.69%，同比增长 8.58pct，2024Q2 毛利率为 17.39%，同比增长 9.14pct。根据 wind 数据，2024Q2 阔叶浆均价为 745 美元/吨，同比增长 15%，环比增长 12%，使得 Q2 毛利率环比略有下降。伴随海外浆厂较大规模新产能释放，浆价有望回落，Arauco 明星 7 月报价下降 80 美金至 690 美金/吨，利好盈利水平提升。目前，广西和湖北基地浆线持续爬坡，公司预计到 2024 年底浆生产能力将达到约 70 万吨，Q4 成本优势将逐步显现。

期间费用方面，2024H1 公司期间费用率为 5.87%，同比下降 0.17pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.24%/1.59%/1.33%/2.71%，同比分别-0.10/-0.14/+0.06/+0.01pct。其中，2024Q2 期间费用率为 4.03%，同比下降 0.89pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.23%/1.62%/0.68%/1.49%，同比分别-0.14/-0.08/+0.04/-0.71pct。综合影响下，24H1 净利率为 12.04%，同比增长 7.21pct；24Q2 净利率为 11.84%，同比增长 8.77pct。

目 投资建议：作为特种纸行业领军龙头，仙鹤股份产品矩阵多元，同时持续加码下游食品、医疗包装材料等高增长赛道，广西、湖北浆纸一体化进程顺利伴随新增产能持续投放，业绩成长可期。我们预计仙鹤股份 2024-2026 年营业收入为 100.35、118.19、135.61 亿元，同比增长 17.32%、17.78%、14.73%；归母净利润为 10.45、13.62、15.72 亿元，同比增长 57.40%、30.31%、15.45%，对应 PE 为 10.6x、8.1x、7.0x，给予 24 年 14xPE，目标价 20.72 元，维持买入-A 的投资评级。

目 风险提示：原材料及能源价格波动风险；纸价及纸浆价格波动风险；产品需求增长不及预期风险；行业竞争加剧风险；产能扩张不及预期风险。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	7,738.3	8,553.5	10,034.7	11,819.3	13,560.5
净利润	710.3	663.8	1,044.6	1,362.3	1,572.1
每股收益(元)	1.01	0.94	1.48	1.93	2.23
每股净资产(元)	9.74	10.38	11.12	12.45	13.98

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	15.6	16.7	10.6	8.1	7.0
市净率(倍)	1.6	1.5	1.4	1.3	1.1
净利润率	9.2%	7.8%	10.4%	11.5%	11.6%
净资产收益率	10.3%	9.1%	13.3%	15.5%	15.9%
股息收益率	2.0%	2.2%	2.4%	3.8%	4.4%
ROIC	12.6%	10.5%	9.7%	11.6%	11.2%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,738.3	8,553.5	10,034.7	11,819.3	13,560.5	成长性					
减:营业成本	6,847.7	7,559.9	8,487.7	9,720.4	11,234.8	营业收入增长率	28.6%	10.5%	17.3%	17.8%	14.7%
营业税费	42.8	67.1	65.5	115.8	108.5	营业利润增长率	-30.7%	-8.4%	58.5%	29.9%	14.8%
销售费用	26.1	32.2	37.8	42.5	54.2	净利润增长率	-30.1%	-6.5%	57.4%	30.4%	15.4%
管理费用	124.3	147.1	172.6	200.9	217.0	EBITDA 增长率	-23.9%	16.2%	50.2%	35.6%	17.9%
研发费用	104.0	112.9	130.5	156.0	176.3	EBIT 增长率	-33.4%	15.6%	48.5%	32.1%	10.5%
财务费用	67.6	182.0	213.5	251.4	227.8	NOPLAT 增长率	-25.1%	6.6%	50.3%	28.0%	11.8%
资产减值损失	-10.4	-32.2	-20.0	-20.8	-24.3	投资资本增长率	27.6%	62.8%	7.1%	16.3%	9.8%
加:公允价值变动收益	34.4	21.5	-	-	-	净资产增长率	7.2%	6.5%	7.2%	12.0%	12.4%
投资和汇兑收益	139.6	211.3	175.0	160.0	155.0						
营业利润	801.1	733.4	1,162.2	1,509.3	1,732.6	利润率					
加:营业外净收支	-7.2	-1.1	-10.3	-5.8	-5.7	毛利率	11.5%	11.6%	15.4%	17.8%	17.2%
利润总额	793.9	732.4	1,152.0	1,503.5	1,726.9	营业利润率	10.4%	8.6%	11.6%	12.8%	12.8%
减:所得税	79.1	65.1	102.5	133.8	146.8	净利润率	9.2%	7.8%	10.4%	11.5%	11.6%
净利润	710.3	663.8	1,044.6	1,362.3	1,572.1	EBITDA/营业收入	14.7%	15.5%	19.8%	22.8%	23.4%
						EBIT/营业收入	10.1%	10.5%	13.3%	14.9%	14.4%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	125	134	153	172	181
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	116	133	123	110	108
货币资金	944.0	1,227.9	1,304.5	1,536.5	1,762.9	流动资产周转天数	312	309	272	247	248
交易性金融资产	1,036.1	-	-	-	-	应收帐款周转天数	60	58	58	59	58
应收帐款	1,329.0	1,443.6	1,809.1	2,048.7	2,357.1	存货周转天数	93	102	97	92	94
应收票据	5.1	2.9	6.5	5.4	7.6	总资产周转天数	566	676	684	632	625
预付帐款	157.3	60.3	184.0	106.7	220.8	投资资本周转天数	328	438	479	455	447
存货	2,055.0	2,777.1	2,648.0	3,377.3	3,731.3						
其他流动资产	1,442.4	2,194.6	1,501.9	1,713.0	1,803.1	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	10.3%	9.1%	13.3%	15.5%	15.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.4%	3.5%	5.4%	6.2%	6.3%
长期股权投资	863.6	955.4	1,052.7	1,126.5	1,214.1	ROIC	12.6%	10.5%	9.7%	11.6%	11.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	2,846.4	3,526.3	4,996.1	6,267.8	7,396.4	销售费用率	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
在建工程	1,149.9	4,222.2	3,876.4	3,922.4	4,172.5	管理费用率	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%	1.6%
无形资产	772.8	967.9	1,098.2	1,270.1	1,419.9	研发费用率	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
其他非流动资产	661.9	1,491.6	790.4	835.6	824.2	财务费用率	0.9%	2.1%	2.1%	2.1%	1.7%
资产总额	13,263.6	18,869.5	19,267.9	22,210.1	24,909.9	四费/营业收入	4.2%	5.5%	5.5%	5.5%	5.0%
短期债务	1,771.2	2,372.0	3,550.3	4,195.0	4,901.8	偿债能力					
应付帐款	1,188.8	2,004.1	1,580.7	2,087.5	2,489.1	资产负债率	47.9%	61.0%	59.1%	60.2%	60.1%
应付票据	839.5	411.9	993.1	781.3	1,142.0	负债权益比	91.9%	156.3%	144.2%	151.4%	150.9%
其他流动负债	274.3	824.8	384.3	386.1	413.3	流动比率	1.71	1.37	1.15	1.18	1.10
长期借款	-	3,409.2	2,569.7	3,569.3	3,655.6	速动比率	1.21	0.88	0.74	0.73	0.69
其他非流动负债	2,278.0	2,485.7	2,301.2	2,355.0	2,380.6	利息保障倍数	11.51	4.94	6.26	7.02	8.56
负债总额	6,351.8	11,507.6	11,379.2	13,374.2	14,982.5	分红指标					
少数股东权益	32.2	35.7	40.5	47.8	55.8	DPS(元)	0.31	0.35	0.37	0.60	0.69
股本	706.0	706.0	706.0	706.0	706.0	分红比率	30.8%	37.2%	25.0%	31.0%	31.1%
留存收益	5,913.8	6,358.7	7,142.2	8,082.0	9,165.5	股息收益率	2.0%	2.2%	2.4%	3.8%	4.4%
股东权益	6,911.8	7,361.9	7,888.6	8,835.8	9,927.4						
						现金流量表					
						(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
						净利润	714.8	667.3	1,044.6	1,362.3	1,572.1
						加:折旧和摊销	362.4	426.3	649.6	928.2	1,225.2
						资产减值准备	10.4	32.2	-	-	-
						公允价值变动损失	-34.4	-21.5	-	-	-
						财务费用	67.5	189.5	213.5	251.4	227.8
						投资收益	-139.1	-230.2	-175.0	-160.0	-155.0
						少数股东损益	4.5	3.5	4.8	7.4	8.0
						营运资金的变动	-1,805.8	-2,172.7	872.7	-923.6	-156.5
						经营活动产生现金流量	71.8	61.6	2,610.2	1,465.7	2,721.7
						投资活动产生现金流量	-651.3	-3,739.6	-1,694.1	-2,233.4	-2,581.6
						融资活动产生现金流量	638.3	3,762.2	-839.5	999.7	86.2
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	1.01	0.94	1.48	1.93	2.23
						BVPS(元)	9.74	10.38	11.12	12.45	13.98
						PE(X)	15.6	16.7	10.6	8.1	7.0
						PB(X)	1.6	1.5	1.4	1.3	1.1
						P/FCF	67.0	62.6	434.0	14.0	13.8
						P/S	1.4	1.3	1.1	0.9	0.8
						EV/EBITDA	19.8	12.8	8.6	6.8	5.9
						CAGR(%)	24.2%	33.3%	1.0%	24.2%	33.3%
						PEG	0.6	0.5	10.7	0.3	0.2
						ROIC/WACC	1.2	1.0	0.9	1.1	1.1
						REP	2.4	1.3	1.3	1.0	1.0

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034