

2023年04月29日

# 盈利能力环比改善，消费复苏静待花开

## 山鹰国际(600567)

### 事件概述

公司发布2022年年报与2023年一季报，2022年公司实现营收340.14亿元，同比+2.97%；归母净利润-22.56亿元，同比-248.87%；扣非后归母净利为-24.07亿元，同比-300.54%。公司经营活动产生的现金流量净额为2.03亿元，同比-89.67%，主要系经营利润下滑所致。单季度看，2022年Q4实现营收85.65亿元，同比-4.61%；实现归母净利润-23.11亿元，同比-1206.62%。2023年Q1公司实现营收63.51亿元，同比-20.22%；归母净利润-3.41亿元，同比-270.67%；扣非后净利润-3.77亿元，同比-318.24%。

### 分析判断：

#### ► 收入端：公司产能持续扩张，4月纸价成交重心上移

2022年公司造纸板块实现营收218.03亿元，同比增长了6.16%，公司原纸产量/销量分别为614.8万吨/616.29万吨/，同比分别增长2.11%/5.88%。而随着广东山鹰100万吨造纸项目正式投产，公司国内造纸产能提升至700万吨/年，进一步巩固了行业领先地位。公司包装板块实现营收76.78亿元，同比增长了5.24%。贸易板块实现营收37.11亿元，同比增长14.29%。其他业务实现营收1.95亿元，同比下滑64.87%。随着需求的复苏，市场供需矛盾开始减弱，4月瓦楞纸以及箱板纸的市场成交重心分别上调50-200元/吨以及50-150元/吨。我们预计公司营收有望在2季度恢复增长。同时，公司预计在2023年实现浙江山鹰77万吨造纸项目、吉林山鹰一期30万吨瓦楞纸项目投产，确保2023年底国内造纸产能突破800万吨/年，夯实公司龙头地位。

#### ► 利润端：23年Q1利润率环比有所改善，配套原材料产能逐步落地

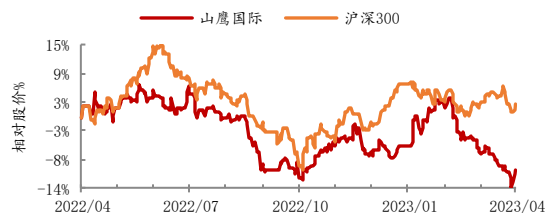
盈利能力方面，公司2022年毛利率同比下滑了4.96pct至7.23%，主要系产品价格下跌和成本上升的双重压力所致。净利率同比下滑了11.62pct至-6.92%，除了毛利率下滑，同时也受到了前期收购标的商誉减值影响。2023年Q1，虽然纸价持续下跌，但由于原材料价格下跌幅度更甚，公司毛利率环比提升了4.27pct至7.72%。原材料方面，公司落地海外再生浆供应量约90万吨/年，同时配套各个造纸基地打造的50万吨木纤维和10万吨秸秆浆产能也计划在2023年落地，有效应对原材料价格波动，我们预计公司毛利率有望持续提升。费用方面，2022年公司费用率为10.82%，同比提升了0.88pct。2023年Q1，公司期间费用率为15.33%，同比提升了5.28pct。

#### ► 其他重要财务指标

2022年期末，公司资产减值损失为-14.2亿元，同比-334109.68%，主要系本期计提商誉减值所致；公司商誉为5.82

### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	2.37
股票代码：	600567
52周最高价/最低价：	2.94/2.26
总市值(亿)	109.40
自由流通市值(亿)	109.40
自由流通股数(百万)	4,616.19



分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO：S1120519080002

联系电话：

分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn

SAC NO：S1120519100001

联系电话：

研究助理：宋妹旺

邮箱：songsw@hx168.com.cn

SAC NO：

联系电话：

相关研究

亿元，同比下降了 69.35%。公司长期借款为 73.65 亿元，同比增加 31.77%，主要系长期借款增加所致。

**► 政治局会议强调“合力”促进经济向好回升，纸价有望持续回升**

中共中央政治局 4 月 28 日召开会议，会议对疫后经济恢复进行了肯定，指出“三重压力得到缓解，经济增长好于预期”，同时也清醒认识到“当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足”。会议提出，“恢复和扩大需求是当前经济持续回升的关键所在”，再次强调宏观政策要“合力”促进经济继续向好回升。由于包装纸的使用情况和整个社会的经济活动关系紧密，随着未来宏观政策更多着力于促进经济继续向好回升，包装纸的需求也将持续提升。受益于此，我们预计包装纸价格有望持续回升，公司盈利水平有望逐步修复。

**投资建议**

我们看好山鹰国际，公司作为箱板瓦楞纸行业里的龙头企业，确定受益于疫情管控政策转向后的消费复苏。中长期看，随着行业龙头新项目的投产以及行业里老旧项目的退出，我们预计行业集中度将持续提升，行业的供需关系也将越发平衡，行业里龙头公司的议价能力也将逐步增加。未来公司的产能扩张以及一体化产业链优势将为公司持续降本增效，公司的竞争力将进一步加强。我们维持公司 23-24 年的盈利预测，预计 2023-2024 年公司营收为 423.85/477.3 亿元，EPS 为 0.32/0.41 元，预计 2025 年公司将实现营收 534.13 亿元，EPS 为 0.48 元。对应 2023 年 4 月 28 日 2.37 元/股收盘价，PE 分别为 7.32/5.82/4.93 倍，维持公司“买入”评级。

**风险提示**

1) 宏观经济波动导致下游需求不及预期。2) 公司产能投放进度不及预期。3) 进口纸短期对国内市场形成冲击。

**盈利预测与估值**

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	33,033	34,014	42,385	47,730	53,413
YoY (%)	32.3%	3.0%	24.6%	12.6%	11.9%
归母净利润(百万元)	1,516	-2,256	1,494	1,880	2,219
YoY (%)	9.7%	-248.9%	166.2%	25.9%	18.0%
毛利率 (%)	12.2%	7.2%	15.1%	16.5%	16.9%
每股收益 (元)	0.34	-0.52	0.32	0.41	0.48
ROE	9.2%	-16.6%	9.9%	11.1%	11.6%
市盈率	6.97	-4.56	7.32	5.82	4.93

资料来源: wind, 华西证券研究所

## 正文目录

1. 事件概述.....	4
2. 收入端：公司产能持续扩张，4月纸价成交重心上移.....	4
3. 利润端：23年Q1利润率环比有所改善，配套原材料产能逐步落地.....	5
4. 其他重要财务指标.....	6
5. 政治局会议强调“合力”促进经济向好回升，纸价有望持续回升.....	6
6. 投资建议.....	7
7. 风险提示.....	7

## 图表目录

图1 公司营业收入.....	5
图2 公司单季度营业收入.....	5
图3 公司归母净利润.....	6
图4 公司单季度归母净利润.....	6
图5 公司毛利率/净利率.....	6
图6 公司销售/管理/研发/财务费用率.....	6

## 1. 事件概述

公司发布 2022 年年报，2022 年全年公司实现营收 340.14 亿元，同比+2.97%；归母净利润-22.56 亿元，同比-248.87%；扣非后归母净利为-24.07 亿元，同比-300.54%。公司经营活动产生的现金流量净额为 2.03 亿元，同比-89.67%，主要系经营利润下滑所致。单季度看，2022 年 Q4 实现营收 85.65 亿元，同比-4.61%；实现归母净利润-23.11 亿元，同比-1206.62%。

公司发布 2023 年一季报，2023 年一季度公司实现营收 63.51 亿元，同比-20.22%；归母净利润-3.41 亿元，同比-270.67%；扣非后净利润-3.77 亿元，同比-318.24%。

## 2. 收入端：公司产能持续扩张，4 月纸价成交重心上移

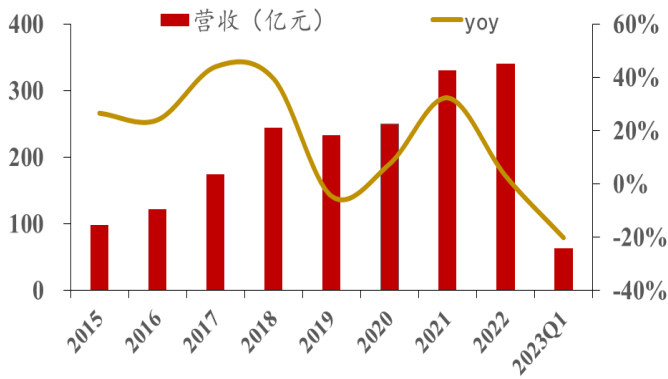
2022 年由于多重不确定性因素影响，居民在出行和消费上意愿更趋谨慎，出现了较明显的消费需求萎缩态势。据国家统计局公布，2022 年全年社会消费品零售总额同比下降 0.2%。而在 2022 年下半年，随着全球通胀加剧，欧美等主要经济体持续快速加息。我国出口价涨量跌，出口数量同比下降 0.5%。需求的低迷也导致箱板和瓦楞纸价格均在 2022 年呈现震荡下行趋势。据卓创资讯统计，AA 瓦楞纸 120g 全年均价约 3586 元/吨，同比跌幅 8%，到年底已经跌至近五年低位。箱板纸价格相对稳健，全年均价约 4725 元/吨，同比跌幅 2%，年底价格跌至近两年新低。

面对消费需求不振的不利局面，公司不断推进精益管理和产品创新，主动应对市场变化，开发 50 克高瓦、优质紫杉、金杉、高防水金桂等新产品，在市场竞争中获取差异化优势。2022 年公司造纸板块实现营收 218.03 亿元，同比增长了 6.16%，公司原纸产量 614.8 万吨，同比增长 2.11%，销量 616.29 万吨，同比增长 5.88%，产销率 100.24%，实现产销均衡增长。而随着广东山鹰 100 万吨造纸项目正式投产，公司国内造纸产能提升至 700 万吨/年，进一步巩固了行业领先地位。在其他业务板块，公司包装板块实现营收 76.78 亿元，同比增长了 5.24%，纸制品产量 23.48 万平，同比增长 8.02%，销量 21.36 万平，同比增长 5.49%。贸易板块实现营收 37.11 亿元，同比增长 14.29%。其他业务实现营收 1.95 亿元，同比下滑 64.87%。

2023 年一季度箱板纸延续 2022 年下行态势，下跌幅度较大。根据卓创资讯的数据，一季度全国箱板纸均价为 4262 元/吨，环比下跌 4.84%，同比下跌 12.74%。而瓦楞纸价格也承压下行，AA 级 120g 瓦楞纸市场均价在 3126 元/吨，环比下跌 5.87%，同比下调 18.95%。受此影响，公司国内造纸和包装业务的销量和售价均有所下降，1-3 月公司国内造纸合计销量 120.56 万吨，同比下跌 7.64%，均价为 3232.41 元/吨，同比下跌 18.92%。1-3 月公司包装业务合计销量 4.26 亿平，同比下跌 13.67%，均价为 3.54 元/平方米，同比下跌 12.17%。

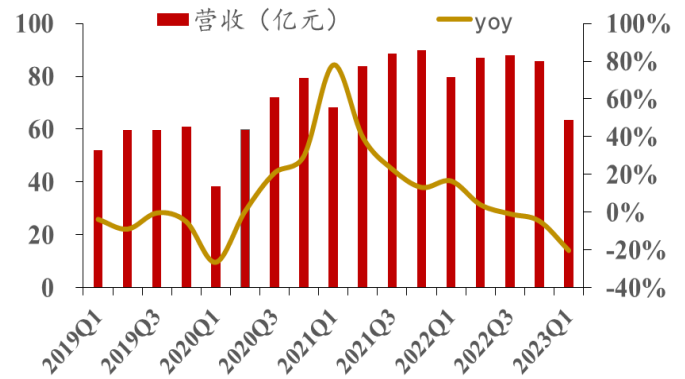
不过随着需求的复苏，市场供需矛盾开始减弱，下游也开始阶段性补库，4 月瓦楞纸市场成交重心上调 50-200 元/吨，箱板纸市场成交上移 50-150 元/吨。我们预计公司营收在 2 季度有望恢复增长。同时，公司预计在 2023 年实现浙江山鹰 77 万吨造纸项目、吉林山鹰一期 30 万吨瓦楞纸项目按计划投产，确保 2023 年底国内造纸产能突破 800 万吨/年，夯实公司龙头地位。

图1 公司营业收入



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图2 公司单季度营业收入



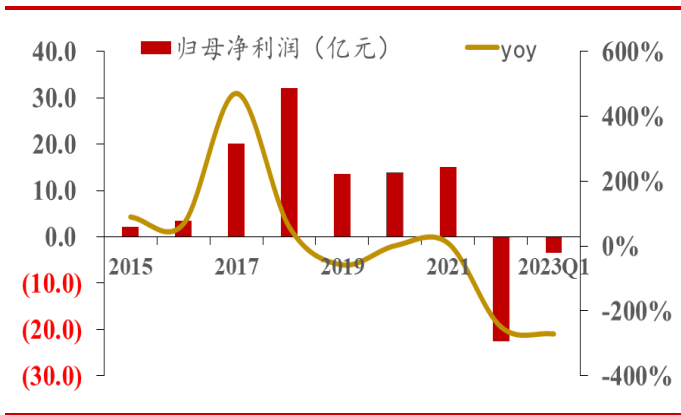
资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 3. 利润端：23年Q1利润率环比有所改善，配套原材料产能逐步落地

盈利能力方面，公司2022年毛利率同比下滑了4.96pct至7.23%，主要系产品价格下跌和成本上升的双重压力所致。净利率同比下滑了11.62pct至-6.92%，除了毛利率下滑，同时也受到了前期收购标的商誉减值影响。分产品看，2022年公司箱板纸、瓦楞纸、其他原纸、纸制品、再生纤维、其他产品的毛利率分别为5.74%、7.06%、6.45%、10.71%、3.13%、30.07%，同比分别-7.73pct、-9.9pct、-10.48pct、+0.68pct、+1.83pct、+18.91pct。2023年Q1，虽然纸价持续下跌，但由于原材料价格下跌幅度更甚，公司毛利率环比提升了4.27pct至7.72%，同比则下滑了2.98%。净利率同比下滑了8.29pct至-5.92%，环比则提升了21.88pct。在原材料方面，公司落地海外再生浆供应量约90万吨/年，同时配套各个造纸基地打造的50万吨木纤维和10万吨秸秆浆产能也计划在2023年落地，有效应对原材料价格波动，我们预计公司毛利率有望持续提升。

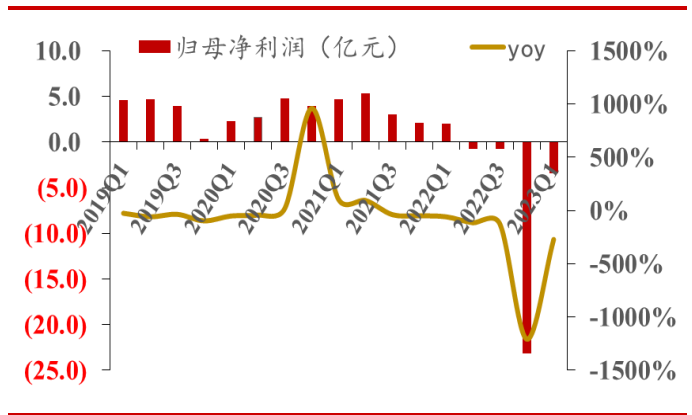
费用方面，2022年公司费用率为10.82%，同比提升了0.88pct。其中销售费用率为1.16%，同比提升了0.09pct。管理费用率为4.68%，同比提升了0.55pct，主要为降库存停机损失增加所致。财务费用率为2.54%，同比提升了0.42pct，主要系利息支出增加所致。研发费用率同比下降了0.19pct至2.44%。2023年Q1，公司期间费用率为15.33%，同比提升了5.28pct。其中销售费用率为1.4%，同比上升了0.35pct。管理费用率为6.11%，同比提升2.19pct。财务费用率为4.82%，同比提升了2.48pct。研发费用率为3%，同比提升了0.25pct。

图3 公司归母净利润



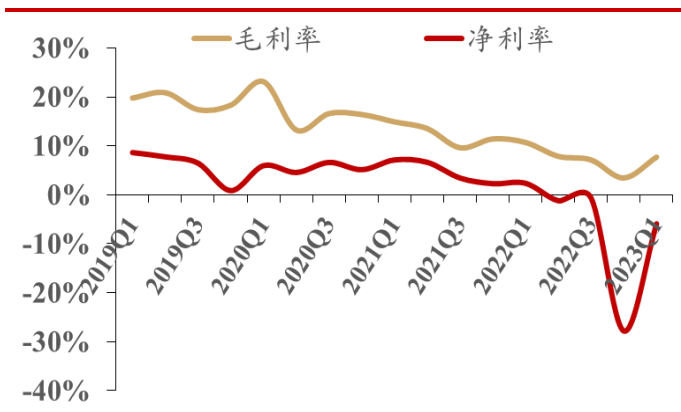
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图4 公司单季度归母净利润



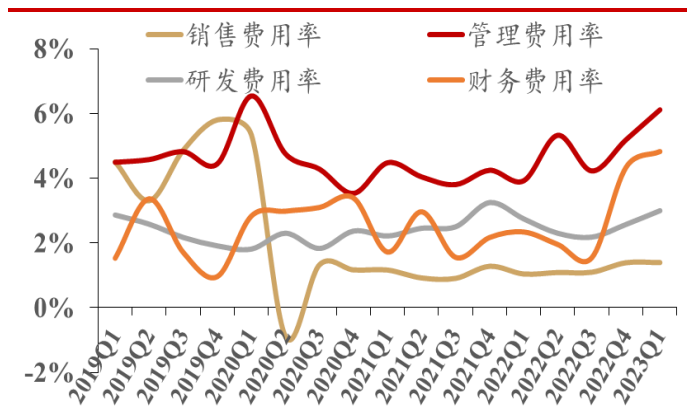
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图5 公司毛利率/净利率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图6 公司销售/管理/研发/财务费用率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

#### 4. 其他重要财务指标

2022 年期末，公司资产减值损失为-14.2 亿元，同比-334109.68%，主要系本期计提商誉减值所致；公司商誉为 5.82 亿元，同比下降了 69.35%。公司长期借款为 73.65 亿元，同比增加 31.77%，主要系长期借款增加所致。

#### 5. 政治局会议强调“合力”促进经济向好回升，纸价有望持续回升

中共中央政治局 4 月 28 日召开会议，会议对疫后经济恢复进行了肯定，指出“三重压力得到缓解，经济增长好于预期”，同时也清醒认识到“当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足”。会议提出，“恢复和扩大需求是当前经济持续回升的关键所在”，再次强调宏观政策要“合力”促进经济继续向好回升。由于包装纸的使用情况和整个社会的经济活动关系紧密，随着未来宏观政策更多着力于促进经济继续向好回升，包装纸的需求也将持续提升。受益于此，我们预计包装纸价格有望持续回升，公司盈利水平有望逐步修复。

## 6. 投资建议

我们看好山鹰国际，公司作为箱板瓦楞纸行业里的龙头企业，确定受益于疫情管控政策转向后的消费复苏。中长期看，随着行业龙头新项目的投产以及行业里老旧项目的退出，我们预计行业集中度将持续提升，行业的供需关系也将越发平衡，行业里龙头公司的议价能力也将逐步增加。未来公司的产能扩张以及一体化产业链优势将为公司持续降本增效，公司的竞争力将进一步加强。我们维持公司 23-24 年的盈利预测，预计 2023-2024 年公司营收为 423.85/477.3 亿元，EPS 为 0.32/0.41 元，预计 2025 年公司将实现营收 534.13 亿元，EPS 为 0.48 元。对应 2023 年 4 月 28 日 2.37 元/股收盘价，PE 分别为 7.32/5.82/4.93 倍，维持公司“买入”评级。

## 7. 风险提示

1) 宏观经济波动导致下游需求不及预期。2) 公司产能投放进度不及预期。3) 进口纸短期对国内市场形成冲击。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	34,014	42,385	47,730	53,413	净利润	-2,353	1,549	1,953	2,304
YoY (%)	3.0%	24.6%	12.6%	11.9%	折旧和摊销	1,565	1,762	1,937	1,932
营业成本	31,554	35,977	39,845	44,407	营运资金变动	-1,322	-2,038	-184	-298
营业税金及附加	213	310	333	378	经营活动现金流	203	2,463	5,243	5,880
销售费用	393	487	706	796	资本开支	-3,762	-154	-1,029	-183
管理费用	1,591	1,920	2,267	2,521	投资	-25	-74	-74	-74
财务费用	863	1,097	1,237	1,480	投资活动现金流	-3,559	-212	-1,112	-278
研发费用	831	1,038	1,289	1,453	股权募资	16	0	0	0
资产减值损失	-1,421	0	0	0	债务募资	4,507	6,001	10,282	18,846
投资收益	44	17	-10	-21	筹资活动现金流	3,078	4,847	8,883	17,008
营业利润	-2,175	1,580	2,030	2,335	现金净流量	-291	7,099	13,014	22,610
营业外收支	-98	-38	-105	-56					
利润总额	-2,272	1,542	1,925	2,279	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	81	-6	-28	-25	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	-2,353	1,549	1,953	2,304	营业收入增长率	3.0%	24.6%	12.6%	11.9%
归属于母公司净利润	-2,256	1,494	1,880	2,219	净利润增长率	-248.9%	166.2%	25.9%	18.0%
YoY (%)	-248.9%	166.2%	25.9%	18.0%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	-0.52	0.32	0.41	0.48	毛利率	7.2%	15.1%	16.5%	16.9%
					净利率	-6.9%	3.7%	4.1%	4.3%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	-4.3%	2.4%	2.5%	2.3%
货币资金	3,738	10,837	23,851	46,461	净资产收益率 ROE	-16.6%	9.9%	11.1%	11.6%
预付款项	218	379	401	431	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	3,330	4,161	4,578	5,044	流动比率	0.54	0.92	1.42	2.25
其他流动资产	6,018	8,443	8,760	9,464	速动比率	<b>0.39</b>	<b>0.74</b>	<b>1.23</b>	<b>2.05</b>
流动资产合计	13,304	23,820	37,590	61,400	现金比率	0.15	0.42	0.90	1.70
长期股权投资	2,326	2,326	2,326	2,326	资产负债率	73.1%	74.5%	76.3%	79.3%
固定资产	25,567	24,210	24,379	23,552	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	2,512	2,555	2,598	2,641	总资产周转率	0.65	0.69	0.64	0.55
非流动资产合计	39,213	37,616	36,644	34,877	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	52,517	61,436	74,234	96,277	每股收益	-0.52	0.32	0.41	0.48
短期借款	15,817	15,817	15,817	15,817	每股净资产	2.94	3.27	3.67	4.15
应付账款及票据	4,885	5,791	6,262	7,018	每股经营现金流	0.04	0.53	1.14	1.27
其他流动负债	3,990	4,396	4,430	4,509	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	24,691	26,004	26,509	27,344	<b>估值分析</b>				
长期借款	7,365	9,141	10,917	12,693	PE	-4.56	7.32	5.82	4.93
其他长期负债	6,333	10,615	19,179	36,306	PB	0.84	0.73	0.65	0.57
非流动负债合计	13,699	19,756	30,096	48,999					
负债合计	38,390	45,760	56,605	76,343					
股本	3,306	3,306	3,306	3,306					
少数股东权益	541	596	669	754					
股东权益合计	14,127	15,676	17,630	19,934					
负债和股东权益合计	52,517	61,436	74,234	96,277					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所



### 分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，10年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，8年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

宋姝旺：轻工行业助理分析师。2021年7月加入华西证券，悉尼大学金融学硕士，阿德莱德大学会计学学士。

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。