

山鹰国际（600567）2022年业绩预告点评

轻装上阵，静待复苏

事项：

- ❖ 公司发布 2022 年业绩预告。预计 2022 年实现归母净利润/扣非归母净利润约 -22.45/-23.65 亿元，单 Q4 实现归母净利润/扣非归母净利润约 -23/-22.96 亿元；22 年业绩亏损主要系成本上涨&需求疲软下毛利率下降及计提商誉减值（15 亿元）所致。

评论：

- ❖ **需求疲软致 Q4 盈利承压。1) 营收同比下滑：**据公司经营数据快报披露，2022Q4 造纸/包装业务实现营收 58.81/18.76 亿元，同比-7.5%/-15%，环比+3.5%/-9.6%。**拆分量价看，业绩下滑主要系均价承压。Q4 造纸业务：**销量 171.38 万吨（同比+15.2%，环比+11.0%），销售均价为 3431.40 元/吨（同比-19.7%，环比-6.7%）；**包装业务：**销量 5.31 亿平方米（同比-6.8%，环比-4.5%），销售均价 3.53 元/平方米（同比-8.8%，环比-5.4%）。**2) 成本压力环比改善：**22Q4 国废均价 1970 元/吨（同比-18.8%，环比-6.6%），秦皇岛港动力煤均价 736.67 元/吨（同比-5.8%，环比+0.4%），成本压力环比改善；**兑现至行业毛利看，**2022Q4 箱板纸湿法未涂布法日度税后毛利同降 23.9%至 658 元/吨，但 Q4 箱板纸/瓦楞纸吨毛利环比分别增加 0.11%/22.58%，逐步改善；当前瓦楞纸吨毛利处历史五年 50%以下分位，改善空间足。**3) 停机&计提减值致盈利进一步承压：**疫情影响下公司部分机器停机致固定费用上升；同时因子公司业绩不达预期，公司计提商誉减值 15 亿元。
- ❖ **疫后需求复苏有望推动箱板纸/瓦楞纸盈利改善。**公司主营纸种箱板纸/瓦楞纸景气度与宏观消费表现关联度高，22 年年底防疫政策优化以来终端消费逐步恢复，有望抵消新增供应及零关税政策带来的进口冲击；叠加国废等价格边际下滑，成本压力逐步缓解，箱板纸/瓦楞纸盈利有望改善。
- ❖ **产能持续扩张，成本优势强化。**造纸方面，广东山鹰 100 万吨高档包装纸已于 2022 年投产，浙江山鹰 77 万吨高档环保包装纸项目和吉林山鹰一期 30 万吨瓦楞纸及 10 万吨秸秆浆项目预计于 2023 年建成投产，宿州山鹰 180 万吨包装纸等项目将根据安排合理规划进行建设；再生纤维方面，公司当前东南亚拥有 110 万吨再生浆产能，年产 32 万吨英国及荷兰再生浆产能亦在持续建设中，国废回收体系不断完善，产业链一体化布局下成本优势或增厚，市场份额有望提升。
- ❖ **消费复苏促营收改善，浆纸一体化布局巩固成本优势。**22 年在原材料及能源价格上涨、终端需求疲软致纸价低迷下公司业绩承压，商誉计提减值进一步拖累盈利表现，23 年随终端需求回暖，盈利有望修复。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润-22.45/10.44/13.84 亿元（前值为 15.3/17.9/19.3 亿元），对应当前股价 PE 为-5/11/8 倍。采用 DCF 估值法，给予公司 2023 年目标价 3 元/股，维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**原材料价格波动，需求恢复不及预期等。

主要财务指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入(百万)	33,033	34,064	41,647	46,061
同比增速(%)	32.3%	3.1%	22.3%	10.6%
归母净利润(百万)	1,516	-2,245	1,044	1,384
同比增速(%)	9.7%	-248.1%	146.5%	32.7%
每股盈利(元)	0.46	-0.49	0.23	0.30
市盈率(倍)	5	-5	11	8
市净率(倍)	0.5	0.7	0.7	0.6

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2023 年 1 月 30 日收盘价

强推（维持）

目标价：3 元

当前价：2.50 元

华创证券研究所

证券分析师：刘佳昆

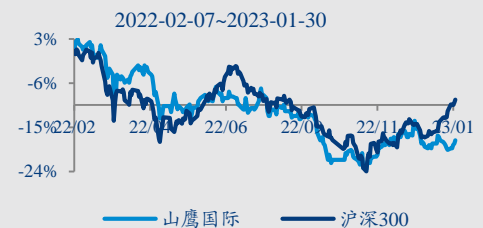
邮箱：liujiakun@hcyjs.com

执业编号：S0360521050002

公司基本数据

总股本(万股)	461,617.90
已上市流通股(万股)	461,617.90
总市值(亿元)	115.40
流通市值(亿元)	115.40
资产负债率(%)	69.38
每股净资产(元)	3.29
12 个月内最高/最低价	3.25/2.32

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《山鹰国际（600567）2022 年一季报点评：收入符合预期，产能投放提振业绩可期》

2022-05-04

《山鹰国际（600567）2021 年半年报点评：表现符合预期，产业链一体化优势进一步延伸，看好旺季景气上行》

2021-08-24

《山鹰国际（600567）2020 年报&2021 年一季报点评：表现符合预期，外废布局领先，产能快速释放》

2021-05-10

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,890	6,855	6,859	7,933
应收票据	72	228	139	192
应收账款	5,091	5,240	6,406	7,087
预付账款	433	325	416	498
存货	3,809	3,528	4,098	4,509
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	2,439	3,463	4,271	4,633
流动资产合计	15,734	19,639	22,189	24,852
其他长期投资	432	433	436	439
长期股权投资	2,217	2,217	2,217	2,217
固定资产	22,209	21,539	20,911	20,321
在建工程	4,965	4,965	4,965	4,965
无形资产	2,208	1,987	1,788	1,610
其他非流动资产	4,229	2,120	2,114	2,106
非流动资产合计	36,260	33,261	32,431	31,658
资产合计	51,994	52,900	54,620	56,510
短期借款	14,590	14,590	14,590	14,590
应付票据	504	430	530	580
应付账款	3,862	6,209	6,642	7,066
预收款项	1	0	0	0
合同负债	70	72	88	98
其他应付款	317	317	317	317
一年内到期的非流动负债	2,274	2,274	2,274	2,274
其他流动负债	940	656	533	624
流动负债合计	22,558	24,548	24,974	25,549
长期借款	5,590	5,590	5,590	5,590
应付债券	4,125	4,125	4,125	4,125
其他非流动负债	1,422	1,422	1,422	1,422
非流动负债合计	11,137	11,137	11,137	11,137
负债合计	33,695	35,685	36,111	36,686
归属母公司所有者权益	16,517	15,490	16,758	18,038
少数股东权益	1,782	1,725	1,751	1,786
所有者权益合计	18,299	17,215	18,509	19,824
负债和股东权益	51,994	52,900	54,620	56,510

现金流量表

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,969	1,855	1,210	2,121
现金收益	3,517	-53	3,266	3,539
存货影响	-1,424	281	-570	-411
经营性应收影响	-1,646	1,303	-1,169	-816
经营性应付影响	179	2,273	532	474
其他影响	1,344	-1,949	-849	-666
投资活动现金流	-2,672	-100	-700	-700
资本支出	-5,737	-710	-708	-706
股权投资	179	0	0	0
其他长期资产变化	2,886	610	8	6
融资活动现金流	61	1,210	-506	-347
借款增加	4,607	0	0	0
股利及利息支付	-1,041	-571	-957	-993
股东融资	57	0	0	0
其他影响	-3,562	1,781	451	646

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	33,033	34,064	41,647	46,061
营业成本	29,006	31,820	36,935	40,578
税金及附加	312	306	358	398
销售费用	352	363	444	491
管理费用	1,362	1,405	1,717	1,899
研发费用	870	897	1,097	1,214
财务费用	698	648	661	646
信用减值损失	-8	-1	-1	-1
资产减值损失	0	-1,500	0	0
公允价值变动收益	-1	-1	-1	-1
投资收益	14	84	84	55
其他收益	1,092	630	630	630
营业利润	1,653	-2,153	1,156	1,528
营业外收入	43	30	30	30
营业外支出	46	50	50	50
利润总额	1,650	-2,173	1,136	1,508
所得税	96	128	66	89
净利润	1,554	-2,301	1,070	1,419
少数股东损益	38	-56	26	35
归属母公司净利润	1,516	-2,245	1,044	1,384
NOPLAT	2,211	-1,614	1,692	2,027
EPS(摊薄) (元)	0.46	-0.49	0.23	0.30

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入增长率	32.3%	3.1%	22.3%	10.6%
EBIT 增长率	-4.9%	-164.9%	217.9%	19.8%
归母净利润增长率	9.7%	-248.1%	146.5%	32.7%
获利能力				
毛利率	12.2%	6.6%	11.3%	11.9%
净利率	4.7%	-6.8%	2.6%	3.1%
ROE	8.3%	-13.0%	5.6%	7.0%
ROIC	5.8%	-3.7%	4.3%	5.0%
偿债能力				
资产负债率	64.8%	67.5%	66.1%	64.9%
债务权益比	153.0%	162.7%	151.3%	141.2%
流动比率	0.7	0.8	0.9	1.0
速动比率	0.5	0.7	0.7	0.8
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.8	0.8
应收账款周转天数	47	55	50	53
应付账款周转天数	48	57	63	61
存货周转天数	38	42	37	38
每股指标(元)				
每股收益	0.46	-0.49	0.23	0.30
每股经营现金流	0.43	0.40	0.26	0.46
每股净资产	3.58	3.36	3.63	3.91
估值比率				
P/E	5	-5	11	8
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	11	514	12	11

轻工纺服组团队介绍

组长、首席分析师：刘佳昆

英国约克大学硕士，曾任职于兴业证券、天风证券。水晶球入围核心成员。2021 年加入华创证券研究所。

助理研究员：刘一怡

浙江大学硕士。2022 年加入华创证券研究所。

助理研究员：毛宇翔

英国伦敦政治经济学院硕士。2022 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	公募机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	高级销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	刘懿	高级销售经理	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	蔡依林	销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	销售助理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	张嘉慧	销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	销售经理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
	王春丽	销售助理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	曹静婷	销售副总监	021-20572551	caojingting@hcyjs.com
	官逸超	销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	邵婧	高级机构销售	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
私募销售组	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
	潘亚琪	销售总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	高级销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	高级销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
王卓伟	销售助理	0755—82756805	wangzhuowei@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的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; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未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,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,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。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522