

山鹰国际 (600567.SH)

强烈推荐 (维持)

主营业务稳定增长, 23年有望迎来盈利拐点

消费品/轻工纺服
目标估值: NA
当前股价: 2.37 元

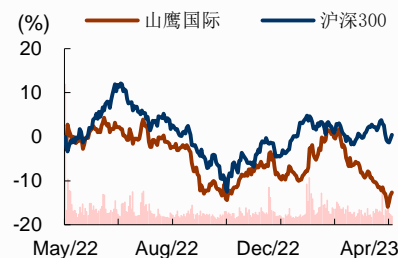
- 22年营业收入稳中有升, 主营业务结构升级。公司22年实现营业总收入340.14亿元, 同比增长2.97%; 归母净利润-22.56亿元。2022Q4实现营业总收入85.6亿, 归母净利润-23.11亿。2023Q1实现营业总收入63.51亿, 归母净利润-3.41亿。分产品看, 箱板纸/瓦楞纸/其他原纸/纸制品/再生纤维分别实现营收127.99/45.27/44.77/76.78/37.11亿元, 分别同比+5.85/8.82/29.71/5.24/14.29%。整体上看, 各主营业务规模都稳中有升。基于2022年下半年新冠疫情的影响, 宏观经济走势疲弱, 盈利能力承压。
- 主营业务维持稳定毛利率, 公司发展向稳定期过渡。分产品看, 箱板纸/瓦楞纸/其他原纸/纸制品/再生纤维分别实现毛利率5.74/7.06/6.45/10.71/3.13%, 分别同比-7.73/-9.9/-10.48/+0.68/+1.83pct。期间费用率方面, 2022年为10.82%, 同比+1.82pct, 其中销售、管理、研发和财务费用率分别为1.16/4.68%/2.44%/2.54%, 同比+0.06/+0.58/-0.16/+0.44pct。公司销售费用率没有明显变化, 公司费用控制能力好; 研发费用率略有下降, 源自于公司产品拥有相对稳定的盈利能力。
- 进一步扩展国外市场, 走向国际化。公司22年国内外营业收入分别为287.57/46.30亿元, 分别同比-1.27/+45.74%; 毛利率分别为7.52/3.83%, 分别同比-5.21/-3.98%。公司国内营业保持较高毛利, 保证一定盈利能力; 同时大规模拓宽海外市场, 营业收入大大增加。而22年境外总资产55.11亿元, 占总资产10.49%。可见公司已布局并计划大规模铺开海外市场。
- 着眼长远发展, 力争稳健经营。面对复杂多变的外部环境, 公司坚持“为客户创造长期价值的全球绿色包装一体化解决方案服务商”的发展愿景, 全力践行“一底一核, 双向发展”战略, 着眼长远发展, 力争稳健经营。公司试图实现造纸板块产销均衡增长, 不断完善区域产能布局。22年纸制品产量达21.48亿平方米, 同比增长8.02%, 进一步巩固行业领先地位。
- 盈利预测与投资建议。22年公司原材料及能源价格上行、宏观经济较弱疲弱, 商誉计提减值轻装上阵, 随着疫后消费复苏, 预计23年有望迎来盈利拐点。我们预计公司2023-2025年归母净利润10.08/14.53/16.66亿元, 对应当前股价23年PE为10.9倍, 维持“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示: 宏观经济发生扰动、行业竞争格局恶化

基础数据

| | |
|------------|------------|
| 总股本(万股) | 461619 |
| 已上市流通股(万股) | 461619 |
| 总市值(亿元) | 109 |
| 流通市值(亿元) | 109 |
| 每股净资产(MRQ) | 2.9 |
| ROE(TTM) | -21.2 |
| 资产负债率 | 72.0% |
| 主要股东 | 福建泰盛实业有限公司 |
| 主要股东持股比例 | 28.12% |

股价表现

| | | | |
|------|----|-----|-----|
| % | 1m | 6m | 12m |
| 绝对表现 | -5 | -2 | -11 |
| 相对表现 | -6 | -16 | -14 |



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《山鹰国际(600567)一底部已现, 静待行业复苏》2023-01-29
- 《山鹰国际(600567)一底部企稳, 静待行业复苏》2022-10-29
- 《山鹰国际(600567)一二季度短暂承压, 中长期成长动力十足》2022-08-29

赵中平 S1090521080001
 zhaozhongping@cmschina.com.cn
 王月 研究助理
 wangyue20@cmschina.com.cn

财务数据与估值

| 会计年度 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 33033 | 34014 | 41497 | 47307 | 53930 |
| 同比增长 | 32% | 3% | 22% | 14% | 14% |
| 营业利润(百万元) | 1653 | (2175) | 1115 | 1564 | 1778 |
| 同比增长 | -7% | -232% | -151% | 40% | 14% |
| 归母净利润(百万元) | 1516 | (2256) | 1008 | 1453 | 1666 |
| 同比增长 | 10% | -249% | -145% | 44% | 15% |
| 每股收益(元) | 0.33 | -0.49 | 0.22 | 0.31 | 0.36 |
| PE | 7.2 | -4.8 | 10.9 | 7.5 | 6.6 |
| PB | 0.7 | 0.8 | 0.7 | 0.7 | 0.6 |

资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 15734 | 13304 | 15426 | 17268 | 19948 |
| 现金 | 3890 | 3738 | 4107 | 4404 | 5284 |
| 交易性投资 | 2 | 12 | 12 | 12 | 12 |
| 应收票据 | 72 | 26 | 31 | 36 | 41 |
| 应收款项 | 5091 | 4363 | 5299 | 6041 | 6887 |
| 其它应收款 | 700 | 210 | 256 | 292 | 333 |
| 存货 | 3809 | 3330 | 3757 | 4248 | 4843 |
| 其他 | 2169 | 1625 | 1964 | 2236 | 2549 |
| 非流动资产 | 36261 | 39213 | 42156 | 44943 | 47582 |
| 长期股权投资 | 2217 | 2326 | 2326 | 2326 | 2326 |
| 固定资产 | 22209 | 25567 | 28826 | 31897 | 34790 |
| 无形资产商誉 | 4108 | 3095 | 2785 | 2507 | 2256 |
| 其他 | 7727 | 8226 | 8220 | 8214 | 8210 |
| 资产总计 | 51994 | 52517 | 57582 | 62211 | 67530 |
| 流动负债 | 22559 | 24691 | 28705 | 32121 | 36138 |
| 短期借款 | 14590 | 15817 | 22294 | 24973 | 28097 |
| 应付账款 | 4366 | 4885 | 5524 | 6246 | 7121 |
| 预收账款 | 71 | 87 | 99 | 111 | 127 |
| 其他 | 3532 | 3903 | 789 | 791 | 793 |
| 长期负债 | 11137 | 13699 | 13699 | 13699 | 13699 |
| 长期借款 | 5590 | 7365 | 7365 | 7365 | 7365 |
| 其他 | 5547 | 6333 | 6333 | 6333 | 6333 |
| 负债合计 | 33696 | 38390 | 42404 | 45820 | 49837 |
| 股本 | 3306 | 3306 | 3306 | 3306 | 3306 |
| 资本公积金 | 4215 | 4068 | 4068 | 4068 | 4068 |
| 留存收益 | 8997 | 6212 | 7220 | 8371 | 9601 |
| 少数股东权益 | 1782 | 541 | 584 | 647 | 718 |
| 归属于母公司所有者权益 | 16517 | 13587 | 14594 | 15745 | 16975 |
| 负债及权益合计 | 51994 | 52517 | 57582 | 62211 | 67530 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|--------------|--------------|------------|------------|------------|
| 经营活动现金流 | 1969 | 203 | 2747 | 3837 | 4279 |
| 净利润 | 1554 | (2353) | 1051 | 1516 | 1737 |
| 折旧摊销 | 1265 | 1504 | 1794 | 1950 | 2099 |
| 财务费用 | 894 | 914 | 1690 | 1869 | 2038 |
| 投资收益 | (14) | (44) | (691) | (691) | (691) |
| 营运资金变动 | (1678) | 234 | (1105) | (813) | (912) |
| 其它 | (51) | (51) | 7 | 7 | 7 |
| 投资活动现金流 | (2672) | (3559) | (4048) | (4048) | (4048) |
| 资本支出 | (4636) | (3780) | (4739) | (4739) | (4739) |
| 其他投资 | 1964 | 221 | 691 | 691 | 691 |
| 筹资活动现金流 | 61 | 3078 | 1671 | 508 | 651 |
| 借款变动 | 353 | 3659 | 3361 | 2679 | 3125 |
| 普通股增加 | 21 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | (134) | (146) | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | (131) | (364) | 0 | (302) | (436) |
| 其他 | (47) | (71) | (1690) | (1869) | (2038) |
| 现金净增加额 | (642) | (277) | 369 | 296 | 881 |

利润表

| 单位：百万元 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 33033 | 34014 | 41497 | 47307 | 53930 |
| 营业成本 | 29006 | 31554 | 35688 | 40353 | 46002 |
| 营业税金及附加 | 312 | 213 | 260 | 296 | 338 |
| 营业费用 | 352 | 393 | 480 | 547 | 624 |
| 管理费用 | 1362 | 1591 | 1942 | 2213 | 2523 |
| 研发费用 | 870 | 831 | 1014 | 1156 | 1317 |
| 财务费用 | 698 | 863 | 1690 | 1869 | 2038 |
| 资产减值损失 | 117 | (1433) | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | (1) | 31 | 31 | 31 | 31 |
| 其他收益 | 1092 | 616 | 616 | 616 | 616 |
| 投资收益 | 14 | 44 | 44 | 44 | 44 |
| 营业利润 | 1653 | (2175) | 1115 | 1564 | 1778 |
| 营业外收入 | 43 | 15 | 15 | 15 | 15 |
| 营业外支出 | 46 | 113 | 113 | 113 | 113 |
| 利润总额 | 1650 | (2272) | 1017 | 1466 | 1680 |
| 所得税 | 97 | 81 | (34) | (50) | (57) |
| 少数股东损益 | 38 | (97) | 43 | 62 | 71 |
| 归属于母公司净利润 | 1516 | (2256) | 1008 | 1453 | 1666 |

主要财务比率

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业总收入 | 32% | 3% | 22% | 14% | 14% |
| 营业利润 | -7% | -232% | -151% | 40% | 14% |
| 归母净利润 | 10% | -249% | -145% | 44% | 15% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 12.2% | 7.2% | 14.0% | 14.7% | 14.7% |
| 净利率 | 4.6% | -6.6% | 2.4% | 3.1% | 3.1% |
| ROE | 9.4% | -15.0% | 7.2% | 9.6% | 10.2% |
| ROIC | 5.8% | -3.3% | 6.8% | 7.6% | 7.8% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 64.8% | 73.1% | 73.6% | 73.7% | 73.8% |
| 净负债比率 | 43.2% | 50.1% | 51.5% | 52.0% | 52.5% |
| 流动比率 | 0.7 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.6 |
| 速动比率 | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.7 | 0.7 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| 存货周转率 | 9.4 | 8.8 | 10.1 | 10.1 | 10.1 |
| 应收账款周转率 | 7.5 | 7.1 | 8.5 | 8.3 | 8.3 |
| 应付账款周转率 | 6.8 | 6.8 | 6.9 | 6.9 | 6.9 |
| 每股资料(元) | | | | | |
| EPS | 0.33 | -0.49 | 0.22 | 0.31 | 0.36 |
| 每股经营净现金 | 0.43 | 0.04 | 0.60 | 0.83 | 0.93 |
| 每股净资产 | 3.58 | 2.94 | 3.16 | 3.41 | 3.68 |
| 每股股利 | 0.08 | 0.00 | 0.07 | 0.09 | 0.11 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 7.2 | -4.8 | 10.9 | 7.5 | 6.6 |
| PB | 0.7 | 0.8 | 0.7 | 0.7 | 0.6 |
| EV/EBITDA | 14.2 | 718.2 | 10.8 | 9.3 | 8.4 |

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

赵中平：香港中文大学硕士，对外经济贸易大学学士，2014-2016年分别就职于安信证券，银河证券，2016-2021年就职于广发证券轻工行业首席分析师，2020年新财富，水晶球，新浪金麒麟均获得第三名，2021年加入招商证券，任轻工时尚首席分析师。

刘丽：对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017年8月加入招商证券，2021年起任美妆时尚联席首席。

毕先磊：山东大学金融硕士，吉林大学工学学士，曾就职于德邦证券研究所轻工组，2021年加入招商证券，研究方向为轻工制造。

王鹏：华威商学院金融学硕士，中山大学金融学学士，2020-2021年就职于万联证券，2021年加入招商证券，任研究助理，研究方向为轻工新消费。

王月：香港理工大学运筹学及风险分析硕士，华北电力大学电气工程及其自动化学士，曾就职于基金公司，2021-2023年就职于天风证券研究所轻工组，2023年加入招商证券，研究方向为轻工新消费。

王梓旭：中央财经大学硕士，2022年加入招商证券，任研究助理，研究方向为纺织服装。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。