

山鹰国际 (600567.SH)

周期底部显现，扩产步伐稳健、静待需求复苏

公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报: 2022 年公司实现收入 340.14 亿元 (同比+3.0%)，归母净利润-22.56 亿元；其中 Q4 实现收入 85.65 亿元 (同比-4.6%)，归母净利润-23.11 亿元，利润承压主要系下游需求不振、造纸业务亏损叠加计提商誉减值；2023Q1 公司实现收入 63.51 亿元 (同比-20.2%)，归母净利润-3.41 亿元，短期经营压力仍存。

造纸: Q1 经营压力延续，下半年盈利有望边际改善。 根据公司披露经营数据，2023Q1 造纸业务实现收入 38.97 亿元 (同比-25.1%，环比-33.7%)，销量 120.56 万吨 (同比-7.6%，环比-29.7%)，销售均价为 3232 元/吨 (同比-18.9%，环比-5.8%)。成本方面，2023Q1 国废价格同比/环比分别-28%/-15%，废纸价格显著走弱；海外废纸价格自高点下降幅度超 150 美元/吨，高端箱板纸盈利有望修复。价格方面，2023Q1 箱板纸/瓦楞纸市场价格分别同比-12%/-19%，环比-5%/-6%，下游需求疲软，龙头纸厂相继轮停检修，经历行业被动去库，目前龙头企业库存趋于合理，且当前纸价逐步消化进口纸关税冲击，废纸系止跌企稳，预计伴随下半年下游需求复苏，盈利有望边际改善。

包装: 绑定优质客户资源，增强产业链协同效应。 根据公司披露经营数据，2023Q1 包装业务实现收入 15.08 亿元 (同比-24.2%，环比-19.6%)，销量 4.26 亿平方米 (同比-13.8%，环比-19.8%)，销售均价为 3.54 元/平方米 (同比-12.1%，环比+0.2%)。公司持续巩固及开拓优质客户资源，在核心品牌客户 DELL、HP 等的份额持续提升，依托新增包装基地加强大客户的、海尔等服务和交付能力，同时新增拓展联合利华、百事食品、海天等优质客户。此外，在全球禁塑和减塑的环保趋势下，公司首个食品纸塑包装宜宾基地于 2022 年投产，现有年产能 2 万吨，产业链上下游协同为客户提供一站式包装整体解决方案。

产能稳健扩张，成本优势强化。 造纸方面，2022 年公司广东山鹰 100 万吨高档包装纸投产，目前产能规模超过 700 万吨；浙江山鹰 77 万吨造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，届时公司规划产能规模突破 800 万吨。再生纤维方面，目前公司国废回收体系逐步完善，同时在美国、荷兰等地回收纤维，在东南亚拥有 110 万吨再生浆，预计 2023 年产能持续爬坡，成本优势有所加强。

盈利能力环比修复，停机减产致费用增加。 2023Q1 公司毛利率为 7.72% (同比-3.0pct，环比+4.3pct)，归母净利率分别为-5.37% (同比-7.9pct，环比+21.6pct)，Q1 纸价低迷导致盈利承压，环比有所修复。2023Q1 公司销售/管理/研发费用率为 1.40%/6.11%/3.00% (同比+0.4pct/+2.2pct/+0.3pct)，为降库存导致停机损失增加，费用率上升。

现金流回暖，库存见底、经营效率提升。 2022 年/2023Q1 公司产生净经营现金流分别为 2.03 亿元/3.64 亿元 (同比-17.66 亿元/+1.89 亿元)，现金流表现回暖；从营运效率来看，截至 Q1 末公司应收账款周转天数 59.74 天 (同比+4.74 天)，应付账款周转天数 62.50 天 (同比+15.35 天)，存货周转天数 48.81 天 (同比-2.06 天)，去库接近尾声，周转效率有所提升。

盈利预测与投资评级: 2022 年行业下行叠加公司计提商誉减值，利润短暂承压，2023Q1 需求未见明显复苏，公司仍面临经营压力，预计下半年盈利逐步修复，我们下调前期盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 5.6 亿元/13.6 亿元/20.2 亿元，对应 PE 为 20X/8X/5X，当前 PB 估值为 0.7X，处历史底部，安全边际较高，维持“买入”评级。

风险提示: 下游需求恢复低于预期、扩产节奏低于预期。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	33,033	34,014	38,840	45,566	51,764
增长率 yoy (%)	32.3	3.0	14.2	17.3	13.6
归母净利润 (百万元)	1,516	-2,256	559	1,362	2,021
增长率 yoy (%)	9.7	-248.9	124.8	143.4	48.4
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.33	-0.49	0.12	0.29	0.44
净资产收益率 (%)	8.5	-16.7	3.9	8.7	11.7
P/E (倍)	7.2	-	19.6	8.0	5.4
P/B (倍)	0.7	0.8	0.8	0.7	0.7

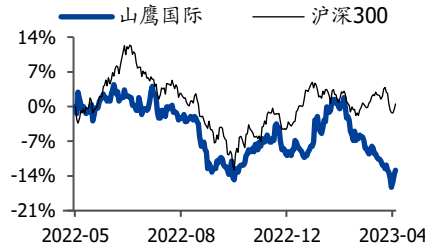
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	造纸
前次评级	买入
4月28日收盘价(元)	2.37
总市值(百万元)	10,940.38
总股本(百万股)	4,616.19
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	21.18

股价走势



作者

分析师 姜文疆

执业证书编号: S0680523040001

邮箱: jiangwenqiang1@gszq.com

相关研究

- 《山鹰国际 (600567.SH): 轻装上阵, 行业复苏可期》2023-01-27
- 《山鹰国际 (600567.SH): 转债下修降低财务费用, 静待行业景气复苏》2022-10-14
- 《山鹰国际 (600567.SH): 静待行业复苏, 产能扩张稳健》2022-08-28



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	15734	13304	17127	16778	21365
现金	3890	3738	3237	3797	4314
应收票据及应收账款	5164	4389	6519	6278	8260
其他应收款	700	210	829	390	995
预付账款	433	218	525	347	644
存货	3809	3330	4598	4547	5734
其他流动资产	1738	1419	1419	1419	1419
非流动资产	36261	39213	42432	47137	51069
长期投资	2217	2326	2375	2399	2486
固定资产	22209	25567	28734	33075	36857
无形资产	2208	2512	2671	2827	2959
其他非流动资产	9627	8808	8652	8836	8768
资产总计	51994	52517	59559	63915	72433
流动负债	22559	24691	31389	35875	44400
短期借款	14590	15817	22459	25621	33375
应付票据及应付账款	4366	4885	5389	6462	6860
其他流动负债	3602	3990	3541	3792	4165
非流动负债	11137	13699	12164	10814	8950
长期借款	9714	11647	10113	8763	6899
其他非流动负债	1423	2051	2051	2051	2051
负债合计	33696	38390	43553	46690	53350
少数股东权益	1782	541	550	580	634
股本	3306	3306	4616	4616	4616
资本公积	4435	4538	4538	4538	4538
留存收益	9374	6619	7140	8386	10239
归属母公司股东权益	16517	13587	15456	16645	18449
负债和股东权益	51994	52517	59559	63915	72433

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1969	203	-1125	5617	1211
净利润	1554	-2353	568	1392	2074
折旧摊销	1265	1504	1541	1822	2122
财务费用	698	863	482	524	630
投资损失	-14	-44	10	-2	-13
营运资金变动	-1678	-1322	-3681	1939	-3539
其他经营现金流	144	1555	-45	-57	-65
投资活动现金流	-2672	-3559	-4725	-6467	-5977
资本支出	4636	3780	3170	4680	3846
长期投资	212	-43	-49	-25	-86
其他投资现金流	2176	178	-1604	-1812	-2218
筹资活动现金流	61	3078	-1294	-1752	-2471
短期借款	2909	1227	0	0	0
长期借款	834	1933	-1534	-1350	-1864
普通股增加	21	0	1310	0	0
资本公积增加	44	104	0	0	0
其他筹资现金流	-3746	-185	-1070	-402	-607
现金净增加额	-725	-291	-7143	-2602	-7237

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	33033	34014	38840	45566	51764
营业成本	29006	31554	35041	40421	45441
营业税金及附加	312	213	272	273	259
营业费用	352	393	505	638	699
管理费用	1362	1591	1787	2087	2366
研发费用	870	831	932	1048	1191
财务费用	698	863	482	524	630
资产减值损失	0	-1421	0	0	0
其他收益	1092	616	740	768	804
公允价值变动收益	-1	31	6	9	11
投资净收益	14	44	-10	2	13
资产处置收益	124	2	39	48	53
营业利润	1653	-2175	597	1403	2060
营业外收入	43	15	25	28	23
营业外支出	46	113	73	86	80
利润总额	1650	-2272	549	1344	2003
所得税	97	81	-20	-48	-71
净利润	1554	-2353	568	1392	2074
少数股东损益	38	-97	9	30	54
归属母公司净利润	1516	-2256	559	1362	2021
EBITDA	4324	847	3504	4829	6050
EPS (元)	0.33	-0.49	0.12	0.29	0.44

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	32.3	3.0	14.2	17.3	13.6
营业利润(%)	-7.4	-231.5	127.4	135.1	46.8
归属于母公司净利润(%)	9.7	-248.9	124.8	143.4	48.4
获利能力					
毛利率(%)	12.2	7.2	9.8	11.3	12.2
净利率(%)	4.6	-6.6	1.4	3.0	3.9
ROE(%)	8.5	-16.7	3.9	8.7	11.7
ROIC(%)	6.6	-1.5	4.0	5.8	6.6
偿债能力					
资产负债率(%)	64.8	73.1	73.1	73.0	73.7
净负债比率(%)	128.6	200.0	226.4	218.8	227.5
流动比率	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
速动比率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	7.5	7.1	7.1	7.1	7.1
应付账款周转率	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.33	-0.49	0.12	0.29	0.44
每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.04	-0.24	1.22	0.26
每股净资产(最新摊薄)	3.48	2.84	2.96	3.22	3.61
估值比率					
P/E	7.2	-	19.6	8.0	5.4
P/B	0.7	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	8.4	46.9	12.8	9.6	8.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com