

山鹰国际（600567）2022年报及2023年一季度点评

22年产销均衡增长，23Q1毛利率环比改善

事项:

- ❖ 公司公布2022年年报及2023年一季度。2022年公司实现营业收入340.1亿元（YOY+3%），实现归母净利润-22.6亿元（YOY-248.9%）；实现扣非归母净利润-24.1亿元（YOY-300.5%）。2023Q1实现营业收入63.5亿元（YOY-20.2%），实现归母净利润-3.4亿元（YOY-270.7%）；实现扣非归母净利润-3.8亿元（YOY-318.2%）。

评论:

- ❖ **2022年公司原纸产销均衡增长，包装业务逆势增长。**1)原纸：2022年公司开发50克高瓦、优质紫杉等新产品进行差异化竞争，2022年原纸产量/销量分别同比增长2.11%/5.88%至614.81/616.29万吨。具体看，箱板纸/瓦楞纸/其他原纸分别实现营收128/45.3/44.8亿元，分别同比-5.85%/+8.82%/+29.71%。2)包装：2022年公司继续拓展联合利华等大客户，包装业务产量/销量分别增长8.02%/5.49%至21.48/21.36亿平方米。3)新兴业务：公司22年积极拓展行业新赛道及东南亚产业布局，在宜宾市兴文县投资建设的宜宾祥泰食品纸塑工厂顺利投产，现有年产能2万吨，同时积极探索东南亚产业布局，越南中健二级厂于2022年年末投产，进一步提升包装板块的横向服务能力。
- ❖ **量价齐降致Q1盈利承压。**1)营收同比下滑：据公司经营数据快报披露，2023Q1造纸/包装业务实现营收38.97/15.08亿元，同比-25.1%/-24.2%。拆分量价看，业绩下滑主要系均价承压及销量下滑。23Q1造纸业务：销量120.56万吨（同比-7.64%），销售均价为3232.41元/吨（同比-18.92%）；包装业务：销量4.26亿平方米（同比-13.67%），销售均价3.54元/平方米（同比-12.17%）。2)成本压力环比改善：Q1在国废价格持续下行（同比/环比分别-28%/-15%）下箱板纸吨毛利迎来改善（同比+202元，环比+143元）；预计后续随终端消费改善盈利将进一步回升。
- ❖ **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。**但考虑到箱板纸盈利已见明显改善，我们预计公司2023-2025年归母净利润为12.34/15.68/19.75亿元（23/24年前值为10.44/13.84亿元），对应当前股价PE为9/7/6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

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	34,014	41,551	47,187	53,383
同比增速(%)	3.0%	22.2%	13.6%	13.1%
归母净利润(百万)	-2,256	1,234	1,568	1,975
同比增速(%)	-248.9%	154.7%	27.1%	25.9%
每股盈利(元)	-0.49	0.27	0.34	0.43
市盈率(倍)	-5	9	7	6
市净率(倍)	0.8	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4月28日收盘价

强推（维持）

目标价：3元

当前价：2.37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)	461,619.48
已上市流通股(万股)	461,619.48
总市值(亿元)	109.40
流通市值(亿元)	109.40
资产负债率(%)	72.01
每股净资产(元)	2.76
12个月内最高/最低价	2.90/2.28

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《山鹰国际（600567）2022年业绩预告点评：轻装上阵，静待复苏》

2023-01-31

《山鹰国际（600567）2022年一季度报点评：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

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,738	3,701	4,144	4,677
应收票据	26	77	109	95
应收账款	4,363	5,616	7,072	8,089
预付账款	218	382	463	504
存货	3,330	4,270	4,825	5,455
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	1,629	4,724	4,565	4,632
流动资产合计	13,304	18,769	21,177	23,452
其他长期投资	551	569	582	647
长期股权投资	2,326	2,326	2,326	2,326
固定资产	25,567	24,789	24,056	23,366
在建工程	5,992	5,992	5,992	5,992
无形资产	2,512	2,318	2,136	1,959
其他非流动资产	2,266	2,230	2,238	2,250
非流动资产合计	39,213	38,223	37,330	36,539
资产合计	52,517	56,992	58,507	59,992
短期借款	15,817	17,043	18,160	18,199
应付票据	523	552	628	745
应付账款	4,361	5,418	6,108	6,870
预收款项	0	0	0	0
合同负债	87	106	120	136
其他应付款	241	241	241	241
一年内到期的非流动负债	3,116	3,616	2,537	1,268
其他流动负债	546	470	608	705
流动负债合计	24,691	27,448	28,402	28,167
长期借款	7,365	8,408	9,440	10,161
应付债券	4,282	4,282	2,141	1,070
其他非流动负债	2,051	1,405	1,405	1,405
非流动负债合计	13,699	14,094	12,986	12,636
负债合计	38,390	41,542	41,388	40,803
归属母公司所有者权益	13,587	14,820	16,389	18,364
少数股东权益	541	630	730	826
所有者权益合计	14,127	15,450	17,119	19,189
负债和股东权益	52,517	56,992	58,507	59,992

现金流量表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	203	-400	2,449	3,606
现金收益	14	3,706	3,981	4,390
存货影响	479	-940	-555	-630
经营性应收影响	2,410	-1,466	-1,569	-1,044
经营性应付影响	442	1,086	766	880
其他影响	-3,141	-2,785	-173	11
投资活动现金流	-3,559	-663	-645	-762
资本支出	-6,194	-765	-761	-750
股权投资	-108	0	0	0
其他长期资产变化	2,743	102	115	-13
融资活动现金流	3,078	1,025	-1,361	-2,311
借款增加	4,002	2,769	-1,071	-1,579
股利及利息支付	-1,464	-896	-906	-944
股东融资	17	17	17	17
其他影响	524	-865	600	196

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	34,014	41,551	47,187	53,383
营业成本	31,554	36,553	41,207	46,350
税金及附加	213	328	368	419
销售费用	393	481	546	617
管理费用	1,591	1,944	2,208	2,551
研发费用	831	1,015	1,153	1,304
财务费用	863	704	697	749
信用减值损失	-14	-14	-14	-14
资产减值损失	-1,421	0	0	0
公允价值变动收益	31	31	31	31
投资收益	44	44	44	44
其他收益	616	854	735	794
营业利润	-2,175	1,441	1,805	2,248
营业外收入	15	15	15	15
营业外支出	113	113	113	113
利润总额	-2,272	1,343	1,708	2,150
所得税	81	79	100	126
净利润	-2,353	1,265	1,607	2,024
少数股东损益	-97	31	39	49
归属母公司净利润	-2,256	1,234	1,568	1,975
NOPLAT	-1,459	1,927	2,264	2,729
EPS(摊薄) (元)	-0.49	0.27	0.34	0.43

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	3.0%	22.2%	13.6%	13.1%
EBIT 增长率	-160.0%	245.3%	17.4%	20.6%
归母净利润增长率	-248.9%	154.7%	27.1%	25.9%
获利能力				
毛利率	7.2%	12.0%	12.7%	13.2%
净利率	-6.9%	3.0%	3.4%	3.8%
ROE	-16.6%	8.3%	9.6%	10.8%
ROIC	-3.2%	4.8%	5.5%	6.5%
偿债能力				
资产负债率	73.1%	72.9%	70.7%	68.0%
债务权益比	231.0%	224.9%	196.8%	167.3%
流动比率	0.5	0.7	0.7	0.8
速动比率	0.4	0.5	0.6	0.6
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.9
应收账款周转天数	50	43	48	51
应付账款周转天数	47	48	50	50
存货周转天数	41	37	40	40
每股指标(元)				
每股收益	-0.49	0.27	0.34	0.43
每股经营现金流	0.04	-0.09	0.53	0.78
每股净资产	2.94	3.21	3.55	3.98
估值比率				
P/E	-5	9	7	6
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	445	11	10	9

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	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@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
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@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 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	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 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522