

➤ **事件。**公司 22 年实现营收/归母净利润/扣非净利 340.14/-22.56/-24.07 亿元，同比变动+2.97%/-248.87%/-300.54%；22Q4 实现营收/归母净利润/扣非净利润 85.65/-23.11/-23.37 亿元，同比下降 4.6%/1206.6%/1004.5%。23Q1 实现营收/归母净利润/扣非净利润 63.51/-3.41/-3.77 亿元，同比下降 20.22%/270.67%/318.24%。

➤ **销量提升，22 年收入同增 2.97%。**22 年箱板/瓦楞/包装/其他原纸收入同比分别变化 -5.85%/+8.82%/+5.24%/+29.71%，收入分别占比 38.3%/13.6%/23.0%/13.4%，由于国内需求低迷及出口量回落，主要产品箱板纸价格 22 年震荡下行，拉低营收。量：产销均衡增长，22 年原纸产量/销量为 615/616 万吨，同增 2.11%/5.88%。价：22 年国内原纸销售均价同比-2.9%。

➤ **22 年盈利能力下降。**22 年毛利率/净利率同降 4.96/11.62pct 至 7.23%/6.92%，终端需求不振，原材料价格走低，参考 22 年美废 12#/国废均价同降 13.9%/8.9%，纸价下跌大于成本下跌，箱板/瓦楞/包装/其他原纸毛利率同比-7.7/-9.9/+0.7/-10.5pct。22 年销售/管理/研发/财务费用率 1.16%/4.68%/2.44%/2.54%，同比变动 0.09/0.55/-0.19/0.42pct，管理费用率增加主因降库存停机损失增加所致；财务费用率增加主因利息支出增加所致。

➤ **纸价下行，吨盈利不及预期。**量：根据月度经营数据，22Q4 公司国内造纸销量同比+15.2%/环比+11.0%；价：22Q4 公司国内造纸销售均价同降 19.7%/环降 6.7%。单 Q4 毛利率同比-7.97pct，我们估算 Q1/Q2/Q3/Q4 吨盈利约 122.7/-82.1/-74.3/-255.3 元。单 Q4 销售/管理/研发/财务费用率 1.39%/5.19%/2.57%/4.33%，同比变动+0.11/+0.94/-0.68/+2.16pct，财务费用率增加主要系汇率影响。根据月度经营数据，23Q1 公司国内造纸销量/均价同降 7.6%/18.9%，环降 29.7%/5.8%，23Q1 造纸均价 3232.4 元，吨盈利-337.7 元，吨盈利下降主因产能利用率下降。23Q1 销售/管理/研发/财务费用率 1.40%/6.11%/3.00%/4.82%，同比+0.35/+2.19/+0.25/+2.48pct，管理费用增加主要受停机影响，财务费用增加主要受汇率影响。

➤ **投资建议：**22 年底广东山鹰 100 万吨高档包装纸投产，我们预计 23 年浙江山鹰 77 万吨造纸项目投产，安徽山鹰 70 万吨热磨纤维及 180 万吨包装纸、吉林山鹰 100 万吨纸浆及 100 万吨包装纸项目陆续建设，中小产能出清行业集中度提高，有利于公司提价，看好公司产能提升后盈利能力改善。22 年受疫情及原料成本上涨影响盈利承压，公司作为国内箱板瓦楞纸龙头，坚持产业链一体化策略，23 年消费需求恢复后有望迎来盈利反转。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 9.6/14.1/19.5 亿元，对应 PE 为 12/8/6，维持“**推荐**”评级。

➤ **风险提示：**下游需求不及预期，市场竞争加剧。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	34,014	40,794	47,326	53,120
增长率 (%)	3.0	19.9	16.0	12.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	-2,256	958	1,409	1,946
增长率 (%)	-248.9	142.4	47.2	38.1
每股收益 (元)	-0.49	0.21	0.31	0.42
PE	-	12	8	6
PB	0.8	0.7	0.7	0.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 5 月 8 日收盘价）

## 推荐

**维持评级**
**当前价格：**
**2.39 元**

**分析师 徐皓亮**

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

### 相关研究

1.山鹰国际 (600567.SH) 业绩预告点评：大幅计提商誉减值，轻装上阵静待需求改善-2023/01/30

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	34,014	40,794	47,326	53,120
营业成本	31,554	35,840	41,172	45,756
营业税金及附加	213	245	284	319
销售费用	393	490	568	637
管理费用	1,591	1,917	2,224	2,497
研发费用	831	1,061	1,230	1,381
EBIT	-17	1,976	2,699	3,485
财务费用	863	961	1,185	1,389
资产减值损失	-1,421	0	0	0
投资收益	44	41	47	53
营业利润	-2,175	1,059	1,566	2,155
营业外收支	-98	-20	-20	-20
利润总额	-2,272	1,039	1,546	2,135
所得税	81	62	93	128
净利润	-2,353	977	1,453	2,007
归属于母公司净利润	-2,256	958	1,409	1,946
EBITDA	1,548	3,629	4,573	5,546

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,738	3,312	3,788	5,133
应收账款及票据	4,389	6,649	7,714	8,658
预付款项	218	538	618	686
存货	3,330	4,909	5,640	6,268
其他流动资产	1,629	2,267	2,465	2,645
流动资产合计	13,304	17,676	20,225	23,390
长期股权投资	2,326	2,326	2,326	2,326
固定资产	25,567	28,537	31,311	34,083
无形资产	2,512	2,509	2,505	2,500
非流动资产合计	39,213	41,702	44,480	47,294
资产合计	52,517	59,378	64,705	70,684
短期借款	15,817	15,917	20,067	22,867
应付账款及票据	4,885	5,990	6,881	7,647
其他流动负债	3,990	4,384	1,376	1,533
流动负债合计	24,691	26,290	28,323	32,046
长期借款	7,365	10,565	12,715	13,365
其他长期负债	6,333	6,714	6,711	6,762
非流动负债合计	13,699	17,279	19,426	20,127
负债合计	38,390	43,569	47,750	52,173
股本	3,306	4,616	4,616	4,616
少数股东权益	541	560	604	664
股东权益合计	14,127	15,808	16,955	18,510
负债和股东权益合计	52,517	59,378	64,705	70,684

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	2.97	19.93	16.01	12.24
EBIT 增长率	-100.76	11850.40	36.57	29.14
净利润增长率	-248.87	142.44	47.19	38.10
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	7.23	12.15	13.00	13.86
净利润率	-6.63	2.35	2.98	3.66
总资产收益率 ROA	-4.30	1.61	2.18	2.75
净资产收益率 ROE	-16.61	6.28	8.62	10.91
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.54	0.67	0.71	0.73
速动比率	0.35	0.43	0.46	0.48
现金比率	0.15	0.13	0.13	0.16
资产负债率 (%)	73.10	73.38	73.80	73.81
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	46.82	58.00	58.00	58.00
存货周转天数	38.52	50.00	50.00	50.00
总资产周转率	0.65	0.73	0.76	0.78
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	-0.49	0.21	0.31	0.42
每股净资产	2.94	3.30	3.54	3.87
每股经营现金流	0.04	0.05	0.76	0.99
每股股利	0.11	0.07	0.10	0.13
<b>估值分析</b>				
PE	-	12	8	6
PB	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	24.50	11.50	9.70	8.39
股息收益率 (%)	4.60	2.78	4.09	5.65

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	-2,353	977	1,453	2,007
折旧和摊销	1,565	1,653	1,875	2,061
营运资金变动	-1,322	-3,362	-1,007	-899
经营活动现金流	203	243	3,514	4,565
资本开支	-3,762	-4,633	-4,668	-4,890
投资	-25	-19	0	0
投资活动现金流	-3,559	-4,122	-4,617	-4,836
股权募资	16	0	0	0
债务募资	4,507	3,630	3,109	3,501
筹资活动现金流	3,078	3,453	1,578	1,616
现金净流量	-291	-426	476	1,345

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026