

山鹰国际(600567)

报告日期: 2023年05月03日

# Q4 筑底, Q1 改善, 看好旺季吨盈利上行

## ——山鹰国际点评报告

### 投资要点

□ **公司公布 2022A 年报与 2023Q1 季报:** 2022 年实现营收 340.14 亿元 (同比 +2.97%), 亏损 22.56 亿元 (21 年盈利 15.16 亿元), 扣非亏损 24.07 亿元 (21 年扣非利润 12 亿元), 剔除收购联盛纸业等产生的商誉减值 (13.24 亿元) 后, 22 年亏损 9.32 亿元, 其中 22Q4 实现收入 85.65 亿元 (同比 -4.61%), 剔除商誉减值后亏损 9.87 亿元, 此外信用减值+存货跌价减值 0.64 亿元亦集中体现在 Q4。23Q1 实现营收 63.52 亿元 (同比 -20.22%), 亏损 3.41 亿元 (22Q1 归母净利润 2 亿元)。

### □ 产能&客户稳步扩张, 销量增长稳健

1) **造纸:** 22A 公司箱板瓦楞等原纸销售 616 万吨, 同比 +5.88%, 其中 Q4 包装原纸销售 171 万吨 (yoy-18.9%, qoq-5.8%), 22 年公司新增吉林产能 100 万吨, 推动销量提升; 23Q1 销售 121 万吨, (yoy-7.64%, qoq-29.65%), 主要系疫情等因素影响下游需求。

2) **包装:** 22A 包装产品销量 21.36 亿平, 同比 +5.49%, 实现逆势增长, 公司客户拓展顺畅, 已拓展小米、纳恩博、宁德时代等头部客户, 其中 Q4 包装产品销售 5.31 亿平 (yoy-6.8%, qoq-4.5%), 23Q1 销售 4.26 亿平 (yoy-13.8%, qoq-19.8%)。

### □ 行业持续去库&零关税政策落地, 纸价与业绩承压

1) **造纸:** 22 年箱板瓦楞纸进入主动去库阶段, 纸价承压, 22A 均价 3538 元/吨 (同比 -2.9%), 其中 22Q4 均价 3431 元/吨 (yoy-19.7%, qoq-6.69%), 主动去库阶段国废等原材料跟随纸价下跌, 对应吨盈利承压, 我们测算 22Q4 剔除减值后吨净利 -589 元/吨 (环比 -526 元/吨)。23Q1 进口零关税政策落地, 头部厂商主动压低国废收购价, 提升国产纸竞争力, 对应 23Q1 原纸均价 3232 元/吨 (yoy-18.9%, qoq-5.8%), 本轮龙头主动压低原材料回收价, 成品纸跟随原材料下跌, 对应吨盈利改善, 23Q1 吨净利 -297 元/吨 (环比 +292 元/吨), Q4 吨净利筑底后, Q1 环比大幅改善。

2) **包装:** 包装产品公司提供定制化服务, 议价能力相对较高, 23 年原纸价格下行下 (同比 -2.9%), 公司包装产品均价 3.59 元/平 (同比 -0.24%), 整体维持稳定, 随着规模提升, 包装纸毛利率持续提升至 10.71% (同比 +0.68pct)。

### □ 产能扩张&原材料布局逐步展现, 看好旺季盈利能力上行

23 年公司预计新增原纸产能 107 万吨 (浙江山鹰 77 万吨, 吉林山鹰 30 万吨瓦楞纸项目), 进一步提升内生增长力, 此外 23 年公司配套各造纸基地 50 万吨木纤维和 10 万吨秸秆浆产能预计落地, 原材料自给率进一步提升, 提升长期吨盈利中枢。短期看, 公司吨盈利 Q4 筑底, Q1 环比改善, 随着 Q2 逐步进入旺季, 下游需求改善, 吨盈利或有望上行, 驱动业绩重回稳健成长通道。

### □ 资本开支维持高位, 经营现金流大幅优化

1) **存货有序去化:** 截至 Q1 库存 30.27 亿元 (同比 -12 亿元, 环比 -3.03 亿元), 去库效果显著, 为旺季提价做好准备。

2) **资本开支:** 22 年资本开支 37.8 亿元 (同比 -8.56 亿元), 23Q1 为 7.53 亿元 (同比 -3.35 亿元), 整体维持高位, 彰显龙头逆势扩张这一核心竞争壁垒。

### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 史凡可  
 执业证书号: S1230520080008  
 shifanke@stocke.com.cn

分析师: 马莉  
 执业证书号: S1230520070002  
 mali@stocke.com.cn

研究助理: 曾伟  
 zengwei@stocke.com.cn

### 基本数据

收盘价	¥ 2.37
总市值(百万元)	10,940.38
总股本(百万股)	4,616.19

### 股票走势图



### 相关报告

- 《轻装上阵再启航, 底部已现静待拐点——山鹰国际点评报告》 2023.01.28
- 《【浙商轻工】山鹰国际: 大股东全额参与定增彰显信心》 2022.05.09
- 《【浙商轻工】山鹰国际: Q4 业绩承压, 期待旺季改善 220418》 2022.04.18

**3) 经营现金流:** 23Q1 经营净现金流 3.64 亿元 (环比+2.77 亿元, 同比+1.89 亿元), 国废大幅下跌, 纸价下跌较缓, 售价成本差扩大, 现金流大幅改善。

□ **盈利预测与投资建议**

预计 23-25 年实现收入 409.57/458.49/512.26 亿元, 分别同比 +20.41%/11.94%/11.73%, 实现归母净利润 10.41/14.96/17.93 亿元, 24-25 年同比 +43.78%/+19.83%, 对应 PE11/7/6X, 维持“买入”评级。

□ **风险提示**

下游景气度波动, 原材料价格波动, 纸价涨幅不及预期

## 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	34,014	40,957	45,849	51,226
(+/-) (%)	2.97%	20.41%	11.94%	11.73%
归母净利润	-2,256	1,041	1,496	1,793
(+/-) (%)	-248.87%	-146.12%	43.78%	19.83%
每股收益(元)	-0.49	0.23	0.32	0.39
P/E	—	10.51	7.31	6.10

资料来源: 浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	13,304	15,899	15,160	19,965
现金	3,738	2,815	2,797	4,356
交易性金融资产	12	12	12	12
应收账款	4,389	7,652	6,505	9,202
其它应收款	210	245	264	305
预付账款	218	419	451	444
存货	3,330	3,757	4,131	4,646
其他	1,407	1,000	1,000	1,000
<b>非流动资产</b>	39,213	42,549	44,199	45,709
金额资产类	394	394	394	394
长期投资	2,326	2,753	2,872	3,090
固定资产	25,567	28,417	29,619	30,427
无形资产	2,512	2,765	3,045	3,324
在建工程	5,992	5,699	5,641	5,762
其他	2,422	2,520	2,628	2,712
<b>资产总计</b>	52,517	58,448	59,358	65,674
<b>流动负债</b>	24,691	28,456	27,274	31,187
短期借款	15,817	16,817	17,317	17,817
应付款项	4,885	7,071	5,307	8,632
预收账款	0	0	1	1
其他	3,990	4,568	4,650	4,738
<b>非流动负债</b>	13,699	14,799	15,349	15,899
长期借款	7,365	8,365	8,865	9,365
其他	6,333	6,433	6,483	6,533
<b>负债合计</b>	38,390	43,255	42,622	47,085
少数股东权益	541	566	613	672
归属母公司股东权	13,587	14,627	16,123	17,916
<b>负债和股东权益</b>	52,517	58,448	59,358	65,674

### 现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	203	2,378	3,321	4,710
净利润	(2,353)	1,066	1,543	1,852
折旧摊销	1,565	1,082	1,751	1,655
财务费用	914	979	1,024	1,054
投资损失	(44)	(2)	(27)	(33)
营运资金变动	(1,322)	(769)	(976)	152
其它	1,443	22	6	30
<b>投资活动现金流</b>	(3,559)	(4,438)	(3,381)	(3,162)
资本支出	(3,762)	(3,893)	(3,178)	(2,866)
长期投资	(108)	(561)	(245)	(344)
其他	311	17	42	48
<b>筹资活动现金流</b>	3,078	1,136	41	11
短期借款	1,227	1,000	500	500
长期借款	1,776	1,000	500	500
其他	76	(864)	(959)	(989)
<b>现金净增加额</b>	(291)	(923)	(18)	1,559

### 利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	34,014	40,957	45,849	51,226
营业成本	31,554	36,446	40,567	45,141
营业税金及附加	213	246	275	307
营业费用	393	451	504	563
管理费用	1,591	1,843	2,063	2,305
研发费用	831	983	1,100	1,229
财务费用	863	867	940	970
资产减值损失	(1,421)	(10)	(10)	(10)
公允价值变动损益	31	15	15	15
投资净收益	44	2	27	33
其他经营收益	616	1,040	1,170	1,179
<b>营业利润</b>	(2,175)	1,238	1,685	1,986
营业外收支	(98)	(95)	(95)	(95)
<b>利润总额</b>	(2,272)	1,143	1,590	1,891
所得税	81	77	48	39
<b>净利润</b>	(2,353)	1,066	1,543	1,852
少数股东损益	(97)	25	46	59
<b>归属母公司净利润</b>	(2,256)	1,041	1,496	1,793
EBITDA	1,548	3,112	4,261	4,513
EPS (最新摊薄)	(0.49)	0.23	0.32	0.39

### 主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	2.97%	20.41%	11.94%	11.73%
营业利润	-231.52%	-156.91%	36.17%	17.84%
归属母公司净利润	-248.87%	-146.12%	43.78%	19.83%
<b>获利能力</b>				
毛利率	7.23%	11.02%	11.52%	11.88%
净利率	-6.63%	2.54%	3.26%	3.50%
ROE	-16.61%	7.11%	9.28%	10.01%
ROIC	-0.04%	3.95%	4.82%	5.24%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	73.10%	74.01%	71.80%	71.70%
净负债比率	271.74%	284.69%	254.67%	253.31%
流动比率	0.54	0.56	0.56	0.64
速动比率	0.35	0.38	0.35	0.44
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.65	0.74	0.78	0.82
应收账款周转率	7.20	7.44	7.42	7.35
应付账款周转率	7.67	6.66	7.24	7.17
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	(0.49)	0.23	0.32	0.39
每股经营现金	0.04	0.52	0.72	1.02
每股净资产	2.94	3.17	3.49	3.88
<b>估值比率</b>				
P/E	—	10.51	7.31	6.10
P/B	0.81	0.75	0.68	0.61
EV/EBITDA	24.77	13.13	9.84	9.18

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>