

山鹰国际(600567)

报告日期: 2023年08月23日

## Q2 显著修复, 行业底部静待复苏

### ——山鹰国际点评报告

#### 投资要点

- 山鹰国际公布 23H1 业绩:** 23H1 公司实现营收 137.48 亿元, 同比-17.52%, 亏损 2.71 亿元, 22 年同期盈利 1.28 亿元, 扣非后亏损 4.36 亿元, 22 年同期盈利 0.64 亿元, 其中 Q2 实现营收 73.96 亿元, 同比-15.05%, 实现归母净利润 0.7 亿元, 同比+197.62%, 扣非后亏损 0.59 亿元, 同期亏损 0.72 亿元, 非经常性损益主要源于 23Q2 公司获得资产处置收益约 1 亿元。
- 低基数下销量同比改善, 客户拓展显成效**
  - 1) 造纸:** 23H1 公司箱板瓦楞等原纸销售预计约 287 万吨, 同比+5.52%, 其中 Q2 原纸销售预计 166 万吨, 同比+17.69%, 需求修复叠加 22Q2 卫生事件形成低基数共同驱动同比高增, 并超越 21 年水平, 展望 23H2, Q3-Q4 往往为消费旺季, 期待 23H2 销量进一步成长。
  - 2) 包装:** 23H1 公司包装产品销售预计约 9.83 亿平米, 同比-6.38%, 其中 Q2 销售包装产品 5.57 亿平, 同比基本持平, 23H1 公司积极开拓大型客户, 新增客户玛氏、箭牌、亨氏、雀巢、泰森食品、四川长虹、恩捷股份、追觅科技等, 大客户占比提升。
- 进口纸冲击逐步消化, 吨盈利筑底向上**
  - 1) 造纸:** 23Q2 纸产品均价 2912 元/吨 (yoy-27.1%, qoq-9.9%), 下游需求相对疲软叠加进口纸冲击 (关税清零政策实施后, 再生箱板纸的成本节降空间约 200 元/吨, 瓦楞纸的成本节降空间约 160 元/吨, 进口纸价格优势明显, 2023 年 1-6 月再生箱板纸累计进口 172.8 万吨, 同比增长 63%; 瓦楞纸累计进口 173.7 万吨, 同比增长 49%)。废纸市场价格持续下行, 当前市场逐步消化零关税冲击, 市场价格已回落至三年历史低位, 进口纸性价比优势不再明显, 随着小幅需求缓慢复苏, 期待 23H2 纸价企稳反弹。**23Q2 包含资产处置收益后我们测算公司纸产品单吨盈利约 10 元, 环比 Q1 (吨亏损约 320 元) 显著改善, 剔除资产处置收益后预计 Q2 整体吨纸仍亏损, 但 5-6 月伴随国废价格持续下行, 预计吨纸已实现盈利, 期待 23H2 需求改善、纸价触底反弹驱动盈利修复。**
  - 2) 包装:** 23Q2 包装产品均价 3.43 元/平 (yoy-13.1%, qoq-3.1%), 包装产业链一体化服务能力优势突出, 价格下行幅度小于原纸, 且由于公司积极拓展大客户, 客户结构不断优化, 对应 23H1 包装业务毛利率达 12.77%, 同比+2.87pct。
- 产能扩张&原材料布局逐步展现, 期待 23H2 盈利能力进一步上行**

23 年初公司浙江山鹰 77 万吨造纸项目第一条线正式投产, 公司国内造纸产能提升至 750 万吨, 当前公司在建浙江基地第二条产线 35 万吨产能、吉林山鹰 30 万吨纸产能, 预计 23 年投产, 此外公司纤维配套项目陆续落地中, 吉林山鹰 10 万吨秸秆浆项目亦将于 23 年投产, 伴随产能落地, 公司原材料自给率逐步提升, 期待 23H2 盈利能力筑底上行。
- 资本开支下行, 经营现金流边际持续改善**
  - 1) 资本开支/在建工程:** 23Q2 资本开支 5.07 亿元, 环比略有下行, 整体维持高位, 逆势扩张彰显龙头本色, 截至 23Q2 在建工程 64.78 亿元, 环比 Q1 增加 6.48 亿元。
  - 2) 经营现金流:** 23Q2 经营净现金流 4.08 亿元, 环比增加 0.44 亿元, 国废等原材料下行幅度大于纸价, 经营现金流持续改善。

#### 投资评级: 买入(维持)

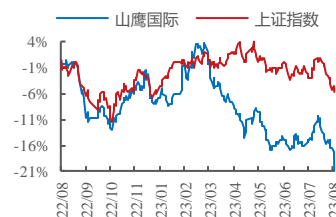
**分析师: 史凡可**  
 执业证书号: S1230520080008  
 shifanke@stocke.com.cn

**研究助理: 曾伟**  
 zengwei@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 2.11
总市值(百万元)	9,432.89
总股本(百万股)	4,470.57

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《Q4 筑底, Q1 改善, 看好旺季吨盈利上行》2023.05.03
- 2 《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
- 3 《【浙商轻工】山鹰国际: 大股东全额参与定增彰显信心》2022.05.09

**□ 盈利预测与估值**

进口纸冲击明显叠加消费环境承压，Q1 至今纸价仍处底部，我们下调公司 23 年业绩，预计 23-25 年公司实现营收 377/429/487 亿元，分别同比+11%/14%/14%，实现归母净利润 1.81/10.89/15.25 亿元，分别同比+108%/501%/40%，对应 PE52/9/6X，Q2 盈利筑底，期待 23H2 需求改善，盈利向上，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	37,742	42,913	48,737
(+/-) (%)	2.97%	10.96%	13.70%	13.57%
归母净利润	-2,256	181	1,089	1,525
(+/-) (%)	-248.87%	108.04%	500.50%	39.99%
每股收益(元)	-0.50	0.04	0.24	0.34
P/E	—	52.00	8.66	6.19

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)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	13,304	14,240	13,738	17,698
现金	3,738	2,566	1,422	3,298
交易性金融资产	12	12	12	12
应收账款	4,389	6,707	6,532	8,401
其它应收款	210	210	267	274
预付账款	218	395	425	424
存货	3,330	3,352	4,081	4,289
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	56,789	57,937	63,407
<b>流动负债</b>	24,691	27,677	27,152	30,497
短期借款	15,817	16,817	17,317	17,817
应付款项	4,885	6,388	5,276	8,016
预收账款	0	0	1	0
其他	3,990	4,473	4,559	4,664
<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	42,476	42,500	46,395
少数股东权益	541	545	579	629
归属母公司股东权益	13,587	13,768	14,857	16,382
<b>负债和股东权益</b>	52,517	56,789	57,937	63,407

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	203	2,135	2,203	5,032
净利润	(2,353)	186	1,123	1,575
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)	(25)	(31)
营运资金变动	(1,322)	(138)	(1,682)	746
其它	1,443	28	12	33
<b>投资活动现金流</b>	(3,559)	(4,443)	(3,388)	(3,167)
资本支出	(3,762)	(3,899)	(3,183)	(2,869)
长期投资	(108)	(561)	(245)	(344)
其他	311	17	40	46
<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)	(1,172)	(1,144)	1,876

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	34,014	37,742	42,913	48,737
营业成本	31,554	34,363	38,226	43,046
营业税金及附加	213	226	257	292
营业费用	393	415	472	536
管理费用	1,591	1,698	1,931	2,193
研发费用	831	906	1,030	1,170
财务费用	863	867	947	1,011
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	25	31
其他经营收益	616	959	1,095	1,121
<b>营业利润</b>	(2,175)	294	1,253	1,703
营业外收支	(98)	(95)	(95)	(95)
<b>利润总额</b>	(2,272)	199	1,158	1,608
所得税	81	13	35	33
<b>净利润</b>	(2,353)	186	1,123	1,575
少数股东损益	(97)	4	34	50
<b>归属母公司净利润</b>	(2,256)	181	1,089	1,525
EBITDA	1,548	2,174	3,843	4,276
EPS (最新摊薄)	(0.50)	0.04	0.24	0.34

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	2.97%	10.96%	13.70%	13.57%
营业利润	-231.52%	113.53%	325.86%	35.96%
归属母公司净利润	-248.87%	108.04%	500.50%	39.99%
<b>获利能力</b>				
毛利率	7.23%	8.95%	10.92%	11.68%
净利率	-6.63%	0.48%	2.54%	3.13%
ROE	-16.61%	1.32%	7.33%	9.31%
ROIC	-0.04%	2.16%	4.12%	4.95%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	73.10%	74.80%	73.36%	73.17%
净负债比率	271.74%	296.76%	275.33%	272.72%
流动比率	0.54	0.51	0.51	0.58
速动比率	0.35	0.34	0.30	0.39
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.65	0.69	0.75	0.80
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	-0.50	0.04	0.24	0.34
每股经营现金	0.05	0.48	0.49	1.13
每股净资产	3.04	3.08	3.32	3.66
<b>估值比率</b>				
P/E	—	52.00	8.66	6.19
P/B	0.69	0.69	0.63	0.58
EV/EBITDA	24.77	18.47	11.02	9.71

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>