

2023年08月20日

# Q2 环比有所改善，预计下半年持续复苏

## 山鹰国际(600567)

评级:	买入	股票代码:	600567
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	2.81/2.2
目标价格:		总市值(亿)	99.69
最新收盘价:	2.23	自由流通市值(亿)	99.69
		自由流通股数(百万)	4,470.57

### 事件概述

公司发布 2023 年半年报，2023 年 H1 公司实现营业收入 137.48 亿元，同比-17.52%；归母净利润-2.71 亿元，同比-311.67%；扣非后归母净利为-4.36 亿元，同比-780.44%。现金流方面，经营活动产生的现金流量净额为 7.72 亿元，比去年同期+857.22%，主要系本期库存降低，回款增加所致。单季度看，2023 年 Q2 公司实现营业收入 73.96 亿元，同比-15.05%；实现归母净利润 0.7 亿元，同比+197.62%。

### 分析判断:

#### ► 收入端：2023 年 H1 呈现弱复苏态势，进口纸形成了量价冲击。

2023 年 H1 我国经济呈现弱复苏的态势。从国内市场来看，上半年社会消费品零售总额 227,588 亿元，同比增长 8.2%。然而，6 月份社会消费品零售总额同比增速滑落至 3.1%，环比增长 0.23%，可见市场消费预期仍然偏弱，需求修复速度呈较缓迹象。从外贸经济来看，全球经济增长放缓和贸易紧张局势对中国出口造成的压力仍在持续。中国海关数据显示，2023 年上半年出口 11.46 万亿元，同比增长 3.7%，但二季度中国出口总额 5.8 万亿元，同比下降 1.2%。外贸出口不及预期，对国民经济复苏的拉动作用减弱。造纸行业作为经济的晴雨表，行业整体也处于弱恢复阶段，但整体表现低于市场预期。此外，在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。零关税政策及海外需求放缓双重影响下，上半年箱板瓦楞成品纸进口量同比大幅增加。根据海关总署统计，2023 年 H1 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%。进口纸对国内成品纸市场也产生了量价冲击。2023 年 H1，公司实现营业收入 137.48 亿元，第二季度营业收入 73.96 亿元，环比一季度增长 16.45%。报告期内，公司原纸板块产量 301.04 万吨，同比下降 0.05%，销量 295.85 万吨，同比增长 5.36%，产销率 98.28%，实现了产销均衡增长。随着年初浙江山鹰 77 万吨造纸项目第一条产线正式投产，公司国内造纸产能提升至约 750 万吨/年。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，进一步巩固公司的行业领先地位。

#### ► 利润端：Q2 环比有所改善。

2023 年 H1，公司毛利率为 8.67%。同比下滑了 0.55pct。Q2 单季度毛利率为 9.49%，同比提升了 1.61pct，环比提升了 1.77pct。从废纸原料来看，受成品纸价格下滑压力影响，下游各大纸厂积极下调废黄板纸的采购价格，以改善经营效益。截至二季度末，废黄板纸价格已达近三年历史低位，根据卓创统计，上半年 A 级废黄板纸市场均价为 1625 元/吨，较 2022 年下半年下跌 20.34%，同比下跌 30.11%。这在很大程度上缓解纸企的成本压力，对下半年的利润修复提供强有力的支撑。同时，2023 年公司通过合作及自建预计实现海外再生浆供应量约 90 万吨/年，为公司高质量长纤提供了切实保障。费用方面，2023 年 H1 公司费用率为 13.89%，同比提升了 3.51pct。其中销售费用率为 1.34%，同比提升了 0.27pct。管理费用率为 5.5%，同比提升了 0.85pct。财务费用率为 3.97%，同比提升了 1.83pct，主要系利息支出增加，汇兑收益下降所致。研发费用率同比提升了 0.56pct 至 3.08%。

#### ► 预计下半年行业景气度和公司盈利能力持续改善。

基于 7 月 31 日国家发展改革委发布的《关于恢复和扩大消费的措施》，各地方、各部门将通过优化政策和制度设计，进一步满足居民消费需求、释放消费潜力。同时，上半年国内成品纸价格持续走低，根据 RISI 统计，6 月箱板纸均价 3,305 元/吨，同比下降 23.8%；瓦楞纸均价 3,184 元/吨，同比下降 20.6%。当前价格已回落至三年历史低位，进口纸的价格优势不再明显，后续对国内市场的进一步冲击将较为有限。我们认为在提振消费的政策作用下以及进口纸冲击减弱的预期下，造纸和包装行业的景气度较上半年会有明显提升而公司的盈利能力将得到明显改善。

### 投资建议

我们看好山鹰国际，公司作为箱板瓦楞纸行业里的龙头企业，确定受益于经济复苏。中长期看，随着行业龙头新项目的投产以及行业里老旧项目的退出，我们预计行业集中度将持续提升，行业的供需关系也将越发平衡，行业里龙头公司的议价能力也将逐步增加。未来公司的产能扩张以及一体化产业链优势将为公司持续降本增效，公司的竞争力将进一步加强。考虑到上半年行业复苏程度低于预期，以及公司新产能投放进度慢于预期，我们下调公司 23-25 年的盈利预测，预计 2023-2025 年公司营收由 423.85/477.3/534.13 亿元下调至 346.32/449.66/527.46 亿元，EPS 由 0.32/0.41/0.48 元下调至 0.06/0.29/0.36 元。对应 2023 年 8 月 18 日 2.23 元/股收盘价，PE 分别为 35.31/7.74/6.16 倍，维持公司“买入”评级。

### 风险提示

1) 宏观经济波动导致下游需求不及预期。2) 公司产能投放进度不及预期。3) 进口纸短期对国内市场形成冲击。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	33,033	34,014	34,632	44,966	52,746
YoY (%)	32.3%	3.0%	1.8%	29.8%	17.3%
归母净利润(百万元)	1,516	-2,256	292	1,330	1,672
YoY (%)	9.7%	-248.9%	112.9%	356.1%	25.7%
毛利率 (%)	12.2%	7.2%	10.1%	15.3%	15.7%
每股收益 (元)	0.34	-0.52	0.06	0.29	0.36
ROE	9.2%	-16.6%	2.1%	8.7%	9.9%
市盈率	6.56	-4.29	35.31	7.74	6.16

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系电话：

分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

联系电话：

研究助理：宋姝旺

邮箱：songsw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523070002

联系电话：

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	34,014	34,632	44,966	52,746	净利润	-2,353	302	1,382	1,735
YoY (%)	3.0%	1.8%	29.8%	17.3%	折旧和摊销	1,565	1,762	1,937	1,932
营业成本	31,554	31,140	38,067	44,475	营运资金变动	-1,322	-1,017	-862	-534
营业税金及附加	213	254	313	374	经营活动现金流	203	2,067	3,833	4,944
销售费用	393	374	666	786	资本开支	-3,762	-18	-922	-126
管理费用	1,591	1,437	2,136	2,490	投资	-25	-74	-74	-74
财务费用	863	1,097	1,240	1,502	投资活动现金流	-3,559	-40	-952	-148
研发费用	831	734	1,214	1,435	股权募资	16	0	0	0
资产减值损失	-1,421	0	0	0	债务募资	4,507	6,001	10,282	18,846
投资收益	44	52	45	53	筹资活动现金流	3,078	4,847	8,883	17,008
营业利润	-2,175	226	1,362	1,716	现金净流量	-291	6,874	11,765	21,805
营业外收支	-98	75	0	0					
利润总额	-2,272	301	1,362	1,716	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	81	-1	-20	-19	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	-2,353	302	1,382	1,735	营业收入增长率	3.0%	1.8%	29.8%	17.3%
归属于母公司净利润	-2,256	292	1,330	1,672	净利润增长率	-248.9%	112.9%	356.1%	25.7%
YoY (%)	-248.9%	112.9%	356.1%	25.7%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	-0.52	0.06	0.29	0.36	毛利率	7.2%	10.1%	15.3%	15.7%
					净利率	-6.9%	0.9%	3.1%	3.3%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	-4.3%	0.5%	1.8%	1.8%
货币资金	3,738	10,612	22,377	44,181	净资产收益率 ROE	-16.6%	2.1%	8.7%	9.9%
预付款项	218	328	383	431	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	3,330	3,602	4,374	5,052	流动比率	0.54	0.86	1.35	2.16
其他流动资产	6,018	7,044	8,287	9,351	速动比率	<b>0.39</b>	<b>0.71</b>	<b>1.17</b>	<b>1.96</b>
流动资产合计	13,304	21,586	35,420	59,015	现金比率	0.15	0.42	0.86	1.62
长期股权投资	2,326	2,326	2,326	2,326	资产负债率	73.1%	75.6%	78.1%	81.3%
固定资产	25,567	24,210	24,379	23,552	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	2,512	2,555	2,598	2,641	总资产周转率	0.65	0.58	0.62	0.56
非流动资产合计	39,213	37,616	36,644	34,877	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	52,517	59,202	72,064	93,893	每股收益	-0.52	0.06	0.29	0.36
短期借款	15,817	15,817	15,817	15,817	每股净资产	2.94	3.01	3.29	3.66
应付账款及票据	4,885	5,012	5,983	7,029	每股经营现金流	0.04	0.45	0.83	1.07
其他流动负债	3,990	4,187	4,357	4,501	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	24,691	25,016	26,157	27,347	<b>估值分析</b>				
长期借款	7,365	9,141	10,917	12,693	PE	-4.29	35.31	7.74	6.16
其他长期负债	6,333	10,615	19,179	36,306	PB	0.84	0.74	0.68	0.61
非流动负债合计	13,699	19,756	30,096	48,999					
负债合计	38,390	44,772	56,253	76,346					
股本	3,306	3,306	3,306	3,306					
少数股东权益	541	552	603	667					
股东权益合计	14,127	14,430	15,811	17,547					
负债和股东权益合计	52,517	59,202	72,064	93,893					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，9年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，5年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

宋姝旺：轻工行业助理分析师。2021年7月加入华西证券，悉尼大学金融学硕士，阿德莱德大学会计学学士。

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。