

大幅计提商誉减值，轻装上阵静待需求改善

2023 年 01 月 30 日

➤ **事件：**山鹰国际发布 2022 年业绩预告，根据公告披露，2022 年预计归母净利润/扣非归母净利润分别为 -22.45/-23.65 亿元左右，分别同比下降 248%/297%。2022 年单 Q4 归母净利润/扣非归母净利润分别为 -23.00/-22.96 亿元左右，分别同比下降 1201%/988%，计提并购子公司商誉减值约 15 亿元。

➤ **22 单 Q4 收入利润双承压。**其中：22Q4 造纸销售额 58.8 亿元，同比/环比分别变动 -7.5%/+3.5%，纸价下行对收入造成明显拖累（销量 171.38 万吨，同比/环比分别增长 15.2%/11.0%；均价 3431.4 元/吨，同比/环比分别下降 19.7%/6.7%）。利润方面：下游需求疲软（22Q4 社零 11.94 万亿，同比下滑 2.7%），同时叠加行业进入去库周期（22Q4 箱板/瓦楞纸平均库存天数分别为 16.7/13.4 天，环比减少 0.02/0.73 天），因此造成 22Q4 公司造纸吨纸或亏损 200-300 元。就成本来看，根据纸业联讯数据，22Q4 国废均价为 2041.7 元/吨，同比/环比分别下降 19.1%/5.6%；包装销售额 18.8 亿元，同比/环比分别下降 15.0%/9.6%（销量 5.31 亿平方米，同比/环比分别下降 6.8%/4.5%；均价 3.5 元/平方米，同比/环比分别下降 8.8%/5.4%）。

➤ **疫后需求复苏，看好公司盈利反转。**根据纸业联讯数据，截至 2023/1/18，箱板/瓦楞纸平均市场价分别为 4790/3682 元/吨，分别同比下降 9.8%/12.2%，环比不变；国废 1840 元/吨，同比/环比分别下降 26.7%/8.5%。2022 年底随着国内疫情政策脉冲式放开，国内零售行业以及物流快递行业逐渐恢复，有望带来箱板瓦楞纸价格提升，造纸企业盈利有望恢复。2023 年 1 月 1 日起，文化纸、白卡纸、包装纸等绝大多数纸品进口实施零关税（此前最惠国税率为 5-6%）。虽然该政策将进一步加大国内箱板瓦楞纸供给压力，但考虑到国外纸品相对低端，且到达国内存在一定时滞，预计影响相对有限，伴随终端需求逐步恢复，看好公司 23 年造纸业务盈利触底回升。

➤ **产业链一体化布局，产能稳步扩张。**2022 年底广东山鹰 100 万吨高档包装纸顺利投产，预计 2023 年浙江山鹰 77 万吨造纸项目投产，另外安徽山鹰宿州项目一期 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 万吨包装纸项目正在陆续建设当中，随着国内中小产能的清出，看好公司产能提升后盈利能力改善。

➤ **投资建议：**2022 年受疫情及原料成本上涨影响，盈利能力有所承压，公司作为国内箱板瓦楞纸龙头，坚持产业链一体化策略，产能稳步扩张，23 年消费需求恢复后有望迎来盈利反转。我们预计 2022-2024 年净利润为 -22/11/15 亿元，2023-2024 对应 PE 为 11/8X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**行业产能大幅增加，原材料价格大幅波动。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	33,033	35,703	42,510	50,708
增长率 (%)	32.3	8.1	19.1	19.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,516	-2,188	1,072	1,521
增长率 (%)	9.7	-244.3	149.0	41.8
每股收益 (元)	0.33	-0.47	0.23	0.33
PE	8	-	11	8
PB	0.7	0.8	0.8	0.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 01 月 20 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

2.50 元



分析师 徐皓亮

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	33,033	35,703	42,510	50,708
营业成本	29,006	33,303	37,400	44,411
营业税金及附加	312	250	383	456
销售费用	352	393	468	558
管理费用	1,362	1,571	1,913	2,282
研发费用	870	928	1,105	1,318
EBIT	2,214	114	2,219	2,848
财务费用	698	836	1,047	1,233
资产减值损失	0	-1,500	-0	-0
投资收益	14	54	64	76
营业利润	1,653	-2,158	1,248	1,706
营业外收支	-3	-20	-20	-20
利润总额	1,650	-2,178	1,228	1,686
所得税	97	54	123	118
净利润	1,554	-2,232	1,105	1,568
归属于母公司净利润	1,516	-2,188	1,072	1,521
EBITDA	3,520	1,524	3,832	4,672

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,890	2,950	3,426	4,058
应收账款及票据	5,164	5,819	6,929	8,265
预付款项	433	500	561	666
存货	3,809	4,562	5,123	6,084
其他流动资产	2,438	2,104	2,313	2,567
流动资产合计	15,734	15,935	18,353	21,640
长期股权投资	2,217	2,217	2,217	2,217
固定资产	22,209	24,593	26,891	30,121
无形资产	2,208	2,207	2,203	2,199
非流动资产合计	36,261	37,947	40,744	43,534
资产合计	51,994	53,883	59,097	65,174
短期借款	14,590	14,590	18,290	21,090
应付账款及票据	4,366	5,566	6,250	7,422
其他流动负债	3,602	3,387	1,314	1,546
流动负债合计	22,559	23,543	25,854	30,058
长期借款	5,590	8,790	10,590	11,240
其他长期负债	5,547	6,168	6,166	6,164
非流动负债合计	11,137	14,957	16,755	17,404
负债合计	33,696	38,501	42,610	47,462
股本	3,306	4,616	4,616	4,616
少数股东权益	1,782	1,737	1,770	1,817
股东权益合计	18,299	15,382	16,487	17,712
负债和股东权益合计	51,994	53,883	59,097	65,174

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	32.29	8.08	19.07	19.28
EBIT 增长率	-14.11	-94.86	1847.60	28.36
净利润增长率	9.74	-244.33	149.01	41.85
盈利能力 (%)				
毛利率	12.19	6.72	12.02	12.42
净利率	9.74	-244.33	149.01	41.85
总资产收益率 ROA	2.92	-4.06	1.81	2.33
净资产收益率 ROE	9.18	-16.03	7.29	9.57
偿债能力				
流动比率	0.70	0.68	0.71	0.72
速动比率	0.45	0.42	0.45	0.46
现金比率	0.17	0.13	0.13	0.14
资产负债率 (%)	64.81	71.45	72.10	72.82
经营效率				
应收账款周转天数	56.25	58.00	58.00	58.00
存货周转天数	47.93	50.00	50.00	50.00
总资产周转率	0.68	0.67	0.75	0.82
每股指标 (元)				
每股收益	0.33	-0.47	0.23	0.33
每股净资产	3.58	2.96	3.19	3.44
每股经营现金流	0.43	0.30	0.57	0.72
每股股利	0.11	0.00	0.07	0.11
估值分析				
PE	8	-	11	8
PB	0.7	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	9.76	25.24	10.77	9.44
股息收益率 (%)	4.40	0.00	2.97	4.22

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1,554	-2,232	1,105	1,568
折旧和摊销	1,306	1,410	1,613	1,824
营运资金变动	-1,617	-104	-1,102	-1,252
经营活动现金流	1,969	1,370	2,643	3,344
资本开支	-4,437	-4,761	-4,418	-4,618
投资	-4	-47	0	0
投资活动现金流	-2,672	-4,504	-4,353	-4,542
股权募资	57	0	0	0
债务募资	2,089	3,788	3,267	3,448
筹资活动现金流	61	2,194	2,185	1,831
现金净流量	-725	-940	476	632

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。	公司评级	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