

23Q2 扭亏为盈，需求恢复盈利逐季改善

- **事件。**公司 23 年上半年实现营收/归母净利润/扣非净利 137.48/-2.71/-4.36 亿元，同比下降 17.52%/311.67%/780.44%；23Q2 实现营收/归母净利润/扣非净利润 73.96/0.70/-0.59 亿元，同比变动-15.05%/197.62%/45.72%。
- **销量提升然纸价持续下行，23H1 收入同降 17.52%。**23H1 箱板/瓦楞/包装/其他原纸收入同降 14.23%/17.67%/12.83%/17.83%，收入分别占比 37.9%/13.8%/25.5%/13.5%，由于国内需求处于慢恢复状态且有新增产能落地叠加进口关税政策落地，23H1 国内箱板瓦楞纸进口量为 416.75 万吨，同增 47.88%，主要产品箱板纸价格 23H1 震荡下行，截至 2023 年 6 月 30 号，箱板纸/瓦楞纸价格分别为 3323/3115 元/吨，三年分位数分别为 0.6%/0.6%，纸价持续下行拉低营收。量：产销均衡增长，23H1 原纸产量/销量为 301/296 万吨，同比变动-0.05%/+5.36%。价：23H1 国内原纸销售均价同比-22.6%。
- **受一季度影响 23H1 盈利能力下降。**23H1 毛利率/净利率同降 0.55/2.94pct 至 8.67%/-2.43%，主因需求面恢复不及预期叠加供应端压力增大，参考 23H1 美废 12#/国废均价同降 43.28%/32.19%，纸价下跌幅度虽不及成本下降幅度，但同时纸厂控制开工率，停机导致费用上升。具体到各产品方面：箱板/瓦楞/包装/其他原纸毛利率同比变动-2.5%/-6.2%/+2.9%/-1.7pct。23H1 销售/管理/研发/财务费用率 1.34%/5.50%/3.08%/3.97%，同增 0.27/0.84/0.57/1.83pct，财务费用率增加主因利息支出增加，汇兑收益下降所致。
- **公司盈利水平逐季改善。**量：经估算 23Q2 公司国内造纸销量同增 24.2%/环增 45.4%；价：23Q2 公司国内造纸销售均价同降 30.9%/环降 14.6%。单 Q2 毛利率同增 1.62pct，估算 Q2 吨盈利约-55.5 元。伴随下游纸厂消费旺季备货需求逐步释放，产品售价企稳，行业开工率有所恢复（23Q2 箱板纸产能利用率环比提升 7.22pct 至 62.09%），产能利用率进一步提高，叠加公司采取精益管理、降本增效、优化库存的经营方针，使得二季度盈利环比大幅改善。单 Q2 销售/管理/研发/财务费用率 1.29%/4.98%/3.14%/3.23%，同比变动+0.20/-0.35/+0.84/+1.28pct，财务费用率增加主要系汇兑收益下降所致。
- **投资建议：**公司稳步推进在建工程建设，优化国内区域产能布局，随着浙江山鹰 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 年投产，将进一步巩固公司的行业领先地位。2023Q2 下游需求转好，成本进一步下行，公司盈利水平迎来反转。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，23H2 消费进一步恢复后看好公司盈利逐季向好。我们预计 2023-2025 年净利润为 2/15/21 亿元，对应 PE 为 49/7/5X，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	205	1,459	2,051
增长率 (%)	-248.9	109.1	612.5	40.6
每股收益 (元)	-0.50	0.05	0.33	0.46
PE	-4	49	7	5
PB	0.7	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 8 月 18 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

2.23 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) 23H1 业绩预告点评：23Q2 盈利边际改善，行业延续整合趋势 -2023/07/17
2. 山鹰国际 (600567.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：计提商誉减值，需求恢复盈利可期-2023/05/08
3. 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	36,643	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	1,172	2,699	3,485
财务费用	863	975	1,131	1,274
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	242	1,620	2,269
营业外收支	-98	-20	-20	-20
利润总额	-2,272	222	1,600	2,249
所得税	81	13	96	135
净利润	-2,353	209	1,504	2,114
归属于母公司净利润	-2,256	205	1,459	2,051
EBITDA	1,548	2,826	4,574	5,546

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,738	6,068	4,445	4,151
应收账款及票据	4,389	4,470	5,186	5,821
预付款项	218	550	618	686
存货	3,330	5,020	5,640	6,268
其他流动资产	1,629	2,258	2,456	2,636
流动资产合计	13,304	18,366	18,344	19,561
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	41,745	44,524	47,338
资产合计	52,517	60,111	62,868	66,899
短期借款	15,817	16,667	18,167	18,927
应付账款及票据	4,885	6,124	6,881	7,647
其他流动负债	3,990	4,458	1,372	1,528
流动负债合计	24,691	27,248	26,419	28,102
长期借款	7,365	10,565	12,715	13,365
其他长期负债	6,333	6,409	6,406	6,457
非流动负债合计	13,699	16,975	19,122	19,823
负债合计	38,390	44,223	45,541	47,925
股本	3,306	3,306	3,306	3,306
少数股东权益	541	2,076	2,121	2,185
股东权益合计	14,127	15,889	17,327	18,974
负债和股东权益合计	52,517	60,111	62,868	66,899

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
成长能力 (%)				
营业收入增长率	2.97	19.93	16.01	12.24
EBIT 增长率	-100.76	7072.19	130.19	29.14
净利润增长率	-248.87	109.07	612.50	40.58
盈利能力 (%)				
毛利率	7.23	10.18	13.00	13.86
净利润率	-6.63	0.50	3.08	3.86
总资产收益率 ROA	-4.30	0.34	2.32	3.07
净资产收益率 ROE	-16.61	1.48	9.59	12.22
偿债能力				
流动比率	0.54	0.67	0.69	0.70
速动比率	0.35	0.43	0.42	0.41
现金比率	0.15	0.22	0.17	0.15
资产负债率 (%)	73.10	73.57	72.44	71.64
经营效率				
应收账款周转天数	46.82	40.00	40.00	40.00
存货周转天数	38.52	50.00	50.00	50.00
总资产周转率	0.65	0.72	0.77	0.82
每股指标 (元)				
每股收益	-0.50	0.05	0.33	0.46
每股净资产	3.04	3.09	3.40	3.76
每股经营现金流	0.05	0.37	0.86	1.09
每股股利	0.11	0.01	0.10	0.15
估值分析				
PE	-4	49	7	5
PB	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	23.52	12.89	7.96	6.57
股息收益率 (%)	4.93	0.66	4.68	6.59
现金流量表 (百万元)				
净利润	-2,353	209	1,504	2,114
折旧和摊销	1,565	1,653	1,875	2,061
营运资金变动	-1,322	-1,149	-687	-589
经营活动现金流	203	1,648	3,864	4,876
资本开支	-3,762	-4,645	-4,668	-4,890
投资	-25	-20	0	0
投资活动现金流	-3,559	-4,115	-4,617	-4,836
股权募资	16	1,531	0	0
债务募资	4,507	4,111	398	1,461
筹资活动现金流	3,078	4,797	-871	-333
现金净流量	-291	2,330	-1,624	-294

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受到任何形式的补偿。

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