

盈利渐进上行通道，头部纸企话语权增强

➤ **事件：**山鹰国际发布 2023 年三季报，2023Q3 实现营收/归母净利润/扣非净利润 75.64/1.55/0.77 亿元，同比变动-13.86%/+311.40%/+158.07%；23 年前三季度实现营收/归母净利润/扣非净利润 213.12/-1.16/-3.59 亿元，同比减少 16.26%/312.04%/417.37%。

➤ **新产能释放推动收入增长。** 23Q3 原纸/包装及其他收入同比变动 +10.47%/-58.40%，收入分别占比 82.94%/17.06%，**原纸方面**，量：伴随新产能达产（受益于浙江/吉林产能落地，年产能增加 107 万吨），三季度原纸销量为 193.53 万吨，同增 25.30%。价：23Q3 国内原纸销售均价同比-11.84%，主因终端需求处于逐步恢复中，斜率相对有限；同时 23Q3 国内箱板纸/瓦楞纸进口量为 142.82/80.15 万吨，同增 57.74%/41.31%。截至 2023 年 9 月 30 日，箱板纸/瓦楞纸价格分别为 3286/3143 元/吨，三年分位数分别为 7.60%/9.50%，仍处于历史相对较低水平。**包装+其他方面**：公司包装行业过去收入利润基本保持稳定，我们判断主因美国子公司商品流通业务收入下降较快影响。

➤ **成本下降叠加规模效应，公司盈利水平持续上升。** 23Q3 毛利率/净利率同增 3.01/2.85pct 至 10.15%/2.21%，主因国内中秋+国庆节刺激下游需求转好，参考 23Q3 美废 12#/国废均价同降 28.68%/27.68%，成本下降幅度大于纸价下跌幅度，估算 Q3 吨盈利为 64.43 元/吨，环比增加 122.54 元/吨。23Q3 销售/管理 / 研发 / 财务 费用率 1.30%/3.80%/2.50%/3.49%，同比变动 0.2/-0.43/0.32/1.94 pct，其中财务费用率上行或主因汇兑收益减少以及在建工程转固影响。

➤ **展望 23Q4，进口纸数量或逐步下行，整合周期中纸价呈震荡走势。** 23Q4 随着节假日增多，有望带动箱板瓦楞纸价格提升，造纸企业盈利有望进一步恢复。纸价低位背景下进口箱板瓦楞数量环比下行：Q3 箱板纸+瓦楞纸进口数量为 222.97 万吨，环减 4.06%，同增 51.43%，国内纸价低位且 Q4 国外需求好转背景下，我们判断进口纸环比继续下行；就国内供应而言，23 年箱板/瓦楞纸分别新投产 229/113 万吨，其中箱板纸 88% 新投产能由头部企业释放，产业集中度进一步提高，我们预计行业仍处于持续整合期，难有大幅涨价行情，头部纸企凭借生产规模优势将加速产业整合。

➤ **投资建议：**公司推进在建工程建设，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，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 年归母净利润为 2/15/20 亿元，对应 PE 为 47/7/5X，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	1,458	2,049
增长率 (%)	-248.9	109.1	611.9	40.6
每股收益 (元)	-0.50	0.05	0.33	0.46
PE	-	47	7	5
PB	0.7	0.7	0.6	0.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 10 月 27 日收盘价)

推荐
维持评级
当前价格：
2.14 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) 2023 年中报点评：23Q2 扭亏为盈，需求恢复盈利逐季改善-2023/08/20
2. 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
3. 山鹰国际 (600567.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：计提商誉轻装上阵，需求恢复盈利可期-2023/05/08
4. 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	1,132	1,276
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	1,619	2,268
营业外收支	-98	-20	-20	-20
利润总额	-2,272	222	1,599	2,248
所得税	81	13	96	135
净利润	-2,353	209	1,503	2,113
归属于母公司净利润	-2,256	205	1,458	2,049
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	5,957	4,298	4,002
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	2,134	2,325	2,505
流动资产合计	13,304	18,130	18,066	19,282
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	41,833	44,611	47,425
资产合计	52,517	59,963	62,677	66,707
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	4,504	1,377	1,534
流动负债合计	24,691	27,295	26,425	28,108
长期借款	7,365	10,565	12,715	13,365
其他长期负债	6,333	6,286	6,283	6,334
非流动负债合计	13,699	16,851	18,998	19,699
负债合计	38,390	44,146	45,423	47,807
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	15,817	17,254	18,900
负债和股东权益合计	52,517	59,963	62,677	66,707

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	611.91	40.59
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	2.33	3.07
净资产收益率 ROE	-16.61	1.49	9.63	12.26
偿债能力				
流动比率	0.54	0.66	0.68	0.69
速动比率	0.35	0.43	0.42	0.41
现金比率	0.15	0.22	0.16	0.14
资产负债率 (%)	73.10	73.62	72.47	71.67
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	0.73	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	3.07	3.38	3.74
每股经营现金流	0.05	0.40	0.86	1.09
每股股利	0.11	0.01	0.10	0.15
估值分析				
PE	-	47	7	5
PB	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	22.95	12.57	7.77	6.41
股息收益率 (%)	5.14	0.69	4.88	6.86
现金流量表 (百万元)				
净利润	-2,353	209	1,503	2,113
折旧和摊销	1,565	1,653	1,875	2,061
营运资金变动	-1,322	-1,013	-687	-589
经营活动现金流	203	1,775	3,863	4,874
资本开支	-3,762	-4,645	-4,668	-4,890
投资	-25	-22	0	0
投资活动现金流	-3,559	-4,202	-4,611	-4,836
股权募资	16	1,531	0	0
债务募资	4,507	4,071	357	1,461
筹资活动现金流	3,078	4,646	-912	-333
现金净流量	-291	2,219	-1,660	-295

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