

现金流持续优化，盈利逐季改善

2024 年 04 月 24 日

事件。23 全年实现营收/归母净利润/扣非净利润 293.33/1.56/-2.98 亿元，同比-13.7%/+106.9%/亏损收窄；其中 23Q4 实现营收/归母净利润/扣非净利润 80.2/2.7/0.6 亿元，同比-6.4%/+111.8%/扭亏。24Q1 实现营收/归母净利润/扣非净利润 66.7/0.4/-0.2 亿元，同比+5.0%/+111.5%/亏损收窄。

纸价下降 23 年收入同比下降 14%。23 年箱板/瓦楞/包装/其他原纸收入同比分别变化-12.26%/-5.54%/-7.78%/-16.57%，收入分别占比 39.15%/14.91%/24.68%/13.02%。由于国内供给仍远大于需求（2023 年箱板/瓦楞纸有效产能分别为 4394/3255 万吨，表观消费量分别为 3471/2478 万吨），叠加进口纸影响（2023 年国内箱板/瓦楞纸进口量分别为 532/359 万吨，同比分别增加 46%/48%），整体价格承压。量：产销均衡增长，23 年原纸产量/销量为 678.5/677.7 万吨，同增 10.4%/10.0%。价：23 年国内原纸销售均价同比-16.32%。

成本下降 23 年盈利能力逐步恢复。23 年毛利率/净利率同增 2.64/7.27pct 至 9.87%/0.35%，终端需求逐步恢复，虽然受进口纸冲击纸价持续下降，但同时下游各大纸厂利用其对国内废纸定价的影响力，积极下调国废黄板纸的采购价格，参考 23 年美废#12/国废均价同降 30%/29%，原料价格下调幅度大于纸价的情况下，箱板/瓦楞/包装/其他原纸毛利率同增 1.3/2.48/2.69/1.03pct。23 年销售/管理/研发/财务费用率 1.30%/4.83%/2.85%/3.59%，同比变动+0.15/+0.15/+0.41/+1.05pct，财务费用率增加主因利息支出以及汇兑损失增加所致。2023 年公司经营活动现金流净额为 31.67 亿元，同比增长 1457.22%，公司盈利逐季改善，现金流持续好转。23 年公司每 10 股派息 0.11 元，分红 0.48 亿元。

23 年吨盈利逐季改善，产能利用率下降 24Q1 吨盈利下降。量：23Q4 公司国内造纸销量同增 18%/环增+5%；价：23Q4 箱板纸均价同降 16.8%/环增 4.7%。单 Q4 毛利率同增 8.2pct 至 11.7%，我们估算 2023 年 Q1/Q2/Q3/Q4 吨盈利约-338/-58/64/94 元。单 Q4 销售/管理/研发/财务费用率 1.24%/4.66%/2.80%/3.05%，同比变动-0.15/-0.53/+0.23/-1.28pct，管理费用率下降主因核心管理层在下半年主动降薪，财务费用率下降主要受汇率影响。24Q1 公司国内造纸销量同增 24%/环降 26%，24Q1 吨盈利 3 元，吨盈利下降主因产能利用率下降。24Q1 销售/管理/研发/财务费用率 1.26%/4.42%/2.67%/4.10%，同比-0.14/-1.69/-0.33/-0.72pct，管理费用率下降原因同 23Q4。

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，以及吉林山鹰一期 30 万吨瓦楞纸及 10 万吨秸秆浆项目投产，公司国内造纸产能提升至约 800 万吨/年，进一步巩固公司的行业领先地位。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，展望 2024 年伴随下半年消费旺季来临，规模及区位优势推动下预计公司盈利逐季改善。我们预计 2024-2026 年归母净利润为 9.63/15.13/20.67 亿元，对应 PE 为 8X/5X/4X，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 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 29,333 | 37,713 | 42,238 | 48,914 |
| 增长率 (%) | -13.8 | 28.6 | 12.0 | 15.8 |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 156 | 963 | 1,513 | 2,067 |
| 增长率 (%) | 106.9 | 516.4 | 57.1 | 36.6 |
| 每股收益 (元) | 0.03 | 0.22 | 0.34 | 0.46 |
| PE | 51 | 8 | 5 | 4 |
| PB | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 24 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

1.78 元


分析师 徐皓亮

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

相关研究

- 山鹰国际 (600567.SH) 2023 年业绩预告点评：2023 扭亏为盈，产能持续投放话语权进一步增强-2024/01/31
- 山鹰国际 (600567.SH) 2023 年三季报点评：盈利渐进上行通道，头部纸企话语权增强-2023/10/30
- 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
- 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
- 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

公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 | 29,333 | 37,713 | 42,238 | 48,914 |
| 营业成本 | 26,438 | 33,280 | 36,656 | 42,132 |
| 营业税金及附加 | 256 | 226 | 253 | 293 |
| 销售费用 | 382 | 490 | 549 | 636 |
| 管理费用 | 1,418 | 1,810 | 2,027 | 2,348 |
| 研发费用 | 837 | 1,094 | 1,225 | 1,370 |
| EBIT | 855 | 1,944 | 2,794 | 3,602 |
| 财务费用 | 1,054 | 920 | 1,161 | 1,369 |
| 资产减值损失 | -18 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 178 | 38 | 42 | 49 |
| 营业利润 | 191 | 1,065 | 1,679 | 2,287 |
| 营业外收支 | 4 | -20 | -20 | -20 |
| 利润总额 | 195 | 1,045 | 1,659 | 2,267 |
| 所得税 | 93 | 63 | 100 | 136 |
| 净利润 | 102 | 983 | 1,560 | 2,131 |
| 归属于母公司净利润 | 156 | 963 | 1,513 | 2,067 |
| EBITDA | 2,639 | 3,797 | 4,835 | 5,778 |

| 资产负债表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 4,154 | 3,944 | 3,499 | 4,222 |
| 应收账款及票据 | 4,735 | 4,133 | 4,628 | 5,360 |
| 预付款项 | 169 | 499 | 550 | 632 |
| 存货 | 2,823 | 4,559 | 5,021 | 5,771 |
| 其他流动资产 | 1,494 | 1,912 | 2,037 | 2,244 |
| 流动资产合计 | 13,373 | 15,046 | 15,735 | 18,229 |
| 长期股权投资 | 3,192 | 3,192 | 3,192 | 3,192 |
| 固定资产 | 29,622 | 31,273 | 32,808 | 35,604 |
| 无形资产 | 2,455 | 2,453 | 2,448 | 2,442 |
| 非流动资产合计 | 41,366 | 44,404 | 47,217 | 50,082 |
| 资产合计 | 54,740 | 59,450 | 62,952 | 68,311 |
| 短期借款 | 15,071 | 15,921 | 20,921 | 22,821 |
| 应付账款及票据 | 6,125 | 5,562 | 6,126 | 7,041 |
| 其他流动负债 | 6,954 | 7,097 | 1,387 | 1,571 |
| 流动负债合计 | 28,150 | 28,580 | 28,434 | 31,434 |
| 长期借款 | 7,315 | 10,515 | 12,915 | 13,565 |
| 其他长期负债 | 3,559 | 3,516 | 3,513 | 3,576 |
| 非流动负债合计 | 10,875 | 14,032 | 16,429 | 17,141 |
| 负债合计 | 39,025 | 42,612 | 44,863 | 48,575 |
| 股本 | 3,160 | 4,471 | 4,471 | 4,471 |
| 少数股东权益 | 1,968 | 2,247 | 2,294 | 2,358 |
| 股东权益合计 | 15,715 | 16,838 | 18,089 | 19,736 |
| 负债和股东权益合计 | 54,740 | 59,450 | 62,952 | 68,311 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|---------|--------|-------|-------|
| 成长能力 (%) | | | | |
| 营业收入增长率 | -13.76 | 28.57 | 12.00 | 15.81 |
| EBIT 增长率 | 5186.31 | 127.29 | 43.71 | 28.92 |
| 净利润增长率 | 106.92 | 516.44 | 57.09 | 36.62 |
| 盈利能力 (%) | | | | |
| 毛利率 | 9.87 | 11.76 | 13.22 | 13.86 |
| 净利润率 | 0.53 | 2.55 | 3.58 | 4.23 |
| 总资产收益率 ROA | 0.29 | 1.62 | 2.40 | 3.03 |
| 净资产收益率 ROE | 1.14 | 6.60 | 9.58 | 11.89 |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 0.48 | 0.53 | 0.55 | 0.58 |
| 速动比率 | 0.34 | 0.32 | 0.33 | 0.35 |
| 现金比率 | 0.15 | 0.14 | 0.12 | 0.13 |
| 资产负债率 (%) | 71.29 | 71.68 | 71.26 | 71.11 |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 56.58 | 40.00 | 40.00 | 40.00 |
| 存货周转天数 | 38.97 | 50.00 | 50.00 | 50.00 |
| 总资产周转率 | 0.55 | 0.66 | 0.69 | 0.75 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.03 | 0.22 | 0.34 | 0.46 |
| 每股净资产 | 3.08 | 3.26 | 3.53 | 3.89 |
| 每股经营现金流 | 0.71 | 0.34 | 0.97 | 1.12 |
| 每股股利 | 0.01 | 0.01 | 0.11 | 0.15 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 51 | 8 | 5 | 4 |
| PB | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| EV/EBITDA | 12.85 | 8.93 | 7.01 | 5.87 |
| 股息收益率 (%) | 0.62 | 0.56 | 6.09 | 8.31 |

| 现金流量表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润 | 102 | 983 | 1,560 | 2,131 |
| 折旧和摊销 | 1,784 | 1,853 | 2,041 | 2,176 |
| 营运资金变动 | 591 | -2,272 | -467 | -671 |
| 经营活动现金流 | 3,167 | 1,518 | 4,316 | 5,013 |
| 资本开支 | -2,008 | -4,801 | -4,869 | -5,056 |
| 投资 | -756 | -24 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | -2,557 | -4,886 | -4,812 | -5,007 |
| 股权募资 | 1,607 | 260 | 0 | 0 |
| 债务募资 | -572 | 3,991 | 1,568 | 2,613 |
| 筹资活动现金流 | -1,186 | 3,159 | 52 | 718 |
| 现金净流量 | -581 | -210 | -445 | 723 |

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。 | 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