

山鹰国际 (600567)

证券研究报告
2024年04月28日

静待主业复苏，现金流持续优化

公司发布 2023 年报及 2024 年一季报

24Q1 收入 66.7 亿，同比+5.0%；归母净利润 3906 万，同比+111.5%，环比-85.7%；扣非归母净利润-1548 万；

23Q4 收入 80.2 亿，同比-6.4%；归母净利润 2.7 亿，同比+111.8%，环比+76.2%；扣非归母净利润 6041 万，同比+102.6%，环比-22.0%；

23 年收入 293.3 亿，同比-13.8%；归母净利润 1.6 亿，同比+106.9%；扣非归母净利润-3.0 亿。

23 年公司拟分红 4752 万元，分红比例 30.4%。

造纸：产能突破 800wt，H2 盈利有望改善

23 年造纸收入 192.4 亿，同比-11.8%，毛利率 7.5%，同比+1.4pct，其中量/价分别+10.0%/-19.8%；

23Q1 纸价持续下行，公司停机减产导致费用上升，毛利率同比下降；23Q2 起实现扭亏为盈，主要受益于造纸行业景气度提升，加之公司采取精益管理、降本增效、优化库存的经营方针。24Q1 传统淡季下游需求较弱，年初至今箱板纸/瓦楞纸市场价分别下降 3%/4%，公司盈利边际走弱；预计下半年伴随需求复苏、盈利有望改善。

产能方面，随着浙江山鹰 77 万吨造纸项目和吉林山鹰一期 30 万吨瓦楞纸项目建成投产，公司已经形成在核心区域华东、华南、华中等地超 800 万吨的布局优势，规模名列行业第二。未来在建项目宿州基地 180 万吨产能建成后，最终将推动公司完成近千万吨的战略产能布局，并为公司未来的可持续增长奠定坚实的产业基础。

包装：客户结构优化，盈利能力提升

23 年包装收入 70.8 亿，同比-7.8%，毛利率 13.4%，同比+2.7pct，其中量/价分别-3.3%/-4.7%；

公司持续拓展各行业高潜客户份额，开拓了日化、快消、食品等行业大客户订单，23 年大客户销售订单份额占比提升至 42%同比+9pct，带动盈利能力提升；此外紧跟 3C、家电、光伏等大客户出海，23 年泰国包装贸易公司交付、泰国二级厂建设推进，进一步提升横向服务能力。

优化资金管理及资源配置，现金流有望提升

公司现已落地广东、华中两大造纸基地的战略投资者引入，股权融资额 10 亿元，进一步发挥投贷联动作用，优化债务结构；此外 24 年继续推进北欧纸业股权出售、聚焦核心产业链发展。

23 年/24Q1 经营现金流净额分别为 31.7 亿/4.6 亿，同比+30 亿/+1 亿，伴随旺季主业复苏，预计现金流压力进一步缓解。

调整盈利预测，维持“买入”评级

公司发布 24-26 年长期激励管理办法绑定核心人员，根据 23 年报及 24 年一季报，我们调整盈利预测，此外造纸主业下半年有望复苏，新增产能持续爬坡，包装板块依托产业链协同优势不断创新服务模式，我们预计利润有望稳健提升，预计 24-26 年公司归母净利润分别为 7.7/10.5/12.6 亿(24-25 年前值分别为 11.2/14.2 亿元)，PE 分别为 10/8/6X。

截至 2024 年 4 月 26 日，选取太阳纸业 (12X)、玖龙纸业 (18X) 为可比公司，24 年平均 PE 估值为 15X，维持山鹰国际“买入”评级。

投资评级

行业	轻工制造/造纸
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	1.8 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	4,470.57
流通 A 股股本(百万股)	4,470.57
A 股总市值(百万元)	8,047.03
流通 A 股市值(百万元)	8,047.03
每股净资产(元)	2.96
资产负债率(%)	71.37
一年内最高/最低(元)	2.44/1.49

作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	
张彤	联系人
zhangtong@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《山鹰国际-公司点评:Q4 盈利环比改善，造纸+包装一体发展》2024-02-01
- 《山鹰国际-公司深度研究:业绩拐点逐步显现，成长弹性逐步释放》2023-12-12
- 《山鹰国际-首次覆盖报告:产业企稳向上，一体化龙头优势显现》2022-12-05

风险提示：下游需求复苏不及预期，新产能爬坡不及预期，债务偿还风险等

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	34,014.12	29,333.34	33,419.47	37,342.92	40,834.48
增长率(%)	2.97	(13.76)	13.93	11.74	9.35
EBITDA(百万元)	3,227.23	2,738.11	4,138.86	4,703.87	5,267.86
归属母公司净利润(百万元)	(2,256.45)	156.23	770.64	1,048.26	1,261.61
增长率(%)	(248.87)	(106.92)	393.28	36.02	20.35
EPS(元/股)	(0.50)	0.03	0.17	0.23	0.28
市盈率(P/E)	(3.57)	51.51	10.44	7.68	6.38
市净率(P/B)	0.59	0.59	0.40	0.38	0.35
市销率(P/S)	0.24	0.27	0.17	0.15	0.14
EV/EBITDA	10.33	11.68	9.03	7.21	7.89

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,738.11	4,153.91	2,673.56	2,987.43	3,266.76
应收票据及应收账款	4,389.07	4,734.51	3,987.98	3,800.10	4,380.41
预付账款	218.31	168.50	333.95	136.43	476.78
存货	3,330.05	2,822.57	2,652.57	2,328.45	3,040.94
其他	1,628.59	1,493.78	2,479.51	1,820.09	2,660.20
流动资产合计	13,304.13	13,373.27	12,127.56	11,072.50	13,825.09
长期股权投资	2,325.58	3,192.00	3,619.13	4,038.07	4,565.20
固定资产	25,566.86	29,621.53	31,736.69	33,783.16	35,322.12
在建工程	5,991.86	3,401.34	3,754.69	4,108.04	4,461.39
无形资产	2,512.26	2,455.07	2,583.96	2,726.27	2,853.52
其他	2,816.60	2,696.37	2,526.36	2,140.42	1,239.44
非流动资产合计	39,213.16	41,366.31	44,220.82	46,795.96	48,441.67
资产总计	52,517.30	54,739.59	56,348.38	57,868.45	62,266.75
短期借款	15,816.74	15,071.42	20,511.00	22,637.79	29,595.49
应付票据及应付账款	4,884.51	6,124.89	2,361.81	6,905.20	2,415.54
其他	3,903.23	6,900.42	3,654.62	2,843.59	2,779.16
流动负债合计	24,604.49	28,096.73	26,527.43	32,386.59	34,790.56
长期借款	7,365.44	7,315.33	7,950.77	3,325.95	4,546.84
应付债券	4,281.86	1,915.12	4,022.46	3,989.08	3,572.84
其他	2,051.21	1,644.22	1,571.33	1,005.42	942.65
非流动负债合计	13,698.51	10,874.67	13,544.56	8,320.45	9,062.33
负债合计	38,389.83	39,024.60	40,072.00	40,707.04	43,852.89
少数股东权益	540.93	1,967.68	1,982.36	1,994.38	2,008.81
股本	3,305.94	3,160.34	3,160.34	3,160.34	3,160.34
资本公积	4,538.39	4,183.32	4,183.32	4,183.32	4,183.32
留存收益	6,619.43	6,751.26	7,481.52	8,408.71	9,549.42
其他	(877.23)	(347.61)	(531.15)	(585.33)	(488.02)
股东权益合计	14,127.46	15,714.99	16,276.38	17,161.41	18,413.27
负债和股东权益总计	52,517.30	54,739.59	56,348.38	57,868.45	62,266.75

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	(2,353.28)	101.55	770.64	1,048.26	1,261.61
折旧摊销	1,503.86	1,723.84	2,033.03	2,255.23	2,461.62
财务费用	913.87	1,117.94	1,196.37	1,300.35	1,436.03
投资损失	(43.90)	(177.65)	(78.59)	(100.05)	(118.76)
营运资金变动	(130.59)	778.53	(4,095.88)	5,117.62	(6,519.19)
其它	313.40	(377.52)	78.58	13.59	15.95
经营活动现金流	203.36	3,166.68	(95.85)	9,635.00	(1,462.71)
资本支出	4,321.57	4,397.11	4,703.31	5,363.28	4,543.95
长期投资	108.31	866.42	427.13	418.94	527.13
其他	(7,988.41)	(7,820.88)	(9,692.17)	(10,478.52)	(9,433.47)
投资活动现金流	(3,558.53)	(2,557.35)	(4,561.73)	(4,696.30)	(4,362.39)
债权融资	3,138.90	(1,481.51)	3,401.96	(4,448.00)	6,130.14
股权融资	(176.83)	28.94	(224.73)	(176.82)	(25.73)
其他	116.08	266.52	(0.00)	(0.00)	(0.33)
筹资活动现金流	3,078.16	(1,186.05)	3,177.23	(4,624.82)	6,103.83
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(277.02)	(576.71)	(1,480.35)	313.88	278.73

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	34,014.12	29,333.34	33,419.47	37,342.92	40,834.48
营业成本	31,554.42	26,438.42	28,262.85	31,592.11	34,492.88
营业税金及附加	212.90	256.37	284.07	309.95	310.34
销售费用	393.44	382.30	384.32	380.90	408.34
管理费用	1,591.40	1,417.56	1,597.45	1,691.63	1,829.38
研发费用	830.92	836.88	939.09	1,030.66	1,114.78
财务费用	863.06	1,053.94	1,196.37	1,300.35	1,436.04
资产/信用减值损失	(1,435.23)	(46.53)	(23.15)	(17.59)	(16.63)
公允价值变动收益	30.87	(0.04)	63.09	0.00	0.00
投资净收益	43.90	177.65	78.59	100.05	118.76
其他	2,102.93	(1,374.09)	(0.00)	(0.00)	(0.01)
营业利润	(2,174.51)	190.88	873.86	1,119.78	1,344.84
营业外收入	15.38	36.23	16.31	23.01	18.22
营业外支出	113.23	32.56	72.99	36.46	43.52
利润总额	(2,272.36)	194.55	817.18	1,106.33	1,319.54
所得税	80.92	93.00	31.05	44.47	41.96
净利润	(2,353.28)	101.55	786.13	1,061.85	1,277.57
少数股东损益	(96.83)	(54.68)	15.49	13.59	15.97
归属于母公司净利润	(2,256.45)	156.23	770.64	1,048.26	1,261.61
每股收益(元)	(0.50)	0.03	0.17	0.23	0.28

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	2.97%	-13.76%	13.93%	11.74%	9.35%
营业利润	-231.52%	-108.78%	357.80%	28.14%	20.10%
归属于母公司净利润	-248.87%	-106.92%	393.28%	36.02%	20.35%
获利能力					
毛利率	7.23%	9.87%	15.43%	15.40%	15.53%
净利率	-6.63%	0.53%	2.31%	2.81%	3.09%
ROE	-16.61%	1.14%	5.39%	6.91%	7.69%
ROIC	-3.55%	1.68%	5.03%	5.05%	6.21%
偿债能力					
资产负债率	73.10%	71.29%	71.11%	70.34%	70.43%
净负债率	190.00%	165.44%	197.08%	166.74%	194.97%
流动比率	0.54	0.48	0.46	0.34	0.40
速动比率	0.40	0.37	0.36	0.27	0.31
营运能力					
应收账款周转率	7.12	6.43	7.66	9.59	9.98
存货周转率	9.53	9.54	12.21	14.99	15.21
总资产周转率	0.65	0.55	0.60	0.65	0.68
每股指标(元)					
每股收益	-0.50	0.03	0.17	0.23	0.28
每股经营现金流	0.05	0.71	-0.02	2.16	-0.33
每股净资产	3.04	3.08	4.52	4.80	5.19
估值比率					
市盈率	-3.57	51.51	10.44	7.68	6.38
市净率	0.59	0.59	0.40	0.38	0.35
EV/EBITDA	10.33	11.68	9.03	7.21	7.89
EV/EBIT	18.96	30.91	17.75	13.84	14.81

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com