

➤ **事件。**公司 24H1 实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 142.55/1.14/-1.08 亿元，同增 3.69%/141.89%/75.2%；24Q2 实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 75.86/0.74/-0.93 亿元，同比+2.56%/+6.13%/-57.04%。

➤ **产量提升带动收入增长。**24H1 箱板/瓦楞/包装/其他原纸收入同+4.09%/+19.84%/-3.71%/13.62%，收入分别占比 37.03%/15.55%/23.1%/14.4%，由于国内供给仍远大于需求（2024H1 箱板纸/瓦楞纸表观消费量分别为 916.54/636.68 万吨，供给分别为 4769.4/3433.8 万吨），叠加进口纸影响（24H1 箱板纸/瓦楞纸进口量分别为 149.53/69.98 万吨），主要产品箱板/瓦楞纸价格 24H1 震荡下行，截至 2024 年 6 月 30 号，箱板纸/瓦楞纸价格分别为 3150/2950 元/吨，三年分位数分别为 4.9%/4.1%，纸价持续下行拉低营收。量：产销均衡增长，24H1 原纸产量/销量为 341.95/346.43 万吨，同比变动+13.59%/17.1%。价：24H1 国内原纸销售均价同比-6.58%。

➤ **成本下行叠加费用控制盈利能力上行。**24H1 毛利率/净利率同增 0.12/3.05 pct 至 8.79%/0.62%，参考 24H1 美废 12#/国废均价同比+32.74%/-9.6%，公司产业链上下协同成本控制能力高于行业平均水平。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+0.29/-0.46/-0.26/0.83pct，基本保持稳定。24H1 销售/管理/研发/财务费用率 1.21%/4.05%/2.74%/3.91%，同-0.13/-1.45/-0.34/-0.06pct，管理费用率降低主因公司人力成本下降所致。

➤ **产能利用率提升带单吨盈利上涨。**量：经测算 24Q2 公司国内造纸销量同/环比分别+17.42%/+30.95%；测算 Q2 吨盈利约 20 元/吨，环增 650%。Q2 产能利用率环比提升 23pct 至 98%，产能利用率提升带动吨盈利上行。单 Q2 销售/管理/研发/财务费用率 1.17%/3.72%/2.8%/3.73%，同比变动-0.12/-1.26/-0.34/+0.5pct，管理费用率下降主因公司人力成本下降所致。

➤ **下修转股价格以空间换时间，多维度积极应对。**2024 年 8 月 16 号公司再次发布下修“山鹰转债”及“鹰 19 转债”转股价格公告，调整前转股价均为 2.31 元/股，调整后价格为 2.25 元/股，本次下修主要目的为避免回售。**公司多方筹措资金：**1、北欧纸业股权处置预计 10 亿元；2、包装公司售卖 51%股权对价 10 亿元，同时包装公司返还山鹰 20 亿元往来借款；3、2024 年初财信吉祥人寿增资 2.5 亿元；北欧纸业、包装公司资产处置金额总计 40 亿+现金还本付息（两转债总计还本付息 41 亿元）。**其他措施：**1、2022 年所回购库存股用于转换公司发行的可转债；2、董监高出资 230 万元购买可转债；3、2022 年核心员工持股计划存续期延长 12 个月至 2025 年 8 月 1 日；4、山鹰集团出资 7 亿元回购股份且另外支出 2 亿元回购债券。

➤ **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 2023 年浙江山鹰 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 年下半年，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 5.1/10.2/16.0 亿元，对应 PE 为 12X/6X/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；可转债到期偿付风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	29333	37713	42238	48914
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	513	1023	1599
增长率 (%)	106.9	228.6	99.2	56.3
每股收益 (元)	0.03	0.11	0.23	0.36
PE	41	12	6	4
PB	0.5	0.4	0.4	0.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 8 月 27 日收盘价）

推荐

维持评级
当前价格：
1.42 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) 2024 年中报业绩预告点评：吨盈利预计稳步提升，多维度举措维护市场信心-2024/07/10
- 2.山鹰国际 (600567.SH) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：现金流持续优化，盈利逐季改善-2024/04/24
- 3.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
- 4.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
- 5.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

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	29333	37713	42238	48914
营业成本	26438	33835	37501	43130
营业税金及附加	256	226	253	293
销售费用	382	490	549	636
管理费用	1418	1810	2027	2348
研发费用	837	1094	1225	1419
EBIT	855	1389	1949	2555
财务费用	1054	835	837	836
资产减值损失	-18	0	0	0
投资收益	178	38	42	49
营业利润	191	595	1159	1772
营业外收支	4	0	0	0
利润总额	195	595	1159	1772
所得税	93	71	104	124
净利润	102	524	1054	1648
归属于母公司净利润	156	513	1023	1599
EBITDA	2639	3256	4035	4735

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4154	4909	5713	6826
应收账款及票据	4735	4133	4628	5360
预付款项	169	508	563	647
存货	2823	4635	5137	5908
其他流动资产	1494	1874	2009	2216
流动资产合计	13373	16058	18050	20957
长期股权投资	3192	3192	3192	3192
固定资产	29622	31273	32808	32776
无形资产	2455	2453	2448	2442
非流动资产合计	41366	41861	41741	41748
资产合计	54740	57918	59791	62704
短期借款	15071	15071	15071	15071
应付账款及票据	6125	8250	9144	10517
其他流动负债	6954	7321	7446	7634
流动负债合计	28150	30643	31661	33222
长期借款	7315	7315	7315	7315
其他长期负债	3559	3525	3490	3522
非流动负债合计	10875	10841	10805	10837
负债合计	39025	41483	42466	44059
股本	3160	4471	4471	4471
少数股东权益	1968	2238	2270	2319
股东权益合计	15715	16435	17325	18646
负债和股东权益合计	54740	57918	59791	62704

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	62.43	40.27	31.09
净利润增长率	106.92	228.62	99.20	56.31
盈利能力 (%)				
毛利率	9.87	10.28	11.21	11.82
净利润率	0.53	1.36	2.42	3.27
总资产收益率 ROA	0.29	0.89	1.71	2.55
净资产收益率 ROE	1.14	3.62	6.79	9.79
偿债能力				
流动比率	0.48	0.52	0.57	0.63
速动比率	0.34	0.33	0.37	0.41
现金比率	0.15	0.16	0.18	0.21
资产负债率 (%)	71.29	71.62	71.02	70.26
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	0.67	0.72	0.80
每股指标 (元)				
每股收益	0.03	0.11	0.23	0.36
每股净资产	3.08	3.18	3.37	3.65
每股经营现金流	0.71	0.81	0.85	0.99
每股股利	0.01	0.04	0.07	0.11
估值分析				
PE	41	12	6	4
PB	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	11.84	9.60	7.74	6.60
股息收益率 (%)	0.77	2.59	5.16	8.06

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	102	524	1054	1648
折旧和摊销	1784	1867	2086	2180
营运资金变动	591	379	-175	-234
经营活动现金流	3167	3613	3815	4446
资本开支	-2008	-1821	-1882	-2065
投资	-756	-27	0	0
投资活动现金流	-2557	-2266	-1834	-2016
股权募资	1607	260	0	0
债务募资	-572	183	0	0
筹资活动现金流	-1186	-592	-1176	-1317
现金净流量	-581	755	804	1113

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