

山鹰国际 (600567)

证券研究报告
2024年08月30日

下半年原料成本改善, 行业利润或将缓慢向好

公司发布 2024 中期报告

24Q2 公司营收 75.9 亿, 同增 2.6%; 归母净利 0.7 亿, 同增 6.1%; 扣非后归母净利-0.9 亿, 同减 57.0%。24H1 公司营收 142.5 亿, 同增 3.7%, 系本期造纸板块销量增加; 归母净利 1.1 亿, 同增 141.9%; 扣非后归母净利-1.1 亿, 同增 75.2%; 本期非经常性主要为经营补助 2.5 亿元。

分业务, 造纸收入 95.5 亿, 同增 9.4%, 占比 67.0%; 包装收入 32.9 亿, 同减 3.7%, 占比 23%; 贸易营收 10.1 亿, 同减 10.3%, 占比 7.1%。

分地区, 国内收入 122.1 亿, 同增 3.4%, 占比 85.7%; 国外收入 18.0 亿, 同增 13.0%。

24H1 毛利率 8.79%, 同增 0.1pct; 其中造纸毛利率 6.7%, 同增 0.3pct; 包装毛利率 12.5%, 同减 0.3pct; 贸易毛利率 10.5%, 同增 0.6pct;

公司 24H1 净利率 0.62%, 同增 3.1pct。24H1 公司销售费率 1.2%, 同减 0.1pct; 管理费率 4.1%, 同减 1.5pct; 研发费率 2.7%, 同减 0.3pct; 财务费率 3.9%, 同减 0.1pct。

国内国外产能协同发展, 增强产业链一体化优势

公司通过自建及并购不断完善国内区域布局, 目前在安徽马鞍山、浙江嘉兴、福建漳州、湖北荆州、广东肇庆、吉林扶余建有六大造纸基地, 现有落地产能约 812 万吨。24H1 公司原纸板块产量 342.0 万吨, 同增 13.6%, 销量 346.43 万吨, 同增 17.1%, 产销率 101.3%, 实现产销均衡增长。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。

公司通过回收纤维资源获取、优势市场及高端纸种的部署推动国际战略布局, 持续在美国、英国、荷兰等回收纤维主要来源地开展贸易业务, 在境外布局再生浆, 保证上游原材料的优质供应。公司参股公司北欧纸业拥有高端特种浆纸产能合计 50 万吨, 控股子公司凤凰纸业多品类文化浆纸年产能达 36 万吨。

下半年原料成本改善, 行业利润缓慢向好

上半年纸浆价格维持高位, 主要系①欧洲终端需求上行, 消费提升带动终端库存加速去化, 推动欧洲地区阔叶浆提价, 同时带动中国地区阔叶浆提价; ②港口罢工、海外针叶浆厂意外爆炸等多起意外事件造成的海外浆厂停产; ③欧美需求复苏。

长期来看, 随着上半年负面事件影响消退, 叠加国内外多处化学浆项目投产和 24 年 Suzano255 万吨阔叶浆新产能投产, 预计今年下半年外盘和国内浆价或将同步下降。同时, 因下游成品纸价格向下且废黄板纸消费量走势疲软, 24H1 废黄板纸价格以下跌为主, 预期下半年废黄板纸市场价格走势先涨后跌。综合浆价和国废价格分析, 国内纸企的原材料成本或将进一步改善, 下半年行业利润有望缓慢向好。

调整盈利预测, 调整为“增持”评级

基于 24H1 业绩表现, 公司营收增幅较小, 我们调整盈利预测, 我们预计 24-26 年归母分别 4 亿、6.4 亿以及 8.6 亿 (原值分别 5.6/9.4/11.8 亿); PE 分别为 16X、10X、7X。

风险提示: 行业风险; 政策风险; 海外投资风险; 宏观经济波动风险等

投资评级

行业	轻工制造/造纸
6 个月评级	增持 (调低评级)
当前价格	1.42 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)	6,348.22
流通 A 股市值(百万元)	6,348.22
每股净资产(元)	2.95
资产负债率(%)	70.75
一年内最高/最低(元)	2.25/1.33

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004
sunhaiyang@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:盈利修复, 多措并举维护信心》2024-07-16
- 《山鹰国际-年报点评报告:静待主业复苏, 现金流持续优化》2024-04-28
- 《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

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	30,536.00	32,215.48	34,728.29
增长率(%)	2.97	(13.76)	4.10	5.50	7.80
EBITDA(百万元)	3,227.23	2,738.11	3,546.02	4,160.60	4,686.71
归属母公司净利润(百万元)	(2,256.45)	156.23	396.01	636.69	863.05
增长率(%)	(248.87)	(106.92)	153.49	60.77	35.55
EPS(元/股)	(0.50)	0.03	0.09	0.14	0.19
市盈率(P/E)	(2.81)	40.63	16.03	9.97	7.36
市净率(P/B)	0.47	0.46	0.42	0.40	0.38
市销率(P/S)	0.19	0.22	0.21	0.20	0.18
EV/EBITDA	10.33	11.68	9.37	8.43	7.71

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	2,442.88	5,798.79	1,736.41
应收票据及应收账款	4,389.07	4,734.51	2,560.21	4,158.51	2,798.72
预付账款	218.31	168.50	200.90	211.61	316.88
存货	3,330.05	2,822.57	2,349.04	2,019.17	2,608.40
其他	1,628.59	1,493.78	1,986.44	2,210.61	2,137.38
流动资产合计	13,304.13	13,373.27	9,539.47	14,398.68	9,597.80
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	53,760.29	61,194.63	58,039.47
短期借款	15,816.74	15,071.42	16,515.25	21,611.51	18,984.76
应付票据及应付账款	4,884.51	6,124.89	4,218.33	6,094.20	5,961.92
其他	3,903.23	6,900.42	3,292.07	3,064.49	2,402.43
流动负债合计	24,604.49	28,096.73	24,025.66	30,770.20	27,349.10
长期借款	7,365.44	7,315.33	6,916.35	7,689.16	7,547.00
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	12,510.14	12,683.66	12,062.49
负债合计	38,389.83	39,024.60	36,535.80	43,453.87	39,411.59
少数股东权益	540.93	1,967.68	1,975.23	1,982.53	1,992.40
股本	3,305.94	3,160.34	4,470.57	4,470.57	4,470.57
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	7,126.52	7,689.68	8,469.61
其他	(877.23)	(347.61)	(531.15)	(585.33)	(488.03)
股东权益合计	14,127.46	15,714.99	17,224.49	17,740.77	18,627.88
负债和股东权益总计	52,517.30	54,739.59	53,760.29	61,194.63	58,039.47

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	(2,353.28)	101.55	396.01	636.69	863.05
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	1,072.66	1,226.71	1,313.16
投资损失	(43.90)	(177.65)	(78.59)	(100.05)	(118.76)
营运资金变动	(130.59)	778.53	(244.49)	161.30	451.96
其它	313.40	(377.52)	71.05	8.26	10.92
经营活动现金流	203.36	3,166.68	3,249.68	4,188.14	4,981.95
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)	(1,504.51)	3,992.74	(4,695.08)
股权融资	(176.83)	(17.19)	1,105.53	(128.67)	13.14
其他	116.08	312.65	0.00	(0.00)	0.00
筹资活动现金流	3,078.16	(1,186.05)	(398.98)	3,864.07	(4,681.94)
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)	(1,711.03)	3,355.91	(4,062.37)

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	30,536.00	32,215.48	34,728.29
营业成本	31,554.42	26,438.42	26,596.86	27,705.32	29,727.42
营业税金及附加	212.90	256.37	259.56	267.39	263.94
销售费用	393.44	382.30	335.90	354.37	382.01
管理费用	1,591.40	1,417.56	1,221.44	1,288.62	1,389.13
研发费用	830.92	836.88	763.40	805.39	868.21
财务费用	863.06	1,053.94	1,072.66	1,226.71	1,313.16
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	0.00
营业利润	(2,174.51)	190.88	404.72	650.15	886.56
营业外收入	15.38	36.23	16.31	23.01	18.22
营业外支出	113.23	32.56	1.10	1.20	2.10
利润总额	(2,272.36)	194.55	419.93	671.96	902.68
所得税	80.92	93.00	15.96	27.01	28.71
净利润	(2,353.28)	101.55	403.97	644.95	873.97
少数股东损益	(96.83)	(54.68)	7.96	8.26	10.92
归属于母公司净利润	(2,256.45)	156.23	396.01	636.69	863.05
每股收益(元)	(0.50)	0.03	0.09	0.14	0.19

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	2.97%	-13.76%	4.10%	5.50%	7.80%
营业利润	-231.52%	-108.78%	112.02%	60.64%	36.36%
归属于母公司净利润	-248.87%	-106.92%	153.49%	60.77%	35.55%
获利能力					
毛利率	7.23%	9.87%	12.90%	14.00%	14.40%
净利率	-6.63%	0.53%	1.30%	1.98%	2.49%
ROE	-16.61%	1.14%	2.60%	4.04%	5.19%
ROIC	-3.55%	1.68%	3.59%	4.28%	4.79%
偿债能力					
资产负债率	73.10%	71.29%	67.96%	71.01%	67.90%
净负债率	190.00%	165.44%	158.37%	164.26%	160.09%
流动比率	0.54	0.48	0.40	0.47	0.35
速动比率	0.40	0.37	0.30	0.40	0.26
营运能力					
应收账款周转率	7.12	6.43	8.37	9.59	9.98
存货周转率	9.53	9.54	11.81	14.75	15.01
总资产周转率	0.65	0.55	0.56	0.56	0.58
每股指标(元)					
每股收益	-0.50	0.03	0.09	0.14	0.19
每股经营现金流	0.05	0.71	0.73	0.94	1.11
每股净资产	3.04	3.08	3.41	3.52	3.72
估值比率					
市盈率	-2.81	40.63	16.03	9.97	7.36
市净率	0.47	0.46	0.42	0.40	0.38
EV/EBITDA	10.33	11.68	9.37	8.43	7.71
EV/EBIT	18.96	30.91	21.96	18.40	16.24

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