

➤ **山鹰国际发布 2024 年中报业绩预告。**根据公告披露，2024H1 归母净利润为 0.9~1.35 亿元/扭亏为盈，扣非归母净利润为-1~-1.4 亿元/亏损收窄。2024 年单 Q2 归母净利润为 0.51~0.96 亿元,同比增长-27%~+37%，扣非归母净利润为-1.25~-0.85 亿元/亏损扩大。

➤ **2024Q2 产能利用率提升，整体利润上行。****收入方面：**2024Q2 箱板/瓦楞纸吨均价为 3196/2656 元，环比降低 1.28%/5.03%，但考虑 24Q1 山鹰产能利用率较低（受春节影响），24Q2 伴随开工率逐步增加，我们预计 2024Q2 公司收入环比提升。**利润方面：**造纸业务下游需求环比下降（2024 年 4/5 月箱板瓦楞纸表观消费量分别为 533/523 万吨，环比分别下降 4%/2%），上半年为消费淡季，二季度需求仍承压，然公司产能利用率提升背景下，我们预计公司 2024Q2 造纸吨盈利上行至约 25 元/吨；包装业务预计盈利维持稳定。**成本方面：**根据钢联数据，2024Q2 国废均价为 1331.02 元/吨，同比/环比分别降低 6.87%/4.33%。

➤ **下修转股价格以空间换时间，多维度积极应对。**2024 年 7 月 8 号公司发布下修“山鹰转债”及“鹰 19 转债”转股价格公告，调整前转股价均为 2.37 元/股，调整后价格为 2.32 元/股，我们认为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；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 号；4、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 13X/7X/4X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**下游需求不及预期，正股波动触发回售，资产处置未达预期。

### 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	513	1,023	1,599
增长率 (%)	106.9	228.6	99.3	56.3
每股收益 (元)	0.03	0.11	0.23	0.36
PE	43	13	7	4
PB	0.5	0.5	0.5	0.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 07 月 09 日收盘价）

## 推荐

**维持评级**
**当前价格：**
**1.52 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
- 2.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
- 3.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
- 4.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
- 5.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

## 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	33,835	37,501	43,130
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	1,419
EBIT	855	1,389	1,949	2,555
财务费用	1,054	835	836	835
资产减值损失	-18	0	0	0
投资收益	178	38	42	49
营业利润	191	595	1,159	1,773
营业外收支	4	0	0	0
利润总额	195	595	1,159	1,773
所得税	93	71	104	124
净利润	102	524	1,055	1,649
归属于母公司净利润	156	513	1,023	1,599
EBITDA	2,639	3,256	4,035	4,735

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,154	4,980	5,795	6,908
应收账款及票据	4,735	4,133	4,628	5,360
预付款项	169	508	563	647
存货	2,823	4,635	5,137	5,908
其他流动资产	1,494	1,912	2,037	2,244
流动资产合计	13,373	16,167	18,160	21,067
长期股权投资	3,192	3,192	3,192	3,192
固定资产	29,622	31,273	32,808	32,776
无形资产	2,455	2,453	2,448	2,442
非流动资产合计	41,366	41,491	41,371	41,378
资产合计	54,740	57,657	59,531	62,445
短期借款	15,071	15,071	15,071	15,071
应付账款及票据	6,125	8,250	9,144	10,517
其他流动负债	6,954	7,109	7,233	7,421
流动负债合计	28,150	30,430	31,448	33,009
长期借款	7,315	7,315	7,315	7,315
其他长期负债	3,559	3,532	3,497	3,529
非流动负债合计	10,875	10,848	10,812	10,844
负债合计	39,025	41,278	42,261	43,853
股本	3,160	3,160	3,160	3,160
少数股东权益	1,968	2,238	2,270	2,319
股东权益合计	15,715	16,379	17,270	18,591
负债和股东权益合计	54,740	57,657	59,531	62,445

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
<b>成长能力 (%)</b>				
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	99.35	56.28
<b>盈利能力 (%)</b>				
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	1.72	2.56
净资产收益率 ROE	1.14	3.63	6.82	9.83
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.48	0.53	0.58	0.64
速动比率	0.34	0.34	0.37	0.42
现金比率	0.15	0.16	0.18	0.21
资产负债率 (%)	71.29	71.59	70.99	70.23
<b>经营效率</b>				
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
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.03	0.11	0.23	0.36
每股净资产	3.08	3.16	3.36	3.64
每股经营现金流	0.71	0.80	0.85	0.99
每股股利	0.01	0.04	0.07	0.11
<b>估值分析</b>				
PE	43	13	7	4
PB	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	12.41	10.06	8.11	6.92
股息收益率 (%)	0.72	2.42	4.82	7.53

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	102	524	1,055	1,649
折旧和摊销	1,784	1,867	2,086	2,180
营运资金变动	591	344	-175	-234
经营活动现金流	3,167	3,584	3,816	4,447
资本开支	-2,008	-1,821	-1,882	-2,065
投资	-756	-24	0	0
投资活动现金流	-2,557	-1,906	-1,825	-2,016
股权募资	1,607	260	0	0
债务募资	-572	-22	0	0
筹资活动现金流	-1,186	-851	-1,176	-1,317
现金净流量	-581	826	815	1,113

## 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