

# 山鹰国际 (600567)

证券研究报告

2024年02月01日

## Q4 盈利环比改善，造纸+包装一体发展

### 公司发布 2023 年年度业绩预盈公告

23Q4 公司实现归母净利润 2.1~2.6 亿，同增 109%~111%，环增 37%~67%；扣非归母净利润 0.09~1.09 亿，同增 100%~105%，环增-89%~+40%；

23 年实现归母净利润 0.95 亿~1.43 亿，扭亏为盈；扣非归母净利润-3.5~-2.5 亿，亏损收窄。

### 造纸：需求复苏、产销增长，产能达到 800 万吨

根据钢联数据，23Q4 箱板纸/瓦楞纸市场价分别为 4093/2882 元/吨，分别同比-13%/-15%，环比+0.1%/+3.8%，旺季行业需求稳步修复，公司产销同步增长，叠加精益管理、降本增效、优化库存的经营方针，我们预计造纸吨盈利环比修复。

产能方面，截至 23H1 末公司在安徽马鞍山、浙江嘉兴、福建漳州、湖北荆州、广东肇庆建有五大造纸基地，落地产能约 750 万吨。23 年公司浙江 77 万吨造纸项目投产，24 年初公司吉林 30 万吨产能出纸，公司造纸产能规模已提升至约 800 万吨，龙头地位稳固。

### 包装：客户结构优化，盈利能力提升

公司积极向产业链上下游延伸，发挥集团造纸包装产业链协同优势，从卖产品向服务价值客户转型，不断提升市场份额。一方面通过服务能力提升核心客户 DELL、HP、美的等客户份额，另一方面积极拓展联合利华、百事食品、海天等优质大客户。23 年公司价值大客户收入占比提升，客户结构优化带动盈利能力提升。

公司包装板块企业布局于沿江沿海经济发达地区，产业辐射江苏、浙江、安徽、福建、广东、湖北、山东、四川、天津、贵州等省市，截至 23H1 年产量超过 21 亿平方米，位居中国第二。

### 调整盈利预测，维持“买入”评级。

公司造纸主业弱复苏、产业链延伸培育成本优势及价值增长点，根据公司业绩预告，我们调整 23 年盈利预测，预计 23-25 年公司归母净利分别为 1.2/11.2/14.2 亿元（前值为 2.0/11.2/14.2 亿元），PE 分别为 64/7/5X。

**风险提示：**需求复苏不及预期，进口纸冲击，行业竞争加剧，原材料价格波动风险，海外投资风险，内部治理规范有待加强风险等，业绩预告仅为初步核算，具体财务数据以公司正式发布的 2023 年年报为准。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	33,032.81	34,014.12	35,413.63	40,338.83	45,236.94
增长率(%)	32.29	2.97	4.11	13.91	12.14
EBITDA(百万元)	3,258.55	3,227.23	3,057.11	4,369.59	5,035.38
归属母公司净利润(百万元)	1,515.67	(2,256.45)	119.16	1,122.11	1,418.73
增长率(%)	9.74	(248.87)	105.28	841.67	26.43
EPS(元/股)	0.34	(0.50)	0.03	0.25	0.32
市盈率(P/E)	5.04	(3.39)	64.15	6.81	5.39
市净率(P/B)	0.46	0.56	0.50	0.48	0.44
市销率(P/S)	0.23	0.22	0.22	0.19	0.17
EV/EBITDA	10.00	10.33	11.53	7.90	7.98

资料来源：wind，天风证券研究所

### 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	1.71 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)	7,644.68
流通 A 股市值(百万元)	7,644.68
每股净资产(元)	2.89
资产负债率(%)	71.86
一年内最高/最低(元)	2.81/1.67

### 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
- 《山鹰纸业-季报点评:三季度业绩承压，外废渠道布局充足，长期仍享受成本端优势》2018-10-23

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,890.32	3,738.11	2,833.09	3,227.11	3,618.96
应收票据及应收账款	5,163.51	4,389.07	4,853.88	3,559.00	5,503.46
预付账款	432.79	218.31	326.08	186.11	494.49
存货	3,809.03	3,330.05	2,602.15	2,821.74	3,137.81
其他	2,438.12	1,628.59	2,574.96	1,784.55	2,791.12
<b>流动资产合计</b>	<b>15,733.78</b>	<b>13,304.13</b>	<b>13,190.17</b>	<b>11,578.51</b>	<b>15,545.84</b>
长期股权投资	2,217.27	2,325.58	2,752.71	3,171.65	3,698.78
固定资产	22,208.74	25,566.86	27,911.96	30,188.37	31,957.28
在建工程	4,964.56	5,991.86	6,345.21	6,698.56	7,051.91
无形资产	2,207.99	2,512.26	2,657.93	2,817.04	2,961.08
其他	4,662.16	2,816.60	2,443.03	2,076.85	1,176.94
<b>非流动资产合计</b>	<b>36,260.71</b>	<b>39,213.16</b>	<b>42,110.84</b>	<b>44,952.48</b>	<b>46,845.99</b>
<b>资产总计</b>	<b>51,994.49</b>	<b>52,517.30</b>	<b>55,301.01</b>	<b>56,530.99</b>	<b>62,391.83</b>
短期借款	14,590.05	15,816.74	18,126.59	20,201.66	25,610.54
应付票据及应付账款	4,366.42	4,884.51	4,310.64	5,780.30	4,564.89
其他	3,532.17	3,903.23	3,743.97	2,852.78	2,892.19
<b>流动负债合计</b>	<b>22,488.64</b>	<b>24,604.49</b>	<b>26,181.20</b>	<b>28,834.74</b>	<b>33,067.62</b>
长期借款	5,589.51	7,365.44	7,772.66	6,080.24	6,912.76
应付债券	4,124.70	4,281.86	4,022.46	3,989.08	3,572.84
其他	1,422.61	2,051.21	1,571.33	1,005.42	942.65
<b>非流动负债合计</b>	<b>11,136.82</b>	<b>13,698.51</b>	<b>13,366.45</b>	<b>11,074.74</b>	<b>11,428.25</b>
<b>负债合计</b>	<b>33,695.53</b>	<b>38,389.83</b>	<b>39,547.65</b>	<b>39,909.48</b>	<b>44,495.86</b>
少数股东权益	1,781.53	540.93	543.19	556.06	572.29
股本	3,305.93	3,305.94	4,470.57	4,470.57	4,470.57
资本公积	4,434.76	4,538.39	4,538.39	4,538.39	4,538.39
留存收益	9,373.51	6,619.43	6,732.35	7,724.86	9,006.97
其他	(596.76)	(877.23)	(531.15)	(668.38)	(692.25)
<b>股东权益合计</b>	<b>18,298.97</b>	<b>14,127.46</b>	<b>15,753.36</b>	<b>16,621.51</b>	<b>17,895.97</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>51,994.49</b>	<b>52,517.30</b>	<b>55,301.01</b>	<b>56,530.99</b>	<b>62,391.83</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>					
净利润	1,553.56	(2,353.28)	119.16	1,122.11	1,418.73
折旧摊销	1,265.32	1,503.86	1,786.30	2,008.50	2,214.89
财务费用	893.86	913.87	1,076.48	1,156.94	1,303.58
投资损失	(14.22)	(43.90)	(57.60)	(38.27)	(38.50)
营运资金变动	(1,333.39)	(130.59)	(1,349.07)	2,580.69	(4,244.75)
其它	(396.06)	313.40	53.74	14.55	17.96
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,969.07</b>	<b>203.36</b>	<b>1,629.01</b>	<b>6,844.52</b>	<b>671.90</b>
资本支出	5,064.26	4,321.57	5,110.30	5,363.28	4,543.95
长期投资	(178.57)	108.31	427.13	418.94	527.13
其他	(7,557.53)	(7,988.41)	(10,107.56)	(10,540.30)	(9,513.73)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,671.84)</b>	<b>(3,558.53)</b>	<b>(4,570.12)</b>	<b>(4,758.08)</b>	<b>(4,442.65)</b>
债权融资	3,908.50	3,138.90	531.76	(1,423.91)	4,324.82
股权融资	(897.97)	(176.83)	1,504.34	(268.51)	(162.23)
其他	(2,949.37)	116.08	0.00	(0.00)	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>61.16</b>	<b>3,078.16</b>	<b>2,036.09</b>	<b>(1,692.42)</b>	<b>4,162.60</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(641.61)</b>	<b>(277.02)</b>	<b>(905.02)</b>	<b>394.02</b>	<b>391.85</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>33,032.81</b>	<b>34,014.12</b>	<b>35,413.63</b>	<b>40,338.83</b>	<b>45,236.94</b>
营业成本	29,005.95	31,554.42	30,622.17	34,400.96	38,284.02
营业税金及附加	311.87	212.90	279.77	314.64	425.23
销售费用	352.13	393.44	538.29	500.20	601.65
管理费用	1,362.21	1,591.40	1,742.35	1,698.26	1,927.09
研发费用	870.29	830.92	1,069.49	1,101.83	1,216.87
财务费用	698.41	863.06	1,076.48	1,156.94	1,303.58
资产/信用减值损失	(7.45)	(1,435.23)	(11.00)	(6.55)	(7.82)
公允价值变动收益	(0.94)	30.87	51.35	0.00	0.00
投资净收益	14.22	43.90	57.60	38.27	38.50
其他	(1,227.21)	2,102.93	0.00	0.00	(0.00)
<b>营业利润</b>	<b>1,653.31</b>	<b>(2,174.51)</b>	<b>183.04</b>	<b>1,197.72</b>	<b>1,509.17</b>
营业外收入	42.59	15.38	16.31	23.01	18.22
营业外支出	45.53	113.23	72.99	36.46	43.52
<b>利润总额</b>	<b>1,650.37</b>	<b>(2,272.36)</b>	<b>126.36</b>	<b>1,184.27</b>	<b>1,483.87</b>
所得税	96.81	80.92	4.80	47.61	47.19
<b>净利润</b>	<b>1,553.56</b>	<b>(2,353.28)</b>	<b>121.56</b>	<b>1,136.66</b>	<b>1,436.69</b>
少数股东损益	37.89	(96.83)	2.39	14.55	17.96
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,515.67</b>	<b>(2,256.45)</b>	<b>119.16</b>	<b>1,122.11</b>	<b>1,418.73</b>
每股收益 (元)	0.34	(0.50)	0.03	0.25	0.32
<b>主要财务比率</b>					
<b>成长能力</b>					
营业收入	32.29%	2.97%	4.11%	13.91%	12.14%
营业利润	-7.45%	-231.52%	-108.42%	554.35%	26.00%
归属于母公司净利润	9.74%	-248.87%	105.28%	841.67%	26.43%
<b>获利能力</b>					
毛利率	12.19%	7.23%	13.53%	14.72%	15.37%
净利率	4.59%	-6.63%	0.34%	2.78%	3.14%
ROE	9.18%	-16.61%	0.78%	6.98%	8.19%
ROIC	6.69%	-3.55%	3.13%	5.28%	6.34%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	64.81%	73.10%	71.51%	70.60%	71.32%
净负债率	123.98%	190.00%	186.34%	172.63%	189.60%
流动比率	0.70	0.54	0.50	0.40	0.47
速动比率	0.53	0.40	0.40	0.30	0.38
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	7.46	7.12	7.66	9.59	9.98
存货周转率	10.67	9.53	11.94	14.87	15.18
总资产周转率	0.68	0.65	0.66	0.72	0.76
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.34	-0.50	0.03	0.25	0.32
每股经营现金流	0.44	0.05	0.36	1.53	0.15
每股净资产	3.69	3.04	3.40	3.59	3.88
<b>估值比率</b>					
市盈率	5.04	-3.39	64.15	6.81	5.39
市净率	0.46	0.56	0.50	0.48	0.44
EV/EBITDA	10.00	10.33	11.53	7.90	7.98
EV/EBIT	16.18	18.96	27.73	14.63	14.24

### 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