

盈利逐步修复，期待后续改善

——山鹰国际 2023FY&2024Q1 业绩点评

核心观点

事件 1: 公司公告 2023 年年报, 2023 年公司实现营业收入 293.33 亿元, 同比下降 13.76%, 同期实现归母净利润 1.56 亿元, 同比扭亏。

事件 2: 公司公告 2024 年一季报, 2024 年一季度公司实现营收 66.69 亿元, 同比增长 5.00%, 同期实现归母净利润 0.39 亿元, 同比扭亏。

- **纸价疲软短期影响收入增长, 2023 年下半年盈利转正。**收入分业务来看, 2023 年公司造纸/包装/贸易/其他主营业务收入分别为 192.41/70.80/21.24/2.38 亿元, 同比分别-12%/-8%-43%/+22%; 造纸拆分量价来看, 2023 年公司原纸销量、均价同比分别+10%、-20%, 在行业新增产能较多、进口纸大幅增加、需求相对疲软的背景下, 2023 年箱板纸、瓦楞纸市场均价同比分别下降(卓创口径)16%、19%。利润端, 2023 年公司实现归母净利润 1.56 亿元, 略高于业绩预告上限, 扣除非经常性损益后利润为-2.98 亿元, 其中一/二/三/四季度扣非归母净利润-3.77/-0.59/0.77/0.60 亿元, 伴随公司成品纸库存逐步去化, 叠加旺季市场需求改善带动纸价小幅回升, 公司下半年盈利有所改善。2024 年一季度公司营收同比增长 5.00%, 推测主要系新产能投产后销量同比有所提升, 一季度实现扣非归母净利润-0.15 亿元, 推测主要系春节期间纸机停产对盈利有一些负向影响。
- **2023 年盈利同比有所改善。**2023 年公司毛利率达 9.87%, 同比提升约 2.6pct, 主要系废纸采购价格、化学辅料价格、能源成本同比有所下跌。费用端, 2023 年公司销售/管理/研发/财务费用率同比分别提升 0.1/0.2/0.4/1.1pct, 推测费用率提升主要收入规模同比有所下降。2023 年公司归母净利率为 0.53%, 同比提升 7.2pct。2024 年一季度公司毛利率、归母净利率分别为 9.88%、0.59%, 较 2023 年同期有明显改善, 环比受季节性影响有所回落。
- **新一期员工持股计划落地, 有望进一步激发员工积极性。**2024 年 5 月 10 日公司发布了新一期员工持股计划草案, 参加本次本员工持股计划的员工人数不超过 1600 人, 回购股份价格为 1.67 元/股, 股票数量为 6040 万股(占当前公司股本的 1.35%), 其中核心高管认购比例约为 2.15%, 其他人员认购比例为 97.85%, 本次员工持股计划覆盖面较广, 有助于激发员工积极性。

盈利预测与投资建议

- 适当调整收入与毛利率假设, 我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 5.48/7.71/10.51 亿元(此前预计 2024-2025 年为 10.08/14.81 亿元), 对应 DCF 估值 2.09 元, 维持“增持”评级。

风险提示

- 下游消费需求恢复不及预期的风险; 原材料价格大幅波动的风险; 新增产能投产不达预期的风险; 行业竞争加剧的风险。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	34,014	29,333	33,057	34,992	36,710
同比增长(%)	3.0%	-13.8%	12.7%	5.9%	4.9%
营业利润(百万元)	(2,175)	191	660	931	1,270
同比增长(%)	-231.5%	108.8%	245.9%	41.0%	36.5%
归属母公司净利润(百万元)	(2,256)	156	548	771	1,051
同比增长(%)	-248.9%	106.9%	250.5%	40.8%	36.3%
每股收益(元)	(0.50)	0.03	0.12	0.17	0.24
毛利率(%)	7.2%	9.9%	13.3%	13.5%	14.2%
净利率(%)	-6.6%	0.5%	1.7%	2.2%	2.9%
净资产收益率(%)	-15.0%	1.1%	3.9%	5.3%	7.1%
市盈率	(3.7)	53.8	15.3	10.9	8.0
市净率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

增持 (维持)

股价(2024年05月10日)	1.88 元
目标价格	2.09 元
52 周最高价/最低价	2.43/1.49 元
总股本/流通 A 股(万股)	447,057/447,057
A 股市值(百万元)	8,405
国家/地区	中国
行业	造纸轻工
报告发布日期	2024 年 05 月 13 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	2.17	0.53	9.3	-22.64
相对表现%	0.45	-4.08	0.34	-14.37
沪深 300%	1.72	4.61	8.96	-8.27



证券分析师

李雪君 021-63325888*6069
lixuejun@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860517020001
香港证监会牌照: BSW124

联系人

谢雨辰 xieyuchen@orientsec.com.cn

相关报告

周期底部静待行业复苏, 箱板瓦楞龙头再出发 2023-07-01

投资建议

结合纸价走势适当调整收入与毛利率假设，同时结合新增产能规划调整销量假设，我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 5.48/7.71/10.51 亿元（此前预计 2024-2025 年为 10.08/14.81 亿元），对应的 EPS 分别为 0.12/0.17/0.24 元。给予公司 DCF 估值 2.09 元，维持“增持”评级。

表 1：我们给予公司 DCF 目标估值 2.09 元

目标价敏感性分析							估值假设	
		永续增长率Gn(%)						
		2.0%	3.0%	4.0%	5.0%	6.0%	7.0%	
WACC (%)	2.09	0.0%	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	所得税税率T	15.00%
	4.37%	3.19	4.89	8.02	15.71	64.42	永续增长率Gn(%)	2.00%
	4.87%	2.33	3.61	5.78	10.26	24.98	无风险利率Rf	2.30%
	5.37%	1.63	2.62	4.19	7.09	14.20	无杠杆影响的β系数	0.54
	5.87%	1.04	1.82	3.01	5.01	9.16	考虑杠杆因素的β系数	0.84
	6.37%	0.54	1.17	2.09	3.54	6.23	市场收益率Rm	9.52%
	6.87%	0.12	0.63	1.35	2.45	4.31	公司特有风险	0.00%
	7.37%	-0.26	0.17	0.75	1.60	2.95	股权投资成本 (Ke)	8.39%
	7.87%	-0.58	-0.23	0.25	0.92	1.93	债务比率D/(D+E)	40.00%
	8.37%	-0.87	-0.57	-0.18	0.36	1.15	债务利率rd	3.95%
						WACC	6.37%	

数据来源：公司公告，东方证券研究所

风险提示

- 下游消费需求恢复不及预期的风险；
- 原材料价格大幅波动的风险；
- 新增产能投产不达预期的风险；
- 行业竞争加剧的风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,738	4,154	4,833	5,223	5,798	营业收入	34,014	29,333	33,057	34,992	36,710
应收票据、账款及款项融资	4,797	5,071	5,715	6,050	6,347	营业成本	31,554	26,438	28,663	30,267	31,501
预付账款	218	169	190	201	211	营业税金及附加	213	256	289	306	321
存货	3,330	2,823	3,060	3,231	3,363	销售费用	393	382	382	405	425
其他	1,221	1,157	1,189	1,205	1,220	管理费用及研发费用	2,422	2,254	2,441	2,479	2,601
流动资产合计	13,304	13,373	14,987	15,910	16,938	财务费用	863	1,054	1,220	1,214	1,209
长期股权投资	2,326	3,192	3,192	3,192	3,192	资产、信用减值损失	1,435	47	31	20	13
固定资产	25,567	29,622	30,538	32,829	32,600	公允价值变动收益	31	(0)	0	0	0
在建工程	5,992	3,401	2,586	102	0	投资净收益	44	178	20	20	20
无形资产	2,512	2,455	2,367	2,280	2,192	其他	618	1,112	610	610	610
其他	2,817	2,696	1,277	1,256	1,247	营业利润	(2,175)	191	660	931	1,270
非流动资产合计	39,213	41,366	39,960	39,658	39,231	营业外收入	15	36	36	36	36
资产总计	52,517	54,740	54,947	55,569	56,169	营业外支出	113	33	33	33	33
短期借款	15,817	15,071	15,071	15,071	15,071	利润总额	(2,272)	195	664	935	1,274
应付票据及应付账款	4,885	6,125	6,640	7,012	7,298	所得税	81	93	100	140	191
其他	3,990	6,954	6,960	6,964	6,967	净利润	(2,353)	102	564	794	1,083
流动负债合计	24,691	28,150	28,672	29,047	29,336	少数股东损益	(97)	(55)	17	23	32
长期借款	7,365	7,315	7,315	7,315	7,315	归属于母公司净利润	(2,256)	156	548	771	1,051
应付债券	4,282	1,915	1,915	1,915	1,915	每股收益(元)	-0.50	0.03	0.12	0.17	0.24
其他	2,051	1,644	544	544	544						
非流动负债合计	13,699	10,875	9,774	9,774	9,774	主要财务比率					
负债合计	38,390	39,025	38,446	38,821	39,110		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	541	1,968	1,984	2,008	2,040	成长能力					
实收资本(或股本)	3,306	3,160	3,160	3,160	3,160	营业收入	3.0%	-13.8%	12.7%	5.9%	4.9%
资本公积	3,598	3,733	4,183	4,183	4,183	营业利润	-231.5%	108.8%	245.9%	41.0%	36.5%
留存收益	6,619	6,751	7,172	7,396	7,676	归属于母公司净利润	-248.9%	106.9%	250.5%	40.8%	36.3%
其他	63	102	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	14,127	15,715	16,500	16,747	17,059	毛利率	7.2%	9.9%	13.3%	13.5%	14.2%
负债和股东权益总计	52,517	54,740	54,947	55,569	56,169	净利率	-6.6%	0.5%	1.7%	2.2%	2.9%
						ROE	-15.0%	1.1%	3.9%	5.3%	7.1%
						ROIC	-3.0%	1.4%	3.5%	3.9%	4.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	73.1%	71.3%	70.0%	69.9%	69.6%
净利润	(2,353)	102	564	794	1,083	净负债率	190.0%	165.4%	153.4%	148.9%	142.8%
折旧摊销	1,377	1,579	1,653	1,815	1,945	流动比率	0.54	0.48	0.52	0.55	0.58
财务费用	863	1,054	1,220	1,214	1,209	速动比率	0.40	0.37	0.42	0.44	0.46
投资损失	(44)	(178)	(20)	(20)	(20)	营运能力					
营运资金变动	2,176	1,778	(441)	(174)	(178)	应收账款周转率	7.1	6.4	6.6	6.4	6.4
其它	(1,815)	(1,168)	697	20	13	存货周转率	8.8	8.5	9.7	9.5	9.5
经营活动现金流	203	3,167	3,673	3,649	4,052	总资产周转率	0.7	0.5	0.6	0.6	0.7
资本支出	(5,979)	(2,872)	(1,648)	(1,517)	(1,517)	每股指标(元)					
长期投资	(162)	(916)	0	0	0	每股收益	-0.50	0.03	0.12	0.17	0.24
其他	2,582	1,230	(450)	20	20	每股经营现金流	0.06	1.00	1.16	1.15	1.28
投资活动现金流	(3,559)	(2,557)	(2,098)	(1,497)	(1,497)	每股净资产	3.04	3.08	3.25	3.30	3.36
债权融资	3,435	(245)	0	0	0	估值比率					
股权融资	(146)	(11)	450	0	0	市盈率	-3.7	53.8	15.3	10.9	8.0
其他	(210)	(930)	(1,346)	(1,762)	(1,980)	市净率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
筹资活动现金流	3,078	(1,186)	(896)	(1,762)	(1,980)	EV/EBITDA	515.0	12.0	9.6	8.6	7.7
汇率变动影响	(14)	(5)	-0	-0	-0	EV/EBIT	-25.9	27.3	18.1	15.8	13.7
现金净增加额	(291)	(581)	679	390	575						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。