

经营压力导致利润暂时承压，转债预计稳步落地

2024 年 11 月 01 日

➤ **事件。**山鹰国际发布 2024 年三季度报，2024Q3 实现营收/归母净利润/扣非净利润 73.47/-0.45/-3.32 亿元，同比变动-2.87%/-129.11%/-528.73%，24 年前三季度实现营收/归母净利润/扣非净利润 216.02/0.69/-4.40 亿元，同比 +1.36%/+158.86%/-22.77%。

➤ **量价均有压力，营收同比下降。**24Q3 收入为 73.47 亿元，同降 2.87%。价：24Q3 箱板纸均价为 2994 元/吨，同比-5.98%。量：目前公司偿债占用经营资金导致三季度产量下降。

➤ **供应链补贴利润暂时承压。**24Q3 毛利率/净利率同比下降 4.42/3.2pct 至 5.73%/-0.99%，一方面供需仍不平衡导致纸价下降（截至 2024 年 10 月 30 日箱板纸产能利用率为 66.05%），另外一方面公司当前应付账款周转天数为 89 天，供应商账期拉长需要在采购价格上让利，估算 Q3 吨盈利为-166 元/吨，环比下降 186 元/吨。24Q3 销售/管理/研发/财务费用率 1.21%/4.57%/2.94%/3.51%，同比变动-0.09/+0.77/+0.44/+0.02pct，其中管理/研发费用率上行主要是受收入下滑有关。24Q3 经营性现金流净额为 8.65 亿元，同比下降 24.48%，我们判断主因供应链补贴支出增多。

➤ **转债跟踪：**截至 2024 年 10 月 29 日，公司“山鹰转债”已实现 1,779,129,000 元面值可转债转股，余额仅为融资规模的 22.65%，以目前余额计算，到期兑付本息将不超过 5.89 亿元，公司已经通过剥离非主业资产筹划主要的兑付资金。**资产剥离计划：**1、北欧纸业将于 2024 年 12 月 18 日完成交割，对价 10.97 亿元；2、包装子公司签署《股权转让之框架协议》；3、公司转让产业并购基金份额，转让价格为 5.4 亿元。**回购：**2024 年 6 月 25 日至 2024 年 10 月 30 日公司总计回购 2.18 亿股，金额为 3.3 亿元，同时在 2024 年 10 月 20 号获得专项回购款 2 亿元，并在 2024 年 10 月 8 号将回购价格上限由 1.69 元/股调整为 2.34 元/股，回购资金由不低于人民币 3.5 亿元且不超过人民币 7 亿元（均含本数）调整为不低于人民币 6 亿元且不超过人民币 12 亿元，主要用于转换上市公司发行的可转换为股票的公司债券。

➤ **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，2024 年公司国内造纸产能提升至约 812 万吨/年，进一步巩固公司的行业领先地位。2024 年公司稳步推进转债偿还转债任务，同时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。我们预计 2025-2026 年归母净利润为 8.0/13.3 亿元，对应 PE 为 12X/7X，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)	29,333	30,471	35,677	41,181
增长率 (%)	-13.8	3.9	17.1	15.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	156	-31	804	1,325
增长率 (%)	106.9	-119.7	2706.2	64.8
每股收益 (元)	0.03	-0.01	0.16	0.26
PE	61	-	12	7
PB	0.7	0.7	0.7	0.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 10 月 31 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

1.83 元



分析师 徐皓亮

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

研究助理 胡皓寒

执业证书：S0100123060015

邮箱：huhaoan@mszq.com

相关研究

- 1.山鹰国际 (600567.SH) 2024 年中报点评：吨盈利稳步提升，资产处置如期推进-2024/08/28
- 2.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
- 3.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
- 4.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
- 5.山鹰国际 (600567.SH) 2023 年三季度报点评：盈利渐进上行通道，头部纸企话语权增强-2023/10/30

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	30,471	35,677	41,181
营业成本	26,438	27,667	31,639	36,271
营业税金及附加	256	305	357	412
销售费用	382	396	464	535
管理费用	1,418	1,463	1,713	1,977
研发费用	837	884	1,035	1,194
EBIT	855	671	1,541	2,027
财务费用	1,054	1,105	1,097	1,099
资产减值损失	-18	0	0	0
投资收益	178	396	464	535
营业利润	191	-35	910	1,468
营业外收支	4	0	0	0
利润总额	195	-35	910	1,468
所得税	93	53	82	103
净利润	102	-88	828	1,366
归属于母公司净利润	156	-31	804	1,325
EBITDA	2,639	2,538	3,627	4,207

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,154	2,511	3,210	4,150
应收账款及票据	4,735	3,339	3,909	4,513
预付款项	169	415	475	544
存货	2,823	3,790	4,334	4,969
其他流动资产	1,494	1,683	1,839	2,009
流动资产合计	13,373	11,737	13,766	16,184
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	41,954	41,835	41,841
资产合计	54,740	53,692	55,601	58,025
短期借款	15,071	14,321	14,321	14,321
应付账款及票据	6,125	6,746	7,715	8,844
其他流动负债	6,954	6,784	6,922	7,077
流动负债合计	28,150	27,852	28,958	30,243
长期借款	7,315	6,575	6,575	6,575
其他长期负债	3,559	3,494	3,458	3,490
非流动负债合计	10,875	10,069	10,034	10,065
负债合计	39,025	37,921	38,992	40,308
股本	3,160	5,181	5,181	5,181
少数股东权益	1,968	2,171	2,195	2,236
股东权益合计	15,715	15,771	16,609	17,718
负债和股东权益合计	54,740	53,692	55,601	58,025

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	3.88	17.09	15.43
EBIT 增长率	5186.31	-21.54	129.56	31.61
净利润增长率	106.92	-119.74	2706.25	64.82
盈利能力 (%)				
毛利率	9.87	9.20	11.32	11.92
净利润率	0.53	-0.10	2.25	3.22
总资产收益率 ROA	0.29	-0.06	1.45	2.28
净资产收益率 ROE	1.14	-0.23	5.58	8.56
偿债能力				
流动比率	0.48	0.42	0.48	0.54
速动比率	0.34	0.24	0.28	0.33
现金比率	0.15	0.09	0.11	0.14
资产负债率 (%)	71.29	70.63	70.13	69.47
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	0.56	0.65	0.72
每股指标 (元)				
每股收益	0.03	-0.01	0.16	0.26
每股净资产	2.65	2.63	2.78	2.99
每股经营现金流	0.61	0.58	0.65	0.76
每股股利	0.01	0.00	0.05	0.08
估值分析				
PE	61	-	12	7
PB	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	12.91	13.42	9.39	8.10
股息收益率 (%)	0.60	-0.10	2.71	4.47

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	102	-88	828	1,366
折旧和摊销	1,784	1,867	2,086	2,180
营运资金变动	591	482	-229	-194
经营活动现金流	3,167	3,030	3,346	3,950
资本开支	-2,008	-1,827	-1,882	-2,066
投资	-756	-6	0	0
投资活动现金流	-2,557	-2,006	-1,413	-1,531
股权募资	1,607	260	0	0
债务募资	-572	-1,528	0	0
筹资活动现金流	-1,186	-2,667	-1,234	-1,479
现金净流量	-581	-1,643	699	940

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