

轻工/造纸

山鹰国际(600567.SH)

首次评级

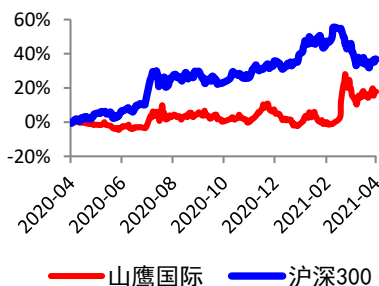
报告原因：公告点评

产业链一体化优势显现，云印互联网包装板块表现亮眼 增持

2021年4月30日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021年4月29日

收盘价(元):	3.69
年内最高/最低(元):	2.91/4.27
流通A股/总股本(亿):	46.16/46.16
流通A股市值(亿):	170
总市值(亿):	170

基础数据：2021年3月31日

基本每股收益	0.22
摊薄每股收益:	0.19
每股净资产(元):	3.20
净资产收益率:	6.64%

分析师：杨晶晶

执业登记编码：S0760519120001

电话：15011180295

邮箱：yangjingjing@sxzq.com

地址：

太原市府西街69号国贸中心A座28层
北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心7层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

- 公司发布 2020 年年度报告：报告期内，公司实现营业收入 249.69 亿元，同比增长 7.44%；归属于母公司所有者的净利润 13.81 亿元，同比增长 1.39%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 8.92 亿元，同比增长 51.44%。
- 公司发布 2021 年第一季度报告：报告期内，公司实现营业收入 68.29 亿元，同比增长 78.02%；归属于上市公司股东的净利润 4.74 亿元，同比增长 105.55%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 4.29 亿元，同比增长 58.22%。

事件点评

- 2020Q4，公司营收、归母净利润同比分别增长 30%、960%。云印互联网包装板块表现亮眼，2020 全年 GMV 同比增长 210%。2020 年，公司造纸板块全年销量 515.3 万吨，同比增长 8.39%；包装板块全年销量 14.7 亿平米，同比增长 11.17%；海外再生纤维板块全年贸易量 276.3 万吨，同比略降 9.4%；云印互联网包装板块全年实现线上交易总额（GMV）89.2 亿，同比增长 209.7%。单季度来看，2020Q4，公司实现营业收入 79.32 亿元，同比增长 29.89%；归母净利润 3.98 亿元，同比增长 960.13%；扣非后归母净利润 5.21 亿元，同比增长 190.46%。
- 积极应对原料政策之变，落地可控的境外再生浆资源。随着我国 2021 年 1 月 1 日始固体废物进口基本实现零进口的政策实施，公司采用了以来源地欧美地区和临近地东南亚地区两种轻资产投入策略，进一步落地可控的境外再生浆资源供应。报告期内，公司在泰国启动了 70 万吨干法制浆项目和 40 万吨湿法制浆项目，在英国和荷兰布局了 32 万吨干法制浆项目，这些已投产及在 2021 年上半年陆续投产的项目，将为公司的低成本外废长纤原料的供应提供不低于 150 万吨的切实保障。
- 有序推进造纸产能建设，实现国内造纸基地优势布局，造纸产能扩张带动销量稳步增长。公司近年来稳步推进产能扩张，目前产能已达 650 万吨，未来三年预计有近 300 万吨产能陆续投放，带动公司销量增长，推动规模稳步扩张。华中山鹰基地 PM21、PM22、PM23 三条纸机 150 万吨产能有序投产与转固，华中基地热电厂与固废焚烧发电厂相继投产；广东山鹰 100 万吨造纸项目、浙江山鹰 77 万吨造纸项目、吉林山鹰一期 30 万吨

瓦楞纸及 10 万吨秸秆浆项目均顺利完成审批并高效开工建设；浙江爱拓固废焚烧发电项目顺利投产；马鞍山固废焚烧发电项目亦按进度有序建设中。这些将在明后年开始陆续释放的产能，最终将推动公司完成近千万吨的低成本战略产能布局。

➤ **大包装内生与外延并举，一体化云工厂服务价值客户。公司未来将以全球绿色包装一体化解决方案服务商为战略定位，由提供低附加值的运输包装服务，转型到向价值客户提供高附加值的一体化大包装服务。**报告期内，苏州兴华、泰州玖润、泸州一圣鸿、吉安祥泰、贵州祥恒、苏州泓达、重庆祥恒 7 家包装服务企业融入山鹰国际包装产业板块，他们的加入将在为公司贡献 10 亿以上营收贡献的同时，进一步丰富公司的包装服务品类及多材质多地址交付，提升公司服务价值客户的综合能力，推动公司最终为价值客户提供从运输包装服务向一体化大包装服务的转型。云印作为包装产业互联网平台推出了赋能包装厂的数字化 SaaS 产品（聚好单，包印通，智控宝，箱易通），并于 2020 年 7 月 18 召开的包装产业联盟大会上正式推向市场，目前产品已覆盖 36 家企业 77 条产线；云印通过云工厂实现包括欧莱雅、隆基光伏、阿里数农、菜鸟等大客户的订单交付，这种从 0 到 1 的突破，将成为其 2021 年拉动联盟企业共同服务市场的核心动能。

投资建议

➤ 预计公司 2021-2023 年实现归母公司净利润为 15.33、18.20、22.92 亿元，同比增长 11.01%、18.74%、25.91%，对应 EPS 为 0.33、0.39、0.50 元，PE 为 10.42、8.77、6.97 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

存在风险

➤ 宏观经济增长不及预期；新冠肺炎疫情加剧风险；原材料价格波动风险；产能过剩风险；汇率波动风险；国际贸易政策变化风险等。

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	23,240.95	24,969.15	30,337.52	34,888.15	38,725.84
同比增长	-4.62%	7.44%	21.50%	15.00%	11.00%
归母净利润（百万元）	1,362.18	1,381.10	1,533.11	1,820.48	2,292.20
同比增长	-57.48%	1.39%	11.01%	18.74%	25.91%
每股收益（元）	0.42	0.42	0.33	0.39	0.50
PE	8.32	8.23	10.42	8.77	6.97
PB	0.79	0.73	0.86	0.78	0.71

数据来源：wind、山西证券研究所



	2019	2020	2021E	2022E	2023E	财务指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
利润表						成长性					
营业收入	23,240.9	24,969.2	30,337.5	34,888.1	38,725.8	营业收入增长率	-4.6%	7.4%	21.5%	15.0%	11.0%
减:营业成本	18,810.4	20,790.2	24,876.8	28,747.8	31,716.5	营业利润增长率	-53.0%	13.8%	3.4%	13.2%	32.9%
营业税费	194.1	189.0	233.6	275.6	302.1	净利润增长率	-33.8%	17.8%	23.0%	-10.2%	26.0%
销售费用	1,076.5	340.2	424.7	1,221.1	1,278.0	EBITDA增长率	-43.3%	20.9%	37.1%	-12.8%	24.3%
管理费用	1,065.9	1,124.7	1,365.2	1,604.9	1,742.7	EBIT增长率	-51.5%	21.5%	32.7%	-12.8%	24.3%
财务费用	440.8	779.8	1,559.7	879.7	915.0	NOPLAT增长率	-57.5%	1.4%	11.0%	18.7%	25.9%
资产减值损失	-22.5	0.2	-1.0	-2.0	-3.0	投资资本增长率	17.6%	13.6%	-1.8%	1.8%	-0.7%
加:公允价值变动收益	-4.5	-1.4	9.0	-40.0	23.7	净资产增长率	10.0%	15.7%	17.4%	9.0%	9.3%
投资和汇兑收益	-57.2	-39.5	-41.0	-30.0	-20.0						
营业利润	1,569.4	1,786.4	1,846.5	2,091.1	2,778.4	利润率					
加:营业外净收支	-3.3	-96.3	19.0	124.1	10.9	毛利率	19.1%	16.7%	18.0%	17.6%	18.1%
利润总额	1,566.1	1,690.0	1,865.5	2,215.2	2,789.2	营业利润率	6.8%	7.2%	6.1%	6.0%	7.2%
减:所得税	214.0	300.7	332.4	394.8	497.0	净利润率	5.9%	5.5%	5.1%	5.2%	5.9%
净利润	1,362.2	1,381.1	1,533.1	1,820.5	2,292.2	EBITDA/营业收入	12.7%	14.0%	14.1%	11.0%	12.5%
资产负债表	2019	2020	2021E	2022E	2023E	EBIT/营业收入	8.8%	9.9%	11.2%	8.5%	9.5%
货币资金	4,709.3	4,076.8	-4,096.2	-2,868.6	-56.4	投资回报率					
交易性金融资产	12.4	-	-	-	-	ROE	9.5%	8.9%	8.2%	8.9%	10.2%
应收帐款	3,347.8	5,372.0	4,786.2	5,504.1	6,109.6	ROA	3.2%	3.1%	4.0%	4.5%	5.3%
应收票据	-	110.4	-	-	-	ROIC	7.0%	7.2%	8.5%	7.5%	9.2%
预付帐款	137.3	263.2	215.5	249.0	274.7	费用率					
存货	2,176.1	2,384.7	3,407.8	3,938.1	4,344.8	销售费用率	4.6%	1.4%	1.4%	3.5%	3.3%
其他流动资产	2,877.1	1,981.5	2,040.9	2,102.1	2,165.2	管理费用率	4.6%	4.5%	4.5%	4.6%	4.5%
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	财务费用率	1.9%	3.1%	5.1%	2.5%	2.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	三费/营业收入	11.1%	9.0%	11.0%	10.6%	10.2%
长期股权投资	1,044.2	2,395.8	2,395.8	2,395.8	2,395.8	运营效率					
投资性房地产	224.1	341.1	341.1	341.1	341.1	固定资产周转天数	204	225	213	191	180
固定资产	13,494.0	17,699.8	18,156.3	18,949.6	19,712.9	流动资产周转天数	204	205	125	85	105
在建工程	7,069.5	5,285.1	4,577.4	3,583.0	2,239.8	应收帐款周转天数	51	63	53	53	56
无形资产	1,754.0	1,924.4	1,842.8	1,761.1	1,679.5	存货周转天数	45	39	42	46	42
其他非流动资产	1,175.8	1,647.7	1,697.2	1,748.1	1,800.5	总资产周转天数	608	634	494	403	388
资产总额	42,544.5	45,436.6	37,886.5	40,177.3	43,312.9	偿债能力					
短期借款	11,641.7	11,681.4	10,839.1	10,839.1	11,250.4	资产负债率	65.0%	62.1%	46.6%	45.1%	44.4%
应付票据	274.5	247.1	300.2	345.3	383.2	负债权益比	185.7%	163.7%	87.3%	82.3%	79.8%
应付账款	3,809.9	3,917.8	4,261.1	4,924.2	5,432.6	流动比率	0.78	0.77	0.42	0.56	0.73
其他流动负债	635.8	975.7	1,024.5	1,075.7	1,129.5	速动比率	0.66	0.64	0.21	0.32	0.49
长期借款	4,862.4	4,951.7	-	-	-	现金流量利息保障倍数	44.64	234.21			
其他非流动负债	635.8	975.7	1,024.5	1,075.7	1,129.5	业绩和估值指标					
负债总额	27,651.0	28,207.6	17,662.9	18,133.2	19,217.5	EPS(元)	0.42	0.42	0.33	0.39	0.50
股本	3,274.5	3,285.4	4,615.9	4,615.9	4,615.9	BVPS(元)	4.40	4.75	4.03	4.42	4.87
资本公积与留存收益	6,658.4	8,039.5	9,572.6	11,393.1	13,456.0	PE(X)	8.3	8.2	10.4	8.8	7.0
少数股东权益	482.7	1,632.6	1,632.6	1,632.6	1,632.6	PB(X)	0.8	0.7	0.9	0.8	0.7
股东权益	14,893.5	17,228.9	20,223.6	22,044.1	24,095.5	P/FCF	8.8	-5.5	-1.8	13.0	5.4
现金流量表	2019	2020	2021E	2022E	2023E	P/S	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
净利润	1,352.1	1,389.3	1,533.1	1,820.5	2,292.2	EV/EBITDA	9.1	7.9	7.0	7.4	5.4
加:折旧和摊销	98.4	-0.2	-	-	-	CAGR(%)	10.4%	18.2%	-23.6%	10.4%	18.2%
资产减值准备	918.1	1,026.4	882.9	882.9	1,161.8	PEG	79.8%	45.3%	-44.2%	84.2%	38.4%
公允价值变动损失	4.5	1.4	9.0	-40.0	23.7						
财务费用	460.4	924.5	1,559.7	879.7	915.0						
投资收益	57.2	39.5	41.0	30.0	20.0						
少数股东损益	-10.0	8.2	-	-	-						
营运资金的变动	-3,733.5	-1,371.8	209.3	-876.3	-504.0						
经营活动产生现金流量	1,334.7	1,170.4	4,235.0	2,696.7	3,908.7						
投资活动产生现金流量	-2,818.1	-2,771.0	-1,177.9	-589.4	-351.9						
融资活动产生现金流量	2,148.5	1,425.3	-10,387.9	-879.7	-1,155.8						

数据来源: wind、山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

