

## 山鹰国际 (600567.SH) 买入 (维持评级)

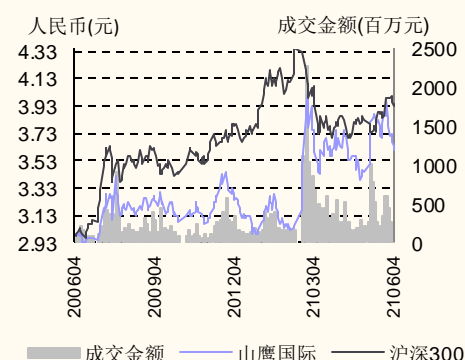
公司点评

市场价格 (人民币): 3.61 元

## 5月需求回暖, 期待去库结束的信号

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	46.16
已上市流通A股(亿股)	46.16
总市值(亿元)	166.63
年内股价最高最低(元)	4.05/2.93
沪深300指数	5282
上证指数	3592



## 公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	23,241	24,969	29,024	33,582	37,783
营业收入增长率	-4.62%	7.44%	16.24%	15.70%	12.51%
归母净利润(百万元)	1,362	1,381	1,980	2,166	2,444
归母净利润增长率	-57.48%	1.39%	43.36%	9.40%	12.82%
摊薄每股收益(元)	0.297	0.301	0.429	0.469	0.529
每股经营性现金流净额	0.27	0.24	1.72	1.42	1.59
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.45%	8.86%	9.84%	10.11%	10.67%
P/E	12.69	10.05	8.42	7.69	6.82
P/B	1.20	0.89	0.83	0.78	0.73

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 6月4日, 公司发布5月经营数据快报。造纸板块: 1-5月公司原纸销量达到230.3万吨, 同比+67%; 均价达到3903.6元/吨, 同比+15.7%。其中5月原纸销量达53.4万吨, 同比+19.9%, 环比+5.2%, 均价3891元/吨, 同比+26.1%, 环比+1.1%。包装板块: 5月销量达1.75亿平方米, 同比+38%, 环比+8%, 均价3.4元/平方米, 同比+6.9%。

## 经营分析

- 需求转暖进度快于预期, 销量数据表现靓丽。** 受益于去年下半年华中127万吨箱瓦纸产能落地, 以及下游消费需求加速转暖, 1-5月公司销量同比大幅增长, 从开工率的视角看, 我们认为目前箱板瓦楞纸的价格处于底部震荡状态, 伴随6月啤酒、冷饮行业需求的启动, 我们认为箱板瓦楞纸需求端将出现一定幅度改善, 但鉴于当下经销商库存偏高, 我们认为纸价不具备持续上涨的基础, 行业仍将在底部震荡, 消化库存。
- 包装销量表现靓丽, 聚焦业务转型向高附加值转化。** 伴随下游需求转暖, 5月包装板块销量同比+38%, 环比+8%。随着公司包装区域布局的不断完善, 公司积极进行转型, 由原先各个区域“各自为政”, 转变为建立大客户服务部, 由集团对接大客户, 然后将包装订单分配给各个区域的包装厂, 在公司层面提升对大客户的议价权, 改善包装板块的盈利能力。另一方面, 通过云印产业互联网平台, 撬动行业闲置的生产资源, 通过轻资产模式, 进一步提升包装板块的ROE。
- 盈利已见底, 预计4Q将显著改善, 中期产能稳步扩张, 包装打开长期成长空间。** 我们认为箱板瓦楞纸行业目前处于开工率的底部、盈利的底部, 伴随渠道库存逐渐清理, 我们判断箱板瓦楞纸有望在8月中下旬开启年内持续提价的时间窗口。中期角度, 公司积极开拓造纸产能, 预计2021、2022、2023年造纸产能有望超600、700、800万吨, 行业地位不断提升。长期角度, 待公司箱瓦纸区域布局完成, 我们认为公司将聚焦于上游资源的掌控, 以及包装业务从做大到做强, 这两块领域将构建起公司的第二成长曲线。

## 盈利调整和投资建议

- 我们保持盈利预测不变, 预计2021-2023年公司的EPS分别为0.43、0.47和0.53元, 当前股价对应PE分别为8.4、7.7、6.8倍, 考虑到公司产能稳步扩张, 我们认为当前估值水平较低, 维持“买入”评级。

## 风险提示

- 下游需求不及预期导致涨价不及预期的风险; 行业过度扩产的风险; 股权质押比例高的风险: 公司股权质押数占总股本数比例21.1%。

## 相关报告

- 《盈利底&估值底, 动力充足, 蓄势腾飞-山鹰国际首次覆盖报告》, 2021.5.3

姜浩

分析师 SAC 执业编号: S1130520040003  
jianghao@gjzq.com.cn

yinxinyue@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	24,367	23,241	24,969	29,024	33,582	37,783
增长率		-4.6%	7.4%	16.2%	15.7%	12.5%
主营业务成本	-18,749	-18,810	-20,790	-23,720	-27,544	-31,028
%销售收入	76.9%	80.9%	83.3%	81.7%	82.0%	82.1%
毛利	5,617	4,431	4,179	5,304	6,038	6,755
%销售收入	23.1%	19.1%	16.7%	18.3%	18.0%	17.9%
营业税金及附加	-258	-194	-189	-247	-302	-340
%销售收入	1.1%	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-965	-1,076	-340	-447	-517	-582
%销售收入	4.0%	4.6%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%
管理费用	-857	-1,066	-1,125	-1,509	-1,746	-1,965
%销售收入	3.5%	4.6%	4.5%	5.2%	5.2%	5.2%
研发费用	-591	-549	-528	-580	-672	-756
%销售收入	2.4%	2.4%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	2,946	1,545	1,997	2,521	2,801	3,113
%销售收入	12.1%	6.6%	8.0%	8.7%	8.3%	8.2%
财务费用	-738	-441	-780	-858	-864	-865
%销售收入	3.0%	1.9%	3.1%	3.0%	2.6%	2.3%
资产减值损失	95	-98	45	-93	-42	-40
公允价值变动收益	0	-4	-1	0	0	0
投资收益	-8	-57	-39	120	130	140
%税前利润	n.a	n.a	n.a	5.2%	5.1%	4.9%
营业利润	3,339	1,569	1,786	2,314	2,531	2,853
营业利润率	13.7%	6.8%	7.2%	8.0%	7.5%	7.6%
营业外收支	577	-3	-96	0	0	0
税前利润	3,916	1,566	1,690	2,314	2,531	2,853
利润率	16.1%	6.7%	6.8%	8.0%	7.5%	7.6%
所得税	-480	-214	-301	-324	-354	-399
所得税率	12.2%	13.7%	17.8%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	3,437	1,352	1,389	1,990	2,176	2,454
少数股东损益	233	-10	8	10	10	10
归属于母公司的净利润	3,204	1,362	1,381	1,980	2,166	2,444
净利率	13.1%	5.9%	5.5%	6.8%	6.4%	6.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	3,437	1,352	1,389	1,990	2,176	2,454
少数股东损益	233	-10	8	10	10	10
非现金支出	764	941	1,027	1,452	1,625	1,751
非经营收益	885	468	758	1,265	1,056	1,007
营运资金变动	-1,838	-1,502	-2,048	953	-183	30
经营活动现金净流	3,248	1,259	1,126	5,661	4,674	5,242
资本开支	-1,678	-3,067	-3,382	-3,729	-2,595	-703
投资	-2,081	-137	423	-800	-200	-300
其他	-67	386	188	253	130	140
投资活动现金净流	-3,827	-2,818	-2,771	-4,275	-2,665	-863
股权募资	128	56	41	3,342	0	0
债权募资	6,450	4,260	2,261	-1,701	-21	-1,602
其他	-5,782	-2,236	-841	-2,011	-2,057	-2,129
筹资活动现金净流	796	2,080	1,461	-369	-2,079	-3,732
现金净流量	217	520	-184	1,017	-70	647

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	3,522	4,709	4,077	5,094	5,024	5,671
应收账款	3,819	3,849	6,384	6,621	7,167	7,546
存货	2,475	2,176	2,385	3,088	3,650	4,187
其他流动资产	2,217	3,576	1,343	1,278	1,293	1,317
流动资产	12,034	14,310	14,189	16,081	17,133	18,721
%总资产	33.5%	33.6%	31.2%	32.1%	32.7%	35.2%
长期投资	2,210	1,884	3,225	3,692	3,877	4,162
固定资产	16,402	20,563	22,985	25,730	26,506	25,458
%总资产	45.7%	48.3%	50.6%	51.3%	50.6%	47.8%
无形资产	4,796	5,227	3,878	3,984	4,235	4,279
非流动资产	23,873	28,234	31,248	34,055	35,257	34,539
%总资产	66.5%	66.4%	68.8%	67.9%	67.3%	64.8%
资产总计	35,906	42,545	45,437	50,136	52,391	53,261
短期借款	10,553	12,827	13,091	11,753	11,732	10,130
应付款项	3,061	4,713	4,506	5,883	6,831	7,695
其他流动负债	1,501	857	755	1,111	1,129	1,260
流动负债	15,114	18,398	18,352	18,747	19,691	19,085
长期贷款	3,645	4,862	4,952	4,952	4,952	4,952
其他长期负债	3,612	4,391	4,904	4,668	4,668	4,668
负债	22,371	27,651	28,208	28,367	29,311	28,705
普通股股东权益	13,181	14,411	15,596	20,127	21,426	22,892
其中：股本	3,274	3,274	3,285	3,296	3,296	3,296
未分配利润	5,016	6,309	7,640	8,828	10,128	11,594
少数股东权益	354	483	1,633	1,643	1,653	1,664
负债股东权益合计	35,906	42,545	45,437	50,136	52,391	53,261

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.701	0.297	0.301	0.429	0.469	0.529
每股净资产	2.884	3.143	3.394	4.360	4.642	4.959
每股经营现金净流	0.711	0.275	0.245	1.718	1.418	1.590
每股股利	0.133	0.000	0.000	0.240	0.263	0.297
回报率						
净资产收益率	24.31%	9.45%	8.86%	9.84%	10.11%	10.67%
总资产收益率	8.92%	3.20%	3.04%	3.95%	4.13%	4.59%
投入资本收益率	8.30%	3.62%	4.15%	5.05%	5.45%	6.08%
增长率						
主营业务收入增长率	39.48%	-4.62%	7.44%	16.24%	15.70%	12.51%
EBIT 增长率	16.35%	-47.56%	29.32%	26.19%	11.13%	11.13%
净利润增长率	59.04%	-57.48%	1.39%	43.36%	9.40%	12.82%
总资产增长率	33.33%	18.49%	6.80%	10.34%	4.50%	1.66%
资产管理能力						
应收账款周转天数	38.6	47.1	48.5	52.0	52.0	52.0
存货周转天数	46.8	45.1	40.0	48.0	49.0	50.0
应付账款周转天数	45.5	61.8	67.8	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	192.3	211.9	258.7	265.9	235.0	210.3
偿债能力						
净负债/股东权益	100.75%	112.28%	103.86%	71.38%	67.54%	54.32%
EBIT 利息保障倍数	4.0	3.5	2.6	2.9	3.2	3.6
资产负债率	62.30%	64.99%	62.08%	56.58%	55.95%	53.89%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	10	20	28	40
增持	0	1	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.09	1.09	1.07	1.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-05-03	买入	3.44	5.58~5.58

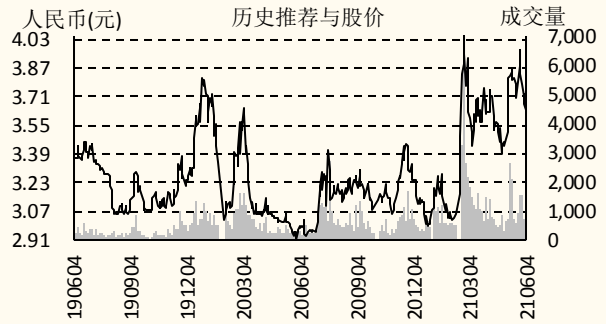
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402