

山鹰国际(600567)

报告日期: 2021年6月6日

5 月经营数据靓丽, 期待旺季业绩弹性

——山鹰国际点评报告

✎ 分析师: 史凡可 执业证书编号: S1230520080008
☎ 分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002
联系人: 傅嘉成
✉ : shifanke@stocke.com.cn

报告导读

5月经营数据发布: 2021年1-5月, 公司原纸销量230.26万吨(+66.96%), 均价3903.62元/吨(+15.70%), 其中5月原纸销量53.40万吨(+19.85%), 均价3890.98元/吨(+26.07%); 2021年1-5月, 包装板块销量7.81亿平方米(+65.11%), 均价3.46元/平方米(+4.10%), 其中5月包装板块销量1.75亿平方米(+37.97%), 均价3.42元/平方米(+6.92%)。淡季量价增长靓丽。

投资要点

□ 5月量价表现靓丽, 下游需求恢复略超预期

从公司1-5月经营数据来看, 量价均有靓丽表现; 其中, 5月销量同比+19.85%、均价同比+26.07%, 淡季表现略超预期, 判断主要受益于下游需求加速回暖、20年华中127万吨产能落地, 公司销量大幅增长; 原料缺口显现、行业供需向好, 均价淡季略超预期。公司再生浆布局完善、产业链一体化实力突出, 旺季业绩弹性可期。

□ 进口纸量缩减、原料短缺带来的供给缺口显现

5月箱板龙头多轮小幅提涨, 每轮涨价50-100元/吨, 6月4日山鹰红杉、t纸再提100元/吨, 本轮涨价行情提前开启; 此外, APP近日宣布将利用其印尼工厂内部供应的纸浆(约11-15万吨)生产再生纸和纸板产品。

本轮淡季提涨略超预期, 包装纸纤维成分变化判断主要系原料短缺、进口纸量缩减: (1) **废纸系原纸进口量缩减**: 2020年美废需求骤减、海外需求复苏不及预期等多因素导致进口废纸系原纸与国内纸价出现倒挂, 2020年进口包装纸量达历史新高, 箱板纸/瓦楞纸进口量分别为404/396万吨。2021年全球海运费高企、美废回收供应链紧张情况下, 美废价格处于历史高位(近250美金), 海外原纸价格优势趋弱, 进口量开始下滑, 2021年4月箱板/瓦楞进口量分别为45.9、31.9万吨, 环比-22.13%、-14.28%。根据我们测算, 进口纸量缩减带来的箱板纸、瓦楞纸缺口或将达到300、207万吨。(2) **原料短缺缺口显现**: 国内企业美废库存基本消耗完毕, 海外废纸浆供应集中于龙头企业。我们认为, 进口纸量缩减、原料短缺带来的供给缺口将在旺季进一步放大, 本轮旺季价格有望超预期。

□ 供需格局优化, 山鹰充分受益

供给端方面, 外废清零、原料高企下中小产能加速退出, 同时进口纸量缩减、原料短缺带来的供给缺口显现; 需求端方面, 下游需求加速回暖, 21年1-4月社零13.84万亿元(+29.6%), 相比19年1-4月+7.8%, 两年平均+4.2%; 1-4月全国网上零售额+27.6%, 两年平均+13.9%。山鹰作为废纸系龙头充分受益格局优化红利, 盈利改善显著, 公司20Q3/20Q4/21Q1扣非吨净利分别为286、310、340元/吨。

□ 再生浆布局完善、产能有序扩张, 持续推荐

公司产业链一体化实力突出(子公司WPT补足废纸回收产业链)、海外废纸浆

评级

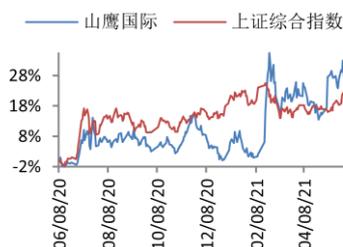
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥3.61

单季度业绩

元/股

单季度业绩	元/股
1Q/2021	0.11
4Q/2020	0.09
3Q/2020	0.10
2Q/2020	0.06



公司简介

箱板纸龙头, 产业链一体化实力突出。

相关报告

- 1 《【浙商轻工】山鹰国际: 吨盈利逐季改善, 期待旺季表现 210430》2021.04.30
- 2 《【浙商轻工】山鹰国际: 考核激励发布, 业绩稳健成长 210331》2021.04.01
- 3 《【浙商轻工】山鹰纸业三季报点评报告: 箱板纸景气回升, 原纸及再生浆投放有序保障中长期成长 201101》2020.11.02

报告撰写人: 史凡可、马莉
联系人: 傅嘉成

点评报告

行业公司研究——造纸 II 行业

证券研究报告

布局完善(21年再生浆产能预 达 150 万吨)、产能有序扩张打开中长期成长空间(20-22 年造纸产能超 600、700、800 万吨)。预计 21-23 年公司营收 318.92/364.54/403.24 亿元,同比增长 27.73%/14.30%/10.62%;归母净利润 20.57/25.22/27.09 亿元,同比增长 48.91%/22.62%/7.43%,对应 PE 分别为 8.05X/6.56X/6.11X,当前估值较低,维持买入评级

□ 风险提示

下游需求不及预期、原材料大幅涨价、提价不及预期

财务摘要

(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	24969.15	31891.87	36453.71	40324.44
(+/-)	7.44%	27.73%	14.30%	10.62%
净利润	1381.10	2056.66	2521.97	2709.48
(+/-)	1.39%	48.91%	22.62%	7.43%
每股收益(元)	0.30	0.45	0.55	0.59
P/E	11.98	8.05	6.56	6.11

图 1: 山鹰国际月度经营数据

板块		Jan-21	Feb-21	Mar-21	Apr-21	May-21
国内造纸	销量(万吨)	52.6	31.31	42.17	50.78	53.40
	YOY	190.51%	81.51%	59.20%	61.13%	19.85%
	均价(元/吨)	3743.91	3994.45	4115.44	3850.42	3890.98
	YOY	4.54%	8.50%	10.06%	20.85%	26.07%
	行业出厂均价	4752	4910	5097	4900	4898
	收入(百万元)	1969.30	1250.66	1735.48	1955.24	2077.78
包装	销量(亿平方米)	1.79	0.92	1.72	1.62	1.75
	YOY	105.01%	144.02%	60.67%	42.75%	37.97%
	均价(元/平方米)	3.34	3.59	3.51	3.5	3.42
	YOY	0.13%	8.65%	1.74%	4.92%	6.92%
	收入	597.86	330.28	603.72	567	598.5
	造纸+包装总收入	2567.16	1580.94	2339.20	2522.24	2676.28

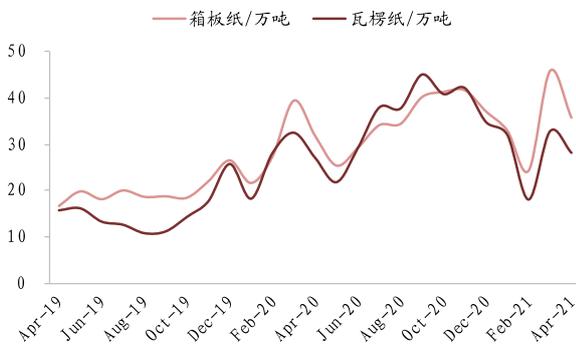
资料来源:公司年报,浙商证券研究所

图 2：山鹰国际产能

	基地	现有产能(万吨)			规划产能(万吨)		
		品类	设计产能	实际产能	品类	设计产能	投产时间
国内	安徽山鹰	箱瓦纸	170	200			
	浙江山鹰	箱瓦纸	165	165	77万吨绿色环保高档包装纸		2022年6月底
	华中山鹰	箱瓦纸 (42万吨低定量瓦 纸+38万吨高定量瓦 纸+47万吨低定量T 纸)	127	150	箱瓦纸	85	项目公示
	华南山鹰	箱瓦纸	85	90			
	广东山鹰	特种纸	10	10	箱板纸	100	2022/3/1
	吉林山鹰				100万吨纸浆+100万吨工业用纸		2022年10月(一期)
	造纸产能		557	617		362	
	制浆产能		0	0		100	
国外	北欧纸业	特种纸	28				
		化学浆	25				
	凤凰纸业	文化纸	30		再生浆	10	2021年初
	泰国金鹤(金龙)	再生浆(干法制浆)	70				2020年7月、9月
	泰国巴真武里府				再生浆(湿浆)	40	2021/5/1
	欧洲合资工厂				再生浆	32	2021年
	造纸产能		58			0	
制浆产能		95			52		

资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图 3：包装纸月度进口量



资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

图 4：包装纸供需平衡表及预测

箱板纸	2016	2017	2018	2019	2020	2021E
产量	2542	2597	2479	2503	2695	2800
进口量	95	138	206	220	404	207
出口量	36	12	8	7	7	7
表观消费量	2600	2716	2677	2715	3092	3300
缺口						300
瓦楞纸	2016	2017	2018	2019	2020	2021E
产量	2045	2100	2001	2107	2152	2300
进口量	9	73	117	157	396	198
出口量	12	8	5	5	5	5
表观消费量	2041	2165	2114	2260	2543	2700
缺口						207

资料来源：卓创资讯，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>