

山鹰国际 (600567.SH)

旺季来临，把握格局优化

事件：公司发布5月经营数据。1) **造纸：**销量方面，1-5月份国内造纸销量为230.26万吨，较去年同期增长66.96%；其中，5月国内造纸销量达53.40万吨，环比4月增长为5.16%。价格方面，1-5月国内造纸平均价格为3903.62元/吨，较去年同期增长15.70%；其中，5月平均价格为3890.98元/吨，环比4月增长1.05%。2) **包装：**1-5月销量为7.81亿平方米，同比+65.11%；均价为3.46元/平方米，同比+4.1%；其中单5月销量为1.75亿平方米，同比+37.97%，均价3.42元/平方米，同比+6.92%。

箱板纸淡季提价超预期。截止6月4日，箱板、瓦楞价格分别为5037、4070元/吨，较5月初上涨277、238元/吨，处于历史82.55%、77.36%分位，主要系下游需求超预期复苏且海外进口纸数量下降(4月箱板纸/瓦楞纸进口量分别为35.7/28.2万吨，较3月环比下滑10.2/4.7万吨)。6月4日山鹰红杉、T纸再次提价100元/吨，参考目前龙头公司库存及动销情况，我们预计后续仍有提价预期；根据我们测算，预计目前高端箱板纸、低端箱板纸吨盈利分别可达约600+、200元/吨。

看好下半年箱板纸景气。下半年为箱板纸传统旺季，2019年、2020年行业箱板纸/瓦楞纸下半年消费量占比分别为52.0%/53.1%、53.5%/55.3%；2019年、2020年山鹰箱板瓦楞纸下半年销量占比分别达55.1%/62.9%。从价格来看，供给约束确定、需求回暖明显，预期5月是淡旺季转折点，全年箱瓦纸价格趋势性上行确定性强。

格局优化趋势明确，原料约束下把握高端箱板纸格局优化。2016年供给侧改革以来行业开工率逐年走低(龙头产能利用率稳定90%以上)，其背后实质是中小厂商逐步出清。2020年疫情下中小产能出现散点式退出，对应箱板纸、瓦楞纸CR4分别达52.2%、22.9%，较2019年提升5.8pct、0.8pct；箱板纸格局更优、且优化速度明显快于瓦楞纸。由于外废清退，高端箱板市场份额向布局海外废纸浆的龙头倾斜，我们预计CR4(理文、玖龙、山鹰、太阳)达近80%(山鹰约占20%)，龙头议价能力提升。

盈利预测：行业格局优化，山鹰产能有序扩张、成长路径清晰，维持“买入”评级。我们预计2021~2023年归母净利润21.54/25.86/30.26亿元，同比+56.0%/+20.0%/+17.0%，对应PE 8.2X/6.8X/5.8X。

风险提示：疫情持续蔓延、终端需求大幅下滑、项目建设不及预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	23,241	24,969	32,468	38,687	44,841
增长率 yoy (%)	-4.6	7.4	30.0	19.2	15.9
归母净利润(百万元)	1,362	1,381	2,154	2,586	3,026
增长率 yoy (%)	-57.5	1.4	56.0	20.0	17.0
EPS 最新摊薄(元/股)	0.30	0.30	0.47	0.56	0.66
净资产收益率(%)	9.1	8.1	11.2	12.0	12.3
P/E(倍)	12.9	12.8	8.2	6.8	5.8
P/B(倍)	1.27	1.17	1.03	0.90	0.79

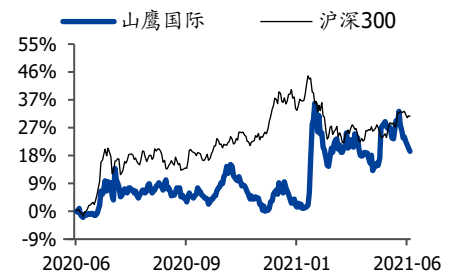
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2021年6月7日收盘价

买入(维持)

股票信息

行业	造纸
前次评级	买入
6月7日收盘价(元)	3.58
总市值(百万元)	16,524.92
总股本(百万股)	4,615.90
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	81.25

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 马远方

执业证书编号：S0680520090002

邮箱：mayuanfang@gszq.com

相关研究

- 《山鹰纸业(600567.SH)：Q3盈利能力大幅提升，Q4改善趋势有望延续》2020-11-10
- 《山鹰纸业(600567.SH)：上半年受疫情影响，下半年将大幅修复》2020-08-30
- 《山鹰纸业(600567.SH)：投资项目变更优化产品结构，推行员工持股齐心协力前行》2020-06-04

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	14310	14189	14826	16428	18329
现金	4709	4077	3264	2955	3425
应收票据及应收账款	3054	3687	5079	5367	6740
其他应收款	294	1795	921	2315	1436
预付账款	137	263	258	363	356
存货	2176	2385	3323	3446	4390
其他流动资产	3940	1982	1982	1982	1982
非流动资产	28234	31248	38020	43279	48277
长期投资	1044	2396	3793	5164	6545
固定资产	13494	17700	22746	26468	29880
无形资产	1754	1924	2038	2187	2329
其他非流动资产	11942	9228	9444	9461	9524
资产总计	42545	45437	52846	59707	66606
流动负债	18398	18352	22978	28615	34006
短期借款	11642	11681	13000	18882	21404
应付票据及应付账款	4084	4165	6160	6085	8088
其他流动负债	2672	2506	3818	3648	4514
非流动负债	9253	9856	9284	8119	6693
长期借款	8618	8880	8308	7143	5718
其他非流动负债	636	976	976	976	976
负债合计	27651	28208	32262	36734	40700
少数股东权益	483	1633	1635	1637	1640
股本	3274	3285	4616	4616	4616
资本公积	4370	4391	4391	4391	4391
留存收益	6658	8039	10196	12784	15741
归属母公司股东权益	14411	15596	18950	21336	24266
负债和股东权益	42545	45437	52846	59707	66606

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1335	1170	5477	2886	7438
净利润	1352	1389	2156	2588	3029
折旧摊销	918	1026	1246	1575	1874
财务费用	441	780	921	1128	1337
投资损失	57	39	-25	-9	-9
营运资金变动	-1502	-2093	1190	-2384	1219
其他经营现金流	68	29	-12	-12	-12
投资活动现金流	-2818	-2771	-7982	-6813	-6851
资本支出	3073	3476	5376	3888	3617
长期投资	3	-928	-1397	-1375	-1381
其他投资现金流	259	-223	-4003	-4300	-4615
筹资活动现金流	2148	1425	1692	-1264	-2139
短期借款	2447	40	1319	1000	500
长期借款	2004	262	-572	-1165	-1426
普通股增加	0	11	1331	0	0
资本公积增加	0	21	0	0	0
其他筹资现金流	-2304	1092	-386	-1099	-1213
现金净增加额	596	-140	-813	-5191	-1552

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	23241	24969	32468	38687	44841
营业成本	18810	20790	26020	30859	35719
营业税金及附加	194	189	260	334	365
营业费用	1076	340	649	774	897
管理费用	1066	1125	1429	1664	1928
研发费用	549	528	685	816	946
财务费用	441	780	921	1128	1337
资产减值损失	-23	0	0	0	0
其他收益	625	626	68	0	0
公允价值变动收益	-4	-1	2	2	2
投资净收益	-57	-39	25	9	9
资产处置收益	0	29	10	10	10
营业利润	1569	1786	2608	3134	3670
营业外收入	16	18	25	25	20
营业外支出	19	114	10	10	5
利润总额	1566	1690	2623	3149	3685
所得税	214	301	467	560	656
净利润	1352	1389	2156	2588	3029
少数股东损益	-10	8	2	3	3
归属母公司净利润	1362	1381	2154	2586	3026
EBITDA	3617	3888	4791	5851	6896
EPS (元)	0.30	0.30	0.47	0.56	0.66

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	-4.6	7.4	30.0	19.2	15.9
营业利润(%)	-53.0	13.8	46.0	20.1	17.1
归属于母公司净利润(%)	-57.5	1.4	56.0	20.0	17.0
获利能力					
毛利率(%)	19.1	16.7	19.9	20.2	20.3
净利率(%)	5.9	5.5	6.6	6.7	6.7
ROE(%)	9.1	8.1	11.2	12.0	12.3
ROIC(%)	6.5	6.2	7.0	7.2	7.8
偿债能力					
资产负债率(%)	65.0	62.1	61.0	61.5	61.1
净负债比率(%)	113.4	107.5	107.8	120.2	109.3
流动比率	0.8	0.8	0.6	0.6	0.5
速动比率	0.4	0.5	0.4	0.4	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	7.2	7.4	7.4	7.4	7.4
应付账款周转率	5.5	5.0	5.0	5.0	5.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.30	0.47	0.56	0.66
每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	0.25	1.19	0.63	1.61
每股净资产(最新摊薄)	3.02	3.28	3.71	4.23	4.87
估值比率					
P/E	12.9	12.8	8.2	6.8	5.8
P/B	1.3	1.2	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	9.7	9.7	8.4	7.7	6.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 6 月 7 日收盘价

文字目录

箱板纸：高端箱板纸格局优化，把握下半年高景气.....	4
风险提示.....	7

图表目录

图表 1: 箱板纸提价函.....	4
图表 2: 箱板纸瓦楞纸价格图（元/吨）.....	4
图表 3: 箱板纸库存（万吨）.....	4
图表 4: 海外进口纸数量.....	4
图表 5: 箱板纸上/下半年消费比例.....	5
图表 6: 瓦楞纸上/下半年消费比例.....	5
图表 7: 山鹰月度销量图.....	5
图表 8: 山鹰月度均价图.....	5
图表 9: 箱板瓦楞集中度 CR4.....	5
图表 10: 中国箱板纸、瓦楞纸月度开工负荷率.....	5
图表 11: 不同配比成本对比（元/吨）.....	6
图表 12: 山鹰纸业产品价格变动图.....	6
图表 13: 山鹰国际产能.....	6

箱板纸：高端箱板纸格局优化，把握下半年高景气

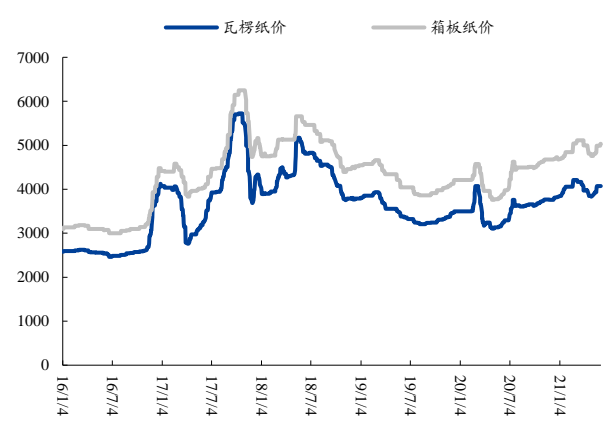
箱板纸淡季提价超预期。截止6月4日，箱板、瓦楞价格分别为5037、4070元/吨，较年初增长7.32%、5.85%，处于历史82.55%、77.36%分位，主要系下游需求超预期复苏且海外进口纸数量下降（4月箱板纸/瓦楞纸进口量分别为35.7/28.2万吨，较3月环比下滑10.2/4.7万吨）。6月4日山鹰红杉、T纸再次提价100元/吨，参考目前龙头公司库存及动销情况，我们预计后续仍有提价预期，同时预计目前高端箱板纸、低端箱板纸吨盈利分别可达约600+、200元/吨。

图表1：箱板纸提价函

报价品内容情况			
江苏理文	箱板纸	2021/5/7	HN/Q纸上调50元/吨，B级上调80元/吨
重庆理文	箱板纸	2021/5/7	上调50元/吨
浙江山鹰	箱板纸/高强瓦楞纸	2021/5/7	上调50元/吨
山东鲁和	箱板纸/高强瓦楞纸	2021/5/7	上调100元/吨
东莞明裕	高强瓦楞纸	2021/5/7	上调50元/吨
山鹰纸业	瓦楞纸	2021/5/7	上调100元/吨
平湖景兴	R级箱板纸	2021/5/8	上调100元/吨
东莞玖龙	玖龙/海龙牛卡纸、高强瓦楞纸	2021/5/10	上调50元/吨
太仓玖龙	高强瓦楞纸	2021/5/10	上调50元/吨
天津玖龙	高强瓦楞纸	2021/5/10	上调50元/吨
重庆玖龙	瓦楞纸	2021/5/10	上调50元/吨
东莞金州	高强瓦楞纸	2021/5/11	上调50元/吨
山鹰国际	紫杉、银杉、T纸、瓦楞	2021/5/12	上调50-100元/吨
东莞玖龙	瓦楞纸	2021/5/13	上调100元/吨
裕丰华兴	箱板纸	2021/5/16	上调100元/吨
天津广聚源	高强瓦楞纸	2021/5/16	上调80元/吨
廊坊鑫控	所有原纸	2021/5/16	上调100元/吨
汕头克达	所有原纸	2021/5/16	上调50元/吨
山鹰国际	瓦楞、箱板纸	2021/5/18	上调100元/吨
东莞玖龙	海龙牛卡、地龙牛卡、再生、江龙牛卡	2021/5/19	上调50-100元/吨
东莞玖龙	玖龙/海龙/地龙等	2021/5/19	上调150-200元/吨
霸州华通	高强瓦楞纸	2021/5/22	上调100元/吨
常林纸业	特种纸	2021/5/24	上调100元/吨
抚宁富圣	双灰板纸	2021/5/25	上调100元/吨
抚宁牛满	高强瓦楞纸	2021/5/25	上调100元/吨
枣庄华源	双灰板纸、卷筒单灰板纸及复合双灰板纸	2021/5/25	上调100元/吨
玖龙纸业	玖龙/海龙/地龙牛卡纸、再生纸	2021/6/1	上调50-200元/吨

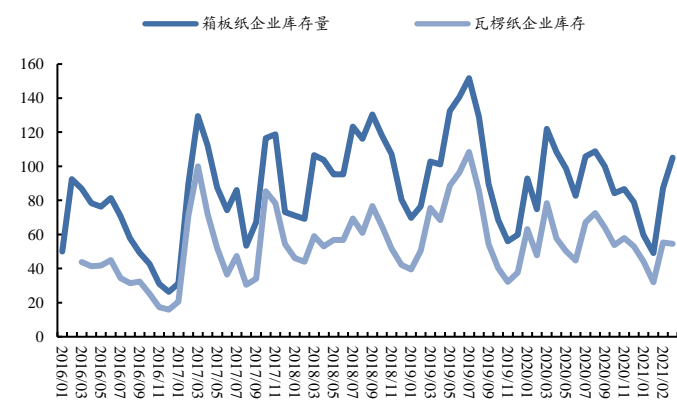
资料来源：纸业观察，国盛证券研究所

图表2：箱板纸瓦楞纸价格图（元/吨）



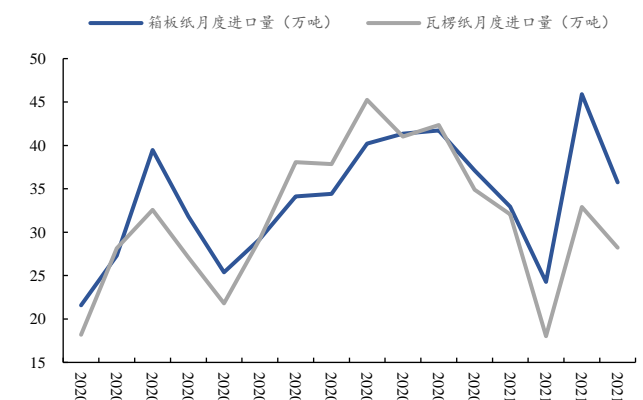
资料来源：卓创资讯，国盛证券研究所

图表3：箱板纸库存（万吨）



资料来源：纸引未来网，国盛证券研究所

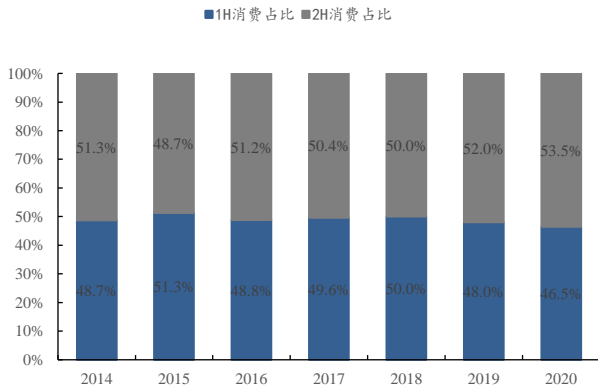
图表4：海外进口纸数量



资料来源：海关总署，国盛证券研究所

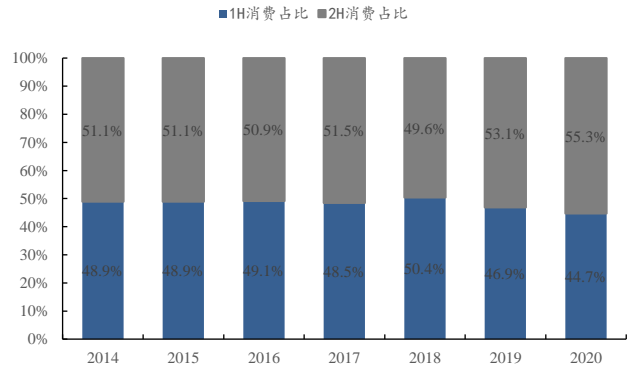
看好下半年箱板纸景气。下半年为箱板纸传统旺季，2019年、2020年行业箱板纸/瓦楞纸下半年消费量占比分别为52.0%/53.1%、53.5%/55.3%；2019年、2020年山鹰箱板瓦楞纸下半年销量占比分别达55.1%/62.9%。从价格来看，供给约束确定、需求回暖明显，预期5月是淡旺季转折点，全年箱瓦纸价格趋势性上行确定性较强。

图表 5: 箱板纸上/下半年消费比例



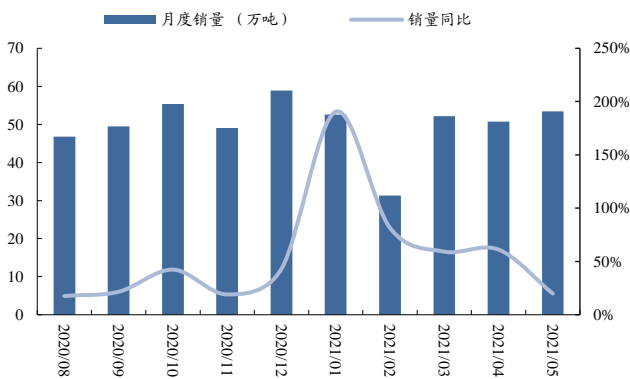
资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 6: 瓦楞纸上/下半年消费比例



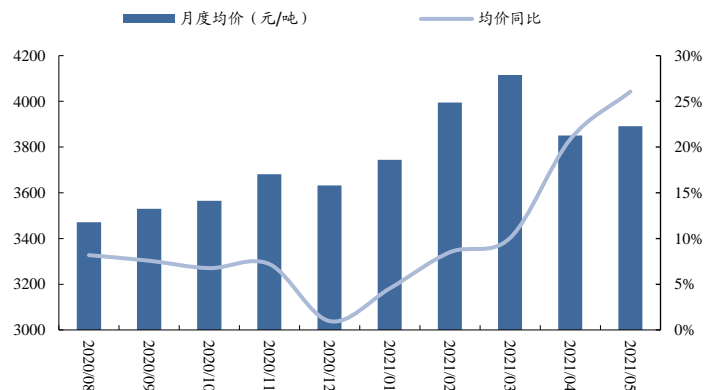
资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 7: 山鹰月度销量图



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

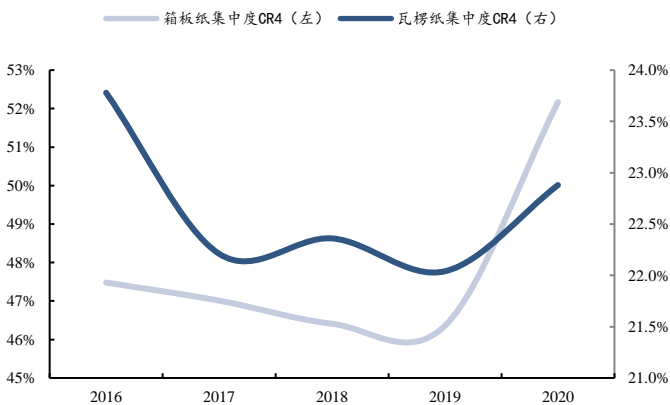
图表 8: 山鹰月度均价图



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

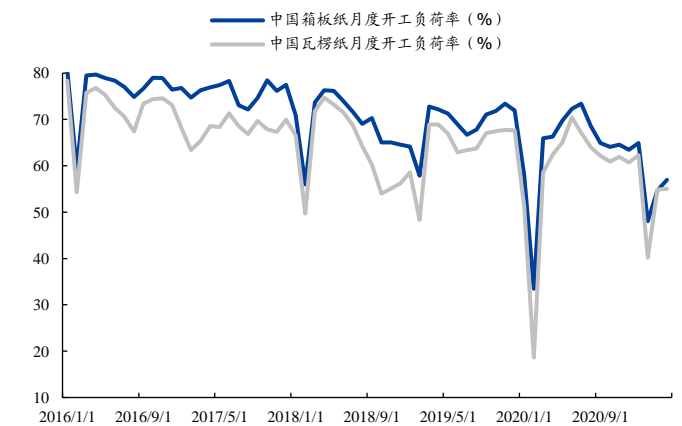
格局优化趋势明确, 箱板纸表现更优。根据卓创数据, 2020年箱板纸、瓦楞纸产能分别为3990/3317万吨, 产量分别为2292/1850万吨, 2016年供给侧改革以来行业开工率逐年走低(龙头产能利用率稳定在90%以上), 其背后实质是中小厂商逐步出清。2020年疫情下中小产能出现明显散点式退出, 我们预计箱板纸CR4将超过50%, 瓦楞纸CR4将超过20%, 其中箱板纸较2019年提升明显; 箱板纸格局更优, 且优化速度明显快于瓦楞纸。从未来产能布局来看, 龙头玖龙主要布局高端牛卡及白卡, 理文主要布局生活用纸, 投产较为节制; 而中小企业新增产能较少, 因此可以预期箱板、瓦楞纸未来格局优化趋势明确。

图表 9: 箱板瓦楞集中度 CR4



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 10: 中国箱板纸、瓦楞纸月度开工负荷率



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

原料约束下把握高端箱板纸格局优化。我们根据行业外废浆目前投产产量，测算高端箱板纸产量，预计高端箱板占整体箱瓦纸大约 15%-20%、占箱板纸约 35%，量级约 800 万吨，预期限塑令催化增加需求约 50-100 万吨。由于外废清退，高端箱板市场份额向布局海外废纸浆的龙头倾斜，CR4（理文、玖龙、山鹰、太阳）达近 80%（其中山鹰约占 20%），龙头议价能力提升；同时，预期下半年外废&海运成本下行，增厚高端箱板纸单吨盈利。

图表 11: 不同配比成本对比 (元/吨)

单位: 元/吨	
国废价格	2300
外废价格	1900
内外废价差 (已含税)	400
针叶浆价格	6400
自建废浆价格	3200
外购废浆价格	3800
高端箱板纸配比1: 60%自建外废浆+40%国废	2840
高端箱板纸配比2: 60%外购外废浆+40%国废	3200
高端箱板纸配比3: 15%针叶浆+90%国废	3030

备注: 美元汇率假设为6.5; 国废: 废浆; 针叶浆=1.1: 1: 0.15

资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 12: 山鹰纸业产品价格变动图

生产企业	规格型号	2021年1月	2021年2月	2021年3月	2021年4月	2021年5月	涨跌	单位	价格条件
山鹰纸业	紫杉170g	5450	5691.18	5950	5745.45	5550	-195.5	元/吨	现款到汇, 送到, 含税
山鹰纸业	紫杉200g	5350	5591.18	5850	5645.45	5450	-195.5	元/吨	现款到汇, 送到, 含税
山鹰纸业	银杉120g	5137.5	5294.12	5500	5295.45	5100	-195.5	元/吨	现款到汇, 送到, 含税
山鹰纸业	银杉160g/170g	4937.5	5094.12	5300	5095.45	4900	-195.5	元/吨	现款到汇, 送到, 含税
山鹰纸业	银杉200g	4837.5	4994.12	5200	4995.45	4800	-195.5	元/吨	现款到汇, 送到, 含税
山鹰纸业	银杉250g	4737.5	4894.12	5100	4895.45	4700	-195.5	元/吨	现款到汇, 送到, 含税
山鹰纸业	红杉140g	4650	4797.06	4950	4695.45	4590	-105.5	元/吨	现款到汇, 送到, 含税
山鹰纸业	面牛皮纸170g	5297.5	5594.12	5900	5900	5900	0	元/吨	现款到汇, 送到, 含税
山鹰纸业	布牛卡纸170g	5135	5394.12	5713.04	5800	5800	0	元/吨	现款到汇, 送到, 含税
山鹰纸业	布牛卡纸200g	5035	5294.12	5613.04	5700	5700	0	元/吨	现款到汇, 送到, 含税

资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

重点推荐原料布局领先, 原纸产能有序扩张的山鹰国际。1) 原材料: 截至 2021 年 5 月, 公司已在泰国建成年产 110 万吨再生浆产能, 预期 2021 年年内欧洲将再落地 32 万吨, 满足自身长纤维原料需求, 成本领先优势持续强化; 国废方面, 公司与地区供销社、国资等建立合作, 逐步建立国内废纸回收体系。2) 产能: 目前公司国内造纸年产能已达 600 万吨, 随广东肇庆、浙江海盐分别新增 100 万吨、77 万吨箱板产能落地, 2022 年底公司产能或将超 700、800 万吨, 成长路径清晰。此外, 公司通过自建电厂, 预期自备电比例由 74%提高至 90%, 吨纸成本可节降约 30 元/吨。行业格局优化, 山鹰产能有序扩张, 成长路径清晰, 维持“买入”评级。我们预计 2021-2023 年归母净利润 21.54/25.86/30.26 亿元, 同比+56.0%/+20.0%/+17.0%, 对应 PE 8.2X/6.8X/5.8X。

图表 13: 山鹰国际产能

基地	现有产能 (万吨)		规划产能 (万吨)			
	品类	产能	品类	设计产能	投产时间	
国内	安徽山鹰	箱瓦纸	200			
	浙江山鹰	箱瓦纸	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			
	华南山鹰	箱瓦纸	85			
	广东山鹰	特种纸	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		587		100	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

风险提示

疫情持续蔓延：疫情延续影响生产和销售

终端需求大幅下滑：需求下滑带动价格下滑

项目建设不及预期：投产进度不及预期影响收入

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com