

山鹰国际 (600567.SH)

回购彰显信心，箱板纸景气上行

自有资金回购，信心凸显。公司以自有资金回购不低于人民币2亿元且不超过人民币4亿元（均含本数），以回购价格上限3.63元/股进行测算（对应约1X PB），回购股份占总股本的比例为1.19%-2.39%，大额自有资金回购彰显公司经营信心。

箱板纸旺季来临，提价顺利落地。7月30日箱板纸价格为5070元/吨，较4月低点上涨310元/吨；渠道调研反馈，渠道库存约25-30天，库存健康；8月1日山鹰国际提价100元/吨，落地情况较好且后续仍有提价预期。根据我们测算，提价落地后高端箱板纸、低端箱板纸吨盈利分别可达约500、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年山鹰箱板纸/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，预期旺季将至，下半年箱瓦纸价格趋势性上行确定性较强。

原料约束下高端箱板纸格局优化。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，我们预期目前CR4达约80%（其中山鹰约占20%），龙头议价能力提升保障底层利润。同时，在下半年外废成本预期下行背景中，增厚高端箱板纸单吨盈利。

原纸产能投放支撑中期成长。2021年公司拥有约600万吨产能，未来年均增长约100万吨，股权激励提振信心（5年CAGR为15%）。我们预计公司2021-2023年营业收入为324.68/386.87/448.41亿元，归母净利润21.54/25.86/30.26亿元，同比+56.0%/+20.0%/+17.0%，当前股价对应PE 6.9X/5.7X/4.9X。

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)	10.9	10.7	6.9	5.7	4.9
P/B (倍)	1.06	0.98	0.86	0.76	0.66

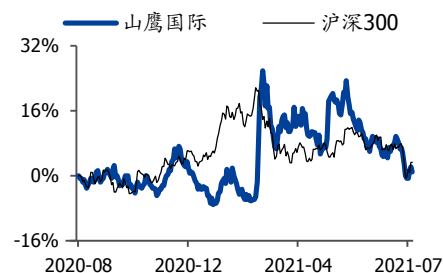
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2021年8月3日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	造纸
前次评级	买入
8月3日收盘价(元)	3.21
总市值(百万元)	14,817.13
总股本(百万股)	4,615.93
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	47.01

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

相关研究

- 《山鹰国际（600567.SH）：旺季来临，把握格局优化》2021-06-08
- 《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



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	14310	14189	14827	16428	18329	营业收入	23241	24969	32468	38687	44841
现金	4709	4077	3264	2955	3425	营业成本	18810	20790	26020	30859	35719
应收票据及应收账款	3054	3687	5079	5367	6740	营业税金及附加	194	189	260	334	365
其他应收款	294	1795	921	2315	1436	营业费用	1076	340	649	774	897
预付账款	137	263	258	363	356	管理费用	1066	1125	1429	1664	1928
存货	2176	2385	3323	3446	4390	研发费用	549	528	685	816	946
其他流动资产	3940	1982	1982	1982	1982	财务费用	441	780	921	1128	1337
非流动资产	28234	31248	38020	43279	48277	资产减值损失	-23	0	0	0	0
长期投资	1044	2396	3793	5164	6545	其他收益	625	626	68	0	0
固定资产	13494	17700	22746	26468	29880	公允价值变动收益	-4	-1	2	2	2
无形资产	1754	1924	2038	2187	2329	投资净收益	-57	-39	25	9	9
其他非流动资产	11942	9228	9444	9461	9524	资产处置收益	0	29	10	10	10
资产总计	42545	45437	52846	59707	66606	营业利润	1569	1786	2608	3134	3670
流动负债	18398	18352	22978	28615	34006	营业外收入	16	18	25	25	20
短期借款	11642	11681	13000	18882	21404	营业外支出	19	114	10	10	5
应付票据及应付账款	4084	4165	6160	6085	8088	利润总额	1566	1690	2623	3149	3685
其他流动负债	2672	2506	3818	3648	4514	所得税	214	301	467	560	656
非流动负债	9253	9856	9284	8119	6693	净利润	1352	1389	2156	2588	3029
长期借款	8618	8880	8308	7143	5718	少数股东损益	-10	8	2	3	3
其他非流动负债	636	976	976	976	976	归属母公司净利润	1362	1381	2154	2586	3026
负债合计	27651	28208	32262	36734	40700	EBITDA	3617	3888	4791	5851	6896
少数股东权益	483	1633	1635	1637	1640	EPS (元)	0.30	0.30	0.47	0.56	0.66
股本	3274	3285	4616	4616	4616	主要财务比率					
资本公积	4370	4391	4391	4391	4391	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	6658	8039	10196	12784	15741	成长能力					
归属母公司股东权益	14411	15596	18950	21336	24266	营业收入(%)	-4.6	7.4	30.0	19.2	15.9
负债和股东权益	42545	45437	52846	59707	66606	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	10.9	10.7	6.9	5.7	4.9
						P/B	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7
						EV/EBITDA	8.9	9.0	7.8	7.3	6.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 3 日收盘价

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：021-38124100
 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