

山鹰国际(600567)

报告日期: 2021 年 8 月 4 日

回购彰显发展信心, 底部持续推荐

——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

公司发布公告: 拟以自有资金进行回购(资金总额不低于 2 亿元且不超过 4 亿元), 回购股份占总股本区间为 1.19%-2.39%, 助力推动股价合理回归, 彰显公司发展信心!

投资要点

□ 自有资金回购彰显发展信心, 底部持续推荐

受宏观经济、资本市场等多因素影响, 近期公司收盘价格低于最近一期每股净资产, 当前股价已不能正确反映公司价值。公司基于对未来发展前景的信心, 拟使用自有资金以集中竞价交易方式回购股份。本次回购资金总额不低于 2 亿元且不超过 4 亿元(均含本数), 回购价格不超过 3.63 元/股(含本数), 回购期限为 2021/8/3 至 2021/11/2。以回购价格上限 3.63 元/股计算, 本次回购股份占总股本区间为 1.19%-2.39%。本次回购彰显公司管理层未来发展信心, 助力推动股价合理回归, 当前市值对应 21 年 PE 仅 7.4X, 底部持续推荐!

□ 旺季到来供需较优, 期待吨盈利向上

本轮箱板/瓦楞淡季涨价略超预期(箱板纸较 4 月底涨价 327 元/吨、瓦楞纸涨价 203 元/吨), 预期主要系供给格局持续优化所致, 叠加包装纸的备货旺季到来需求边际向好; 8 月 1 日山鹰再提 100 元/吨, 看好旺季业绩向上。从供给侧来看, (1) 进口量缩减导致供给缺口: 20 年箱板/瓦楞进口量合计 800 万吨, 占比消费量 14%; 21 年 1-6 月进口量 351 万吨, 均价逐月上升、对应 4-6 月进口量环比走低, 6 月箱板/瓦楞已达 613、515 美元/吨(同比+34%、49%), 考虑海运运费、原材料价格将继续维持高位, 进口量预期缩减态势维持。(2) 东莞煤改气清退中小产能: 7 月煤改气落地, 中小产能首先退出, 对应近期国废价格 2358 元/吨, 已经较 6 月底点下降 32 元/吨, 有利于供给格局向大厂集中。考虑当前渠道库存健康且旺季已经到来, 判断后期价格稳中有升, 叠加原料价格小幅下降, 预期公司旺季吨盈利持续扩大。

□ 产能有序扩张、原料布局完善, 成长路径清晰

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、21 年固废发电投入使用后自发电比例高达 90%)、海外废纸浆布局完善(21 年再生浆产能预计达 150 万吨)、产能有序扩张(20-22 年造纸产能超 600、700、800 万吨), 持续看好公司未来成长空间。

□ 盈利预测及估值

公司原料获取实力、成本优势突出, 未来产能扩张有序, 叠加行业供需向好, 预计 21-23 年公司实现营收 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 7.16X、5.84X、5.43X, 维持买入评级, 底部持续推荐!

□ 风险提示

下游需求不及预期、纸价提涨不及预期、原材料价格上涨

评级

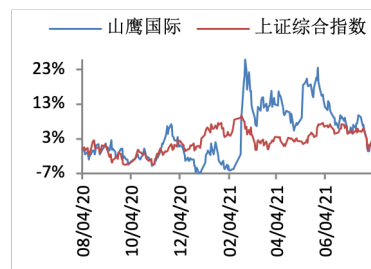
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥3.21

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

包装纸龙头, 产业链一体化实力突出。

相关报告

- 1 《【浙商轻工】山鹰国际: 5 月经营数据靓丽, 期待旺季业绩弹性 210606》2021.06.07
- 2 《【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
- 3 《【浙商轻工】山鹰国际: 考核激励发布, 业绩稳健成长 210331》2021.04.01

报告撰写人: 史凡可

联系人: 傅嘉成、杨舒妍

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	10.66	7.16	5.84	5.43

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	14189	16491	17806	19232	营业收入	24969	31892	36454	40324
现金	4077	5131	4437	5068	营业成本	20790	26058	29479	32640
交易性金融资产	0	6	6	4	营业税金及附加	189	282	301	331
应收账款	3687	4466	5093	5745	营业费用	340	751	860	942
其它应收款	1795	1053	1428	1937	管理费用	1652	2224	2574	2837
预付账款	263	226	281	336	研发费用	590	797	911	1008
存货	2385	2931	3697	3634	财务费用	780	829	875	968
其他	1982	2678	2863	2508	资产减值损失	98	50	62	62
非流动资产	31248	33543	35690	37375	公允价值变动损益	(1)	(1)	(1)	(1)
金额资产类	0	66	22	30	投资净收益	(39)	(39)	30	30
长期投资	2396	1495	1645	1845	其他经营收益	655	794	701	717
固定资产	17700	20125	22338	24691	营业利润	1786	2451	3033	3290
无形资产	1924	2102	2279	2428	营业外收支	(96)	(34)	(44)	(58)
在建工程	5285	5227	4973	4099	利润总额	1690	2417	2989	3232
其他	3942	4528	4433	4282	所得税	301	352	459	514
资产总计	45437	50034	53496	56607	净利润	1389	2065	2530	2718
流动负债	18352	19589	20660	21165	少数股东损益	8	8	8	8
短期借款	11681	11681	11681	11681	归属母公司净利润	1381	2057	2522	2709
应付款项	4165	4900	5950	6422	EBITDA	2708	3740	4532	4997
预收账款	0	81	78	63	EPS (最新摊薄)	0.30	0.45	0.55	0.59
其他	2506	2927	2951	2999	主要财务比率				
非流动负债	9856	9515	9558	9630		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	4952	4952	4952	4952	成长能力				
其他	4904	4563	4607	4679	营业收入	7.44%	27.73%	14.30%	10.62%
负债合计	28208	29104	30219	30795	营业利润	13.82%	37.20%	23.73%	8.48%
少数股东权益	1633	1641	1649	1657	归属母公司净利润	1.39%	48.91%	22.62%	7.43%
归属母公司股东权	16896	19290	21628	24154	获利能力				
负债和股东权益	46736	50034	53496	56607	毛利率	16.74%	18.29%	19.13%	19.06%
					净利率	5.56%	6.47%	6.94%	6.74%
现金流量表					ROE	7.96%	10.42%	11.41%	11.04%
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	ROIC	3.92%	5.57%	6.41%	6.46%
经营活动现金流	1170	5123	4000	4972	偿债能力				
净利润	1389	2065	2530	2718	资产负债率	62.08%	58.17%	56.49%	54.40%
折旧摊销	1026	1304	1523	1745	净负债比率	63.96%	61.68%	59.36%	58.38%
财务费用	780	829	875	968	流动比率	0.77	0.84	0.86	0.91
投资损失	39	39	(30)	(30)	速动比率	0.64	0.69	0.68	0.74
营运资金变动	(1210)	723	(22)	(515)	营运能力				
其它	(855)	163	(876)	87	总资产周转率	0.57	0.67	0.70	0.73
投资活动现金流	(2771)	(4552)	(3554)	(3172)	应收帐款周转率	7.53	8.20	7.97	7.71
资本支出	(2421)	(3587)	(3390)	(3133)	应付帐款周转率	5.38	6.13	5.81	5.63
长期投资	(1469)	909	(117)	(225)	每股指标(元)				
其他	1119	(1874)	(48)	186	每股收益	0.30	0.45	0.55	0.59
筹资活动现金流	1425	(545)	(253)	(1937)	每股经营现金	0.26	1.12	0.87	1.08
短期借款	40	0	0	0	每股净资产	3.69	4.21	4.72	5.27
长期借款	89	0	0	0	估值比率				
其他	1296	(545)	(253)	(1937)	P/E	10.66	7.16	5.84	5.43
现金净增加额	(175)	26	194	(138)	P/B	0.87	0.76	0.68	0.61
					EV/EBITDA	10.99	7.84	6.63	5.90

资料来源：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“本公司”）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