



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

2021-08-06

公司点评报告

买入/维持

山鹰国际(600567)

目标价: 5.00

收盘价: 3.28

轻工造纸

7月造纸量价同比持续提升，看好箱瓦纸旺季行情

■ 走势比较

■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	4,616/4,616
总市值/流通(百万元)	15,140/15,140
12个月最高/最低(元)	4.05/2.99

山鹰国际(600567)《山鹰国际：股份回购彰显长期信心，箱瓦纸有望迎来旺季涨价行情》—2021/08/03

证券分析师：陈天蛟

电话：021-61376584

E-MAIL: chentj@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517110002

证券分析师：庞盈盈

电话：18801904361

E-MAIL: pangyy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190521050002

事件：公司发布7月经营数据：1)造纸：1-7月公司造纸销量330.15万吨，同比+41.32%，1-7月均价3920元/吨，同比+16.78%。其中7月单月销量48.95万吨，同比+0.85%，环比-3.89%，均价3939元/吨，同比+14.27%，环比-1.38%；**2)包装：**1-7月公司包装销量11.20亿平米，同比+50.13%，均价3.48元/平米，同比+7.20%。其中7月单月销量1.73亿平米，同比+25.63%，均价3.60元/平米，同比+15.53%。

点评：

造纸：消费旺季有望驱动量价齐升，原材料约束下公司盈利优势显著。8月箱瓦纸将迎来消费旺季，山鹰宣布8.1、8.11后公司箱板纸将分别涨价100元/吨。受海运费高企、美废价格上涨等因素影响，预计成品纸进口冲击持续减弱，伴随需求旺季即将来临，行业供需向好，看好箱瓦纸下半年旺季涨价行情。公司作为箱瓦纸龙头，造纸板块有望迎来量价齐升。同时，禁废令政策下高端箱板纸所需的优质纤维供应紧张，公司凭借近150万吨海外废纸浆产能布局，在低价浆、高端纸两方面具备盈利优势，份额有望提升，行业竞争格局优化。

包装：量价表现亮眼，业务转型盈利有望改善。7月公司包装板块销量、均价同环比均有提升。公司对包装业务积极进行转型，推行大客户战略，由提供低附加值的运输包装服务，到向价值客户提供高附加值的一体化大包装服务。同时推出包装产业互联网平台“云印”，积极赋能包装厂。

预计公司2021-2023年EPS分别为0.63、0.74、0.87元，对应PE为5.27、4.47、3.80。短期，公司受益箱瓦纸旺季涨价，盈利向好；中长期，海外废纸浆提供盈利优势，造纸产能扩张贡献增量；长期，国废回收体系值得期待，未来有望成为公司核心壁垒。当前公司PB低于1，低估值凸显较强安全边际，给予“买入”评级。

风险提示：纸价上涨不及预期，原材料价格大幅上涨。

■ 盈利预测和财务指标：

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	24969	30135	33966	38960
(+/-%)	7.44	20.69	12.71	14.70
归母净利润(百万)	1381	2057	2428	2853
(+/-%)	1.29	48.98	18.04	17.49
摊薄每股收益(元)	0.30	0.63	0.74	0.87
市盈率(PE)	10.07	5.27	4.47	3.80

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	4709	4077	0	0	879
应收和预付款项	3191	3840	4280	4824	5533
存货	2176	2385	2790	3093	3522
其他流动资产	3733	2986	2439	2612	2837
流动资产合计	13809	13287	9510	10528	12771
长期股权投资	1044	2396	2396	2396	2396
投资性房地产	224	341	341	341	341
固定资产	13494	17700	17563	18336	18019
在建工程	7069	5285	4785	3785	3285
无形资产开发支出	1754	1924	1991	2056	2118
长期待摊费用	0	0			
其他非流动资产	27752	30763	30193	30031	29276
资产总计	41562	44051	39703	40559	42047
短期借款	11642	11681	4638	2334	0
应付和预收款项	3900	3918	4345	4889	5613
长期借款	4862	4952	4952	4952	4952
其他负债	7246	7458	7656	7826	8051
负债合计	27651	28009	21590	20001	18616
股本	3274	3285	3285	3285	3285
资本公积	4370	4391	4391	4391	4391
留存收益	6658	8039	10096	12524	15377
归母公司股东权益	14411	15596	17653	20081	22934
少数股东权益	483	1633	1647	1664	1685
股东权益合计	14894	17229	19300	21745	24618
负债和股东权益	42545	45238	40890	41747	43234

现金流量表(百万)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营性现金流	1335	1080	4178	3884	4228
投资性现金流	-2818	-2771	-745	-1245	-745
融资性现金流	2148	1425	-7510	-2639	-2604
现金增加额	-69	36	0	0	0

利润表(百万)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	23241	24969	30135	33966	38960
营业成本	18810	20790	24398	27455	31519
营业税金及附加	194	189	256	238	273
销售费用	1076	340	482	509	701
管理费用	1615	1652	2049	2378	2649
财务费用	441	780	344	335	257
资产减值损失	98	45	45	45	45
投资收益	-57	-39	-45	-45	-45
公允价值变动	-4	-1	0	0	0
营业利润	1570	1786	2516	2961	3470
其他非经营损益	-3	-96	-50	-50	-50
利润总额	1567	1690	2466	2911	3420
所得税	214	301	395	466	547
净利润	1353	1389	2071	2445	2873
少数股东损益	-10	8	15	17	20
归母股东净利润	1363	1381	2057	2428	2853

预测指标					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
毛利率	19.06%	16.74%	19.04%	19.17%	19.10%
销售净利率	5.86%	5.53%	6.83%	7.15%	7.32%
销售收入增长率	-4.62%	7.44%	20.69%	12.71%	14.70%
EBIT 增长率	-61.73%	22.99%	13.79%	15.53%	13.28%
净利润增长率	-64.09%	1.29%	48.98%	18.04%	17.49%
ROE	9.46%	8.85%	11.65%	12.09%	12.44%
ROA	3.20%	3.05%	5.03%	5.82%	6.60%
ROIC	5.65%	6.20%	7.41%	8.53%	9.76%
EPS (X)	0.30	0.30	0.63	0.74	0.87
PE (X)	12.57	10.07	5.27	4.47	3.80
PB (X)	0.86	0.64	0.61	0.54	0.47
PS (X)	0.53	0.40	0.36	0.32	0.28
EV/EBITDA (X)	9.96	7.98	6.49	5.22	4.04

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

华南销售

李艳文

13728975701

liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。