

## 山鹰国际 (600567.SH) 2021H1 业绩符合预期, 上游原料布局提升头部优势

2021年08月24日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

吕明 (分析师)

王宇俊 (联系人)

lvming@kysec.cn

wangyujun@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790120080064

日期	2021/8/24
当前股价(元)	3.40
一年最高最低(元)	4.27/2.98
总市值(亿元)	156.94
流通市值(亿元)	156.94
总股本(亿股)	46.16
流通股本(亿股)	46.16
近3个月换手率(%)	74.25

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《公司首次覆盖报告-产业链延伸打造龙头优势, 格局向好助力业绩增长》  
-2021.7.15

### ● 2021H1 业绩符合预期, 产业链一体化驱动长期成长, 维持“买入”评级

公司 2021H1 营业收入 151.99 亿元 (同比+54.68%), 归母净利润 10.04 亿元 (同比+100.40%), 扣非归母净利润 7.19 亿元 (同比+50.46%), 2021Q2 单季度营业收入 83.71 亿元 (同比+39.73%, 环比+22.58%), 归母净利润 5.31 亿元 (同比+96.03%, 环比+12.01%), 扣非归母净利润 2.90 亿元 (同比+40.27%, 环比-32.36%)。山鹰国际是箱板瓦楞纸行业领军企业, 纵向推进产业链一体化, 积极掌控上游原料纤维资源, 布局高端箱板纸, 优化产品结构。外废禁令下箱板瓦楞纸行业中长期格局向好, 短期来看下半年旺季来临需求有望回暖, 维持盈利预测, 我们预计 2021-2023 年公司归母净利润 20.12/23.76/26.67 亿元, 对应 EPS 为 0.44/0.51/0.58 元, 当前股价对应 PE 为 7.8/6.6/5.9 倍, 维持“买入”评级。

### ● 净利率水平提升, 管理效率显著改善

公司 2021H1 毛利率 14.15% (同比-2.95pcts), 主要受运输费用调整至成本影响, 净利率 6.61% (同比+1.51pcts), 销售费用率 1.03% (同比-0.51pcts), 管理费用率 6.59% (同比-0.98pcts), 研发费用率 2.35% (同比+0.24pcts), 财务费用率 2.41% (同比-0.52pcts)。长期借款/短期借款较 Q1 分别减少 7.25%/0.14%, 资产负债率较 Q1 减少 2.72pcts 至 63.09%。报告期间公司经营性现金流净额 16.71 亿元 (同比+59.70%), 存货周转天数 42 天, 同比下降 12 天, 管理效率显著提高。

### ● 箱板瓦楞纸格局长期向好, 旺季到来有望带动量价齐升

进入 8 月份箱板瓦楞纸行业传统旺季到来, 头部公司纷纷发布涨价函, 下游增加备货、需求回暖, 供给端来看, 海运费、美废价格上涨有望减少进口成品纸冲击, 供需格局改善看好下半年箱板瓦楞纸行业量价齐升。长期来看, 外废禁令实施后国废价格中枢提升, 原材料成本抬升提高行业壁垒, 行业集中度有望持续提升。公司积极布局再生浆、海内外回收渠道, 提高自身成本优势, 掌控上游稀缺优质纤维资源, 提升高端箱板纸占比, 优化产品结构, 看好公司长期业绩表现。

● **风险提示:** 原材料价格波动, 需求不及预期, 纸价下跌, 产能不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	23,241	24,969	31,936	36,937	42,409
YOY(%)	-4.6	7.4	27.9	15.7	14.8
归母净利润(百万元)	1,362	1,381	2,012	2,376	2,667
YOY(%)	-57.5	1.4	45.7	18.1	12.2
毛利率(%)	19.1	16.7	18.2	18.2	18.0
净利率(%)	5.9	5.5	6.3	6.4	6.3
ROE(%)	9.1	8.1	10.7	11.4	11.2
EPS(摊薄/元)	0.30	0.30	0.44	0.51	0.58
P/E(倍)	11.5	11.4	7.8	6.6	5.9
P/B(倍)	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7

数据来源: 聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	14310	14189	13825	15681	17647
现金	4709	4077	2439	2821	3239
应收票据及应收账款	3054	3687	4935	5038	6412
其他应收款	294	1795	877	2213	1334
预付账款	137	263	249	343	337
存货	2176	2385	3343	3284	4342
其他流动资产	3940	1982	1982	1982	1982
<b>非流动资产</b>	28234	31248	37555	41867	46360
长期投资	1044	2396	3755	5117	6482
固定资产	13494	17700	22394	25349	28342
无形资产	1754	1924	2038	2187	2329
其他非流动资产	11942	9228	9368	9214	9207
<b>资产总计</b>	42545	45437	51380	57548	64006
<b>流动负债</b>	18398	18352	21717	27018	32347
短期借款	11642	11681	11723	17697	19951
应付票据及应付账款	4084	4165	6195	5791	8002
其他流动负债	2672	2506	3799	3531	4394
<b>非流动负债</b>	9253	9856	9188	7827	6361
长期借款	8618	8880	8212	6852	5386
其他非流动负债	636	976	976	976	976
<b>负债合计</b>	27651	28208	30905	34845	38709
少数股东权益	483	1633	1668	1719	1743
股本	3274	3285	4616	4616	4616
资本公积	4370	4391	4391	4391	4391
留存收益	6658	8039	9928	12250	14796
<b>归属母公司股东权益</b>	14411	15596	18807	20984	23555
负债和股东权益	42545	45437	51380	57548	64006

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	1335	1170	5398	2361	6536
净利润	1352	1389	2047	2427	2691
折旧摊销	918	1026	1236	1532	1795
财务费用	441	780	674	685	669
投资损失	57	39	33	34	41
营运资金变动	-1502	-2093	1407	-2319	1337
其他经营现金流	68	29	2	2	2
<b>投资活动现金流</b>	-2818	-2771	-7579	-5880	-6331
资本支出	3073	3476	4948	2950	3128
长期投资	3	-928	-1359	-1360	-1366
其他投资现金流	259	-223	-3990	-4289	-4569
<b>筹资活动现金流</b>	2148	1425	501	-2073	-2041
短期借款	2447	40	0	0	0
长期借款	2004	262	-667	-1361	-1466
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	-162	-712	-575
<b>现金净增加额</b>	596	-140	-1679	-5592	-1837

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	23241	24969	31936	36937	42409
营业成本	18810	20790	26110	30207	34760
营业税金及附加	194	189	255	295	339
营业费用	1076	340	655	776	891
管理费用	1066	1125	1277	1477	1696
研发费用	549	528	674	776	891
财务费用	441	780	674	685	669
资产减值损失	-23	0	0	0	0
其他收益	625	626	0	0	0
公允价值变动收益	-4	-1	-2	-2	-2
投资净收益	-57	-39	-33	-34	-41
资产处置收益	0	29	0	0	0
<b>营业利润</b>	1569	1786	2257	2685	3120
营业外收入	16	18	161	199	98
营业外支出	19	114	57	53	61
<b>利润总额</b>	1566	1690	2361	2830	3157
所得税	214	301	313	403	466
<b>净利润</b>	1352	1389	2047	2427	2691
少数股东损益	-10	8	35	51	25
<b>归母净利润</b>	1362	1381	2012	2376	2667
EBITDA	3617	3888	4490	5423	6204
EPS(元)	0.30	0.30	0.44	0.51	0.58

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-4.6	7.4	27.9	15.7	14.8
营业利润(%)	-53.0	13.8	26.3	19.0	16.2
归属于母公司净利润(%)	-57.5	1.4	45.7	18.1	12.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	19.1	16.7	18.2	18.2	18.0
净利率(%)	5.9	5.5	6.3	6.4	6.3
ROE(%)	9.1	8.1	10.7	11.4	11.2
ROIC(%)	6.5	6.2	7.0	7.1	7.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	65.0	62.1	60.1	60.6	60.5
净负债比率(%)	113.4	107.5	105.4	115.0	104.9
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
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.30	0.44	0.51	0.58
每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	0.25	1.17	0.51	1.42
每股净资产(最新摊薄)	3.02	3.28	3.68	4.15	4.71
<b>估值比率</b>					
P/E	11.5	11.4	7.8	6.6	5.9
P/B	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	9.1	9.2	8.4	7.7	6.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn