



2021-08-24

公司点评报告

买入/维持

山鹰国际(600567)

目标价: 5.00

昨收盘: 3.38

轻工造纸

山鹰国际：业绩整体符合预期，期待箱板纸旺季行情

事件：

公司发布 2021 年中报：21H1 公司实现营收 151.99 亿元，同比增长 54.68%，归母净利润 10.04 亿元，同比增长 100.40%，扣非净利润 7.19 亿元，同比增长 50.46%。Q2 单季公司营收 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 +12.03%，扣非净利润 2.90 亿元，同比 +40.27%，环比 -32.40%。Q2 非经常性损益同环比均大幅增加，主要系非流动资产处置损益、政府补助大幅增加所致。

点评：

受益于量价齐升，造纸、包装收入同比增长亮眼。1) 造纸：21H1 公司造纸营收 111.06 亿元，同比 +77.54%，毛利率 15.17%，同比 -0.42pct（20 年同期收入及毛利均剔除北欧纸业），其中销量 281 万吨，同比 +41.51%。2) 包装：21H1 公司包装营收 32.50 亿元，同比 +62.17%，其中销量同比 +50.86%，毛利率 9.89%，同比 +0.23pct。3) 再生纤维回收：21H1 营收 37.02 亿元，同比 -10.73%，毛利率 1.40%，同比 -0.67pct。

Q2 盈利能力环比略有下滑，伴随旺季来临吨纸盈利有望上移。21H1 公司毛利率 14.15%，同比 -2.95pct，净利率 6.86%，同比 +1.74pct，期间费用率 10.02%，同比 -2.01pct，其中销售、管理、研发、财务费用率同比分别变动 -0.51、-1.21、+0.24、-0.52pct。Q2 单季公司毛利率 13.53%，同比 +0.29pct，环比 -1.38pct，净利率 6.64%，同比 +2.07%，环比 -0.49pct。伴随箱板纸需求旺季来临，吨纸盈利有望走高，同时公司包装板块推行大客户战略盈利水平有望提升，预计 21H2 公司盈利水平环比提升。

看好箱板纸旺季涨价，龙头公司盈利优势凸显。受海运费高企、美废涨价等因素影响，成品纸进口冲击边际持续减弱，伴随消费旺季即将来临，行业供需优化，看好箱板纸景气上行带动纸价上涨。公司 150 万吨废纸浆产能保证优质纤维供给，固废焚烧自发电节省成本，盈利优势显著。另外，公司产能持续扩张有望贡献业绩增量，目前造纸产能约 600 万吨，2023 年将增至约 800 万吨。

预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.63、0.74、0.87 元，对应 PE 为 5.43、4.60、3.92。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，固废回收体系值得期待，未来有望成为公司核心壁垒。当前公司低估

股票数据

总股本/流通(百万股)	4,616/4,616
总市值/流通(百万元)	15,602/15,602
12 个月最高/最低(元)	4.05/2.99

山鹰国际(600567)《山鹰国际：7 月造纸量价同比持续提升，看好箱瓦纸旺季行情》——2021/08/08

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

值凸显较强安全边际，维持“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	5.43	4.60	3.92

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)						利润表(百万)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	4709	4077	0	0	879	营业收入	23241	24969	30135	33966	38960
应收和预付款项	3191	3840	4280	4824	5533	营业成本	18810	20790	24398	27455	31519
存货	2176	2385	2790	3093	3522	营业税金及附加	194	189	256	238	273
其他流动资产	3733	2986	2439	2612	2837	销售费用	1076	340	482	509	701
流动资产合计	13809	13287	9510	10528	12771	管理费用	1615	1652	2049	2378	2649
长期股权投资	1044	2396	2396	2396	2396	财务费用	441	780	344	335	257
投资性房地产	224	341	341	341	341	资产减值损失	98	45	45	45	45
固定资产	13494	17700	17563	18336	18019	投资收益	-57	-39	-45	-45	-45
在建工程	7069	5285	4785	3785	3285	公允价值变动	-4	-1	0	0	0
无形资产开发支出	1754	1924	1991	2056	2118	营业利润	1570	1786	2516	2961	3470
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	-3	-96	-50	-50	-50
其他非流动资产	27752	30763	30193	30031	29276	利润总额	1567	1690	2466	2911	3420
资产总计	41562	44051	39703	40559	42047	所得税	214	301	395	466	547
短期借款	11642	11681	4638	2334	0	净利润	1353	1389	2071	2445	2873
应付和预收款项	3900	3918	4345	4889	5613	少数股东损益	-10	8	15	17	20
长期借款	4862	4952	4952	4952	4952	归母股东净利润	1363	1381	2057	2428	2853
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	预测指标					
资本公积	4370	4391	4391	4391	4391		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	6658	8039	10096	12524	15377	毛利率	19.06%	16.74%	19.04%	19.17%	19.10%
归母公司股东权益	14411	15596	17653	20081	22934	销售净利率	5.86%	5.53%	6.83%	7.15%	7.32%
少数股东权益	483	1633	1647	1664	1685	销售收入增长率	-4.62%	7.44%	20.69%	12.71%	14.70%
股东权益合计	14894	17229	19300	21745	24618	EBIT 增长率	-61.73%	22.99%	13.79%	15.53%	13.28%
负债和股东权益	42545	45238	40890	41747	43234	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%
现金流量表(百万)						EPS (X)	0.30	0.30	0.63	0.74	0.87
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	PE (X)	12.57	10.07	5.43	4.60	3.92
经营性现金流	1335	1080	4178	3884	4228	PB (X)	0.86	0.64	0.63	0.56	0.49
投资性现金流	-2818	-2771	-745	-1245	-745	PS (X)	0.53	0.40	0.37	0.33	0.29
融资性现金流	2148	1425	-7510	-2639	-2604	EV/EBITDA (X)	9.96	7.98	6.57	5.29	4.10
现金增加额	-69	36	0	0	0						

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。