

信义山证 汇通天下

证券研究报告

轻工/造纸

山鹰国际 (600567.SH)

维持评级

报告原因：公告点评

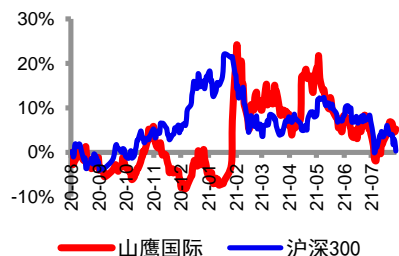
21Q2 盈利能力显著提升，全面覆盖造纸包装全产业链

增持

2021年8月24日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021年8月24日

收盘价(元):	3.40
年内最高/最低(元):	4.22/2.95
流通 A 股/总股本(亿):	46.16/46.16
流通 A 股市值(亿):	157
总市值(亿):	157

基础数据：2021年6月30日

基本每股收益	0.22
摊薄每股收益:	0.19
每股净资产(元):	3.45
净资产收益率:	6.28%

分析师：杨晶晶

执业登记编码：S0760519120001

电话：15011180295

邮箱：yangjingjing@sxzq.com

相关报告：

《【山证轻工】山鹰国际 (600567.SH)：产业链一体化优势显现，云印互联网包装板块表现亮眼》2021-4-30

事件描述

➢ 公司发布 2021 年半年度报告：报告期内，公司实现营业收入 151.99 亿元，同比增长 54.68%；归属于母公司所有者的净利润 10.04 亿元，同比增长 100.40%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 7.09 亿元，同比增长 50.46%。业绩表现超出预期。

事件点评

➢ 2021 上半年，公司造纸板块营收同比翻倍，云印互联网包装板块表现亮眼，GMV 同比增长 160%。报告期内，从主营构成来看，公司造纸板块实现营业收入 111.06 亿元，同比增长 99.06%；商品流通板块实现营业收入 37.02 亿元，同比增长 490.19%；包装板块实现营业收入 32.50 亿元，同比增长 62.33%。其中，公司造纸板块销量 281.19 万吨，同比增长 41.51%；包装板块销量 9.26 亿平米，同比增长 50.86%；海外再生纤维板块贸易量 156.41 万吨，同比下降 15.33%；云印互联网包装板块实现线上交易总额 (GMV) 66.74 亿元，同比增长 160.19%。

➢ 2021Q2，公司营收、归母净利润同比分别增长 40%、96%，大幅超越疫情前表现。2021Q2，公司实现营业收入 83.71 亿元，同比增长 39.73%，相对 2019Q2 增长 40.62%；归母净利润 5.31 亿元，同比增长 96.03%，相对 2019Q2 增长 13.70%；扣非后归母净利润 2.90 亿元，同比增长 40.27%，相对 2019Q2 下滑 37.09%。

➢ 期间费用率显著下降，Q2 毛利率、净利率均实现提升。报告期内，公司毛利率为 14.15% (-2.95pct)，净利率为 6.86% (+1.74pct)，其中 2021Q2 毛利率为 13.53% (+0.29pct)，净利率为 6.64% (+2.07pct)。费用端看，公司期间费用率同比下降 2.01pct 至 10.02%，其中，销售费用率 1.03% (-0.51pct)；管理费用率 6.59% (-0.97pct)，主要系本期人员增加所致；财务费用率 2.41% (-0.52pct)，主要系本期汇兑损失较上期增加所致。

➢ 有序推进区域产能优势布局，全方位构建低成本竞争优势，造纸产能扩张有望带动销量稳步增长。公司以自筹资金继续组织实施浙江山鹰 77 万吨和吉林山鹰一期 30 万吨瓦楞纸及 10 万吨秸秆浆项目，报告期内项目按计划顺利推进，预计 2022 年-2023 年陆续投产。公司广东基地 100 万吨项目按计划建设中，目前已基本完成土建工程，即将进入设备安装阶段，预



地址：

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 7 层
山西证券股份有限公司
<http://www.i618.com.cn>

计 2022 年投产。随着在建项目的完工投产，公司重大产业战略优化布局逐步落地，产能规模进一步扩大。

➤ **产业互联，塑造跨产业链协同业务组合。**公司致力于在前中后端同时打造再生资源、造纸和包装三个生态圈，通过打造云融、云印、云链等服务体系，全面覆盖造纸包装产业链。报告期内，公司云融再生纤维回收平台做大做强国内再生纤维回收体系，已签约平台客户 1663 家，平台交易总量达 150 万吨。云印平台通过整合社会产能，打造包装产业云工厂，为客户提供绿色包装供应链服务。截至 2021 年 6 月，云印互联网包装板块实现线上交易总额（GMV）66.74 亿，覆盖下游包装厂 2 万余家。云印也与隆基、晶科、晶澳以及天合光能等多家头部光伏企业达成绿色包装供应链合作。云链平台致力于构建智慧物流服务。报告期内，山鹰国际与 G7 物联签署合作协议。双方将结合物联网技术和绿色资源综合应用，共同打造面向制造企业的智慧供应链物流平台，实现覆盖包括成品纸、国内废纸、上游原料等山鹰国际供应链链条的运输业务，以及下游包装终端客户物流业务供应链管理全面提升。

投资建议

➤ 预计公司 2021-2023 年实现归母公司净利润为 20.71、25.43、30.41 亿元，同比增长 49.93%、22.79%、19.62%，对应 EPS 为 0.45、0.55、0.66 元，PE 为 7.58、6.17、5.16 倍，维持“增持”评级。

存在风险

➤ 宏观经济增长不及预期；新冠肺炎疫情加剧风险；原材料价格波动风险；产能过剩风险；汇率波动风险；国际贸易政策变化风险等。

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	23,240.95	24,969.15	32,959.28	39,221.54	43,928.13
同比增长	-4.62%	7.44%	32.00%	19.00%	12.00%
归母净利润（百万元）	1,362.18	1,381.10	2,070.74	2,542.57	3,041.41
同比增长	-57.48%	1.39%	49.93%	22.79%	19.62%
每股收益（元）	0.42	0.42	0.45	0.55	0.66
PE	8.17	8.09	7.58	6.17	5.16
PB	0.77	0.72	0.82	0.72	0.64

数据来源：wind、山西证券研究所



利润表	2019	2020	2021E	2022E	2023E	财务指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	23,240.9	24,969.2	32,959.3	39,221.5	43,928.1	成长性					
减:营业成本	18,810.4	20,790.2	27,554.0	32,691.2	36,548.2	营业收入增长率	-4.6%	7.4%	32.0%	19.0%	12.0%
营业税费	194.1	189.0	247.2	302.0	342.6	营业利润增长率	-53.0%	13.8%	39.9%	27.4%	17.6%
销售费用	1,076.5	340.2	379.0	490.3	549.1	净利润增长率	-33.8%	17.8%	19.3%	16.5%	17.3%
管理费用	1,065.9	1,124.7	1,460.1	1,745.4	1,946.0	EBITDA增长率	-43.3%	20.9%	32.0%	20.9%	14.1%
财务费用	440.8	779.8	779.8	779.8	779.8	EBIT增长率	-51.5%	21.5%	27.8%	20.9%	14.1%
资产减值损失	-22.5	0.2	-1.0	-2.0	-3.0	NOPLAT增长率	-57.5%	1.4%	49.9%	22.8%	19.6%
加:公允价值变动收益	-4.5	-1.4	-	-1.0	-2.0	投资资本增长率	17.6%	13.6%	-0.8%	2.3%	-0.3%
投资和汇兑收益	-57.2	-39.5	-41.0	-30.0	-20.0	净资产增长率	10.0%	15.7%	20.5%	12.2%	11.7%
营业利润	1,569.4	1,786.4	2,499.2	3,183.9	3,743.3	利润率					
加:营业外净收支	-3.3	-96.3	20.0	-90.0	-42.4	毛利率	19.1%	16.7%	16.4%	16.7%	16.8%
利润总额	1,566.1	1,690.0	2,519.2	3,093.9	3,700.9	营业利润率	6.8%	7.2%	7.6%	8.1%	8.5%
减:所得税	214.0	300.7	448.4	551.3	659.5	净利润率	5.9%	5.5%	6.3%	6.5%	6.9%
净利润	1,362.2	1,381.1	2,070.7	2,542.6	3,041.4	EBITDA/营业收入	12.7%	14.0%	12.6%	12.4%	12.9%
资产负债表	2019	2020	2021E	2022E	2023E	EBIT/营业收入	8.8%	9.9%	9.9%	10.1%	10.3%
货币资金	4,709.3	4,076.8	-3,878.0	-2,104.3	1,253.6	投资回报率					
交易性金融资产	12.4	-	-	-	-	ROE	9.5%	8.9%	10.8%	11.7%	12.5%
应收帐款	3,347.8	5,372.0	5,199.8	6,187.8	6,930.3	ROA	3.2%	3.1%	5.3%	6.0%	6.6%
应收票据	-	110.4	-	-	-	ROIC	7.0%	7.2%	8.1%	9.9%	11.1%
预付帐款	137.3	263.2	238.7	283.2	316.6	费用率					
存货	2,176.1	2,384.7	3,774.6	4,478.3	5,006.7	销售费用率	4.6%	1.4%	1.2%	1.3%	1.3%
其他流动资产	2,877.1	1,981.5	2,040.9	2,102.1	2,165.2	管理费用率	4.6%	4.5%	4.4%	4.5%	4.4%
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	财务费用率	1.9%	3.1%	2.4%	2.0%	1.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	三费/营业收入	11.1%	9.0%	7.9%	7.7%	7.5%
长期股权投资	1,044.2	2,395.8	2,395.8	2,395.8	2,395.8	运营效率					
投资性房地产	224.1	341.1	341.1	341.1	341.1	固定资产周转天数	204	225	196	170	158
固定资产	13,494.0	17,699.8	18,156.3	18,949.6	19,712.9	流动资产周转天数	204	205	121	89	113
在建工程	7,069.5	5,285.1	4,577.4	3,583.0	2,239.8	应收帐款周转天数	51	63	53	53	56
无形资产	1,754.0	1,924.4	1,842.8	1,761.1	1,679.5	存货周转天数	45	39	40	45	42
其他非流动资产	1,175.8	1,647.7	1,697.2	1,748.1	1,800.5	总资产周转天数	608	634	461	372	362
资产总额	42,544.5	45,436.6	38,908.2	42,199.5	46,147.4	偿债能力					
短期借款	11,641.7	11,681.4	10,839.1	10,839.1	11,250.4	资产负债率	65.0%	62.1%	46.6%	44.8%	43.6%
应付票据	274.5	247.1	326.2	388.1	434.7	负债权益比	185.7%	163.7%	87.4%	81.1%	77.3%
应付账款	3,809.9	3,917.8	4,719.7	5,599.6	6,260.3	流动比率	0.78	0.77	0.47	0.64	0.85
其他流动负债	635.8	975.7	1,024.5	1,075.7	1,129.5	速动比率	0.66	0.64	0.24	0.39	0.58
长期借款	4,862.4	4,951.7	-	-	-	现金流量利息保障倍数	44.64	234.21	-	-	-
其他非流动负债	635.8	975.7	1,024.5	1,075.7	1,129.5	业绩和估值指标					
负债总额	27,651.0	28,207.6	18,146.9	18,895.7	20,117.9	EPS(元)	0.42	0.42	0.45	0.55	0.66
股本	3,274.5	3,285.4	4,615.9	4,615.9	4,615.9	BVPS(元)	4.40	4.75	4.14	4.69	5.29
资本公积与留存收益	6,658.4	8,039.5	10,110.2	12,652.8	15,390.1	PE(X)	8.2	8.1	7.6	6.2	5.2
少数股东权益	482.7	1,632.6	1,632.6	1,632.6	1,632.6	PB(X)	0.8	0.7	0.8	0.7	0.6
股东权益	14,893.5	17,228.9	20,761.3	23,303.8	26,029.5	P/FCF	8.6	-5.4	-1.8	8.8	4.4
现金流量表	2019	2020	2021E	2022E	2023E	P/S	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4
净利润	1,352.1	1,389.3	2,070.7	2,542.6	3,041.4	EV/EBITDA	9.1	7.9	7.1	5.7	4.4
加:折旧和摊销	98.4	-0.2	-	-	-	CAGR(%)	23.4%	29.8%	-15.5%	23.4%	29.8%
资产减值准备	918.1	1,026.4	882.9	882.9	1,161.8	PEG	34.9%	27.1%	-48.8%	26.3%	17.3%
公允价值变动损失	4.5	1.4	-	-1.0	-2.0						
财务费用	460.4	924.5	779.8	779.8	779.8						
投资收益	57.2	39.5	41.0	30.0	20.0						
少数股东损益	-10.0	8.2	-	-	-						
营运资金的变动	-3,733.5	-1,371.8	-101.2	-1,091.4	-606.8						
经营活动产生现金流量	1,334.7	1,170.4	3,673.4	3,143.0	4,394.2						
投资活动产生现金流量	-2,818.1	-2,771.0	-1,177.9	-589.4	-351.9						
融资活动产生现金流量	2,148.5	1,425.3	-9,608.0	-779.8	-1,095.6						

数据来源: wind、山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。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。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

