

山鹰国际(600567)

报告日期: 2021 年 8 月 24 日

Q2 淡季小幅承压, 期待下半年企稳回升 ——山鹰国际点评报告

分析师: 史凡可 执业证书编号: S1230520080008
联系人: 杨舒妍
✉: shifanke@stocke.com.cn

报告导读

公司发布 2021 年中报: 21H1 公司实现收入 151.99 亿元 (+54.68%), 归母净利润 10.04 亿元 (+100.40%), 扣非归母净利润 7.19 亿元 (+50.46%); 21Q2 实现收入 83.71 亿元 (+39.73%), 归母净利润 5.31 亿元 (+96.03%), 扣非归母净利润 2.90 亿元 (+40.27%), 其中政府补助 1.79 亿元、非流动资产处置收益 1.70 亿元。

投资要点

□ 淡季价格稳健, 吨盈利略有压缩

分季度来看, 21Q1/Q2 实现销量 126、155 万吨, 测算吨售价分别为 5416、5397 元/吨, 同比-2.65%/16.89%, 本轮淡季由于原材料价格高位 (Q2 国废/煤炭均价 2225、860 元/吨, 同比+16.17%、64.97%; 美废 11# 报价 300-350 美元/吨, 同比增长 30+%), 价格表现较为坚挺。盈利能力方面, 21Q1/21Q2 吨净利润分别为 376、342 元/吨, 较去年同期增加 42、134 元/吨; 扣非吨净利分别为 340、187 元/吨, 其中 Q2 由于原材料及能源成本高位、高端箱板盈利压缩等因素导致扣非吨盈利表现略有承压, 伴随旺季到来需求转好、成本高位下中小企业持续退出, 吨盈利有望企稳向上。

□ 静待库存消化、需求转好, 期待旺季表现

7 月山鹰实现销量 48.95 万吨 (同比+0.85%、环比-3.89%)、吨售价 3928 元/吨 (同比+14.27%、环比-1.38%), 淡季影响持续。行业均价来看, 目前箱板/瓦楞出厂均价分别为 5137/4248 元/吨, 较 4 月低点上升 7.92%、10.83%; 截止至 7 月末, 箱板纸社会库存 196.4 万吨 (环比+1.4 万吨)、瓦楞纸社会库存 120.7 万吨 (环比+1.3 万吨)。考虑旺季到来需求有望转好, 期待库存逐步去化后的量价表现。

□ 供给格局优化, 看好吨盈利环比向上

从供给侧来看, (1) 进口纸量缩减, 供给缺口显现: 18 年禁废令发布, 国废价格走高下进口成品纸涌入国内, 挤压中小厂份额, 16-20 年箱板纸、瓦楞纸合计进口量为 103/211/322/376/800 万吨; 21 年海外需求环比修复、美废回收难下价格较高、海运费维持高位下进口纸均价逐月上升, 进口量逐月环比走低, 21 年 1-6 月进口量合计 351 万吨, 预期下半年进口量仍将维持缩减态势。(2) 东莞煤改气清退中小产能: 7 月煤改气落地, 中小产能率先退出, 对应近期国废价格 2358 元/吨, 已经较 6 月低点下降 32 元/吨, 有利于供给格局向大厂集中。考虑渠道库存逐步去化、旺季到来需求向好, 判断后期纸价稳中有升, 公司吨盈利有望环比向上。

□ 盈利预测及估值

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)、海外废纸浆布局完善 (21 年再生浆产能预达 150 万吨)、产能有序扩张打开中长期成长空间 (20-22 年造纸产能超 600、700、800 万吨)。预计 21-23 年公司营收 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 7.58X/6.18X/

评级

买入

上次评级 买入
当前价格 ¥3.40

单季度业绩

元/股

2Q/2021 0.12
1Q/2021 0.11
4Q/2020 0.09
3Q/2020 0.10



公司简介

相关报告

- 1 《【浙商轻工】山鹰国际: 回购彰显信心, 底部持续推荐 210804》2021.08.04
- 2 《【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
- 3 《【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
- 4 《【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: 杨舒妍

5.75X，当前估值较低，维持买入评级

□ 风险提示

下游需求不及预期、原材料大幅涨价、提价不及预期

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	11.29	7.58	6.18	5.75

图 1：山鹰国际月度经营数据

板块		Jan-21	Feb-21	Mar-21	Apr-21	May-21	Jun-21	Jul-21
国内造纸	销量(万吨)	52.6	31.31	42.17	50.78	53.4	50.93	48.95
	YOY	190.51%	81.51%	59.20%	61.13%	19.85%	7.99%	0.85%
	均价(元/吨)	3743.91	3994.45	4115.44	3850.42	3890.98	3984.05	3928.98
	YOY	4.54%	8.50%	10.06%	20.85%	26.07%	23.67%	14.27%
	收入(百万元)	1969.30	1250.66	1735.48	1955.24	2077.78	2029.08	1923.24
包装	销量(亿平方米)	1.79	0.92	1.72	1.62	1.75	1.67	1.73
	YOY	105.01%	144.02%	60.67%	42.75%	37.97%	22.75%	25.63%
	均价(元/平方米)	3.34	3.59	3.51	3.5	3.42	3.42	3.6
	YOY	0.13%	8.65%	1.74%	4.92%	6.92%	10.88%	15.53%
	收入	597.86	330.28	603.72	567	598.5	571.14	622.8
造纸+包装总收入		2567.16	1580.94	2339.20	2522.24	2676.28	2600.22	2546.04

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 2：山鹰国际吨净利表现

山鹰纸业	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2019A	2020Q1	2020Q2	2020H1	2020Q3	2020Q4	2020A	2021Q1	2021Q2
归母净利润(亿元)	4.58	4.67	3.99	0.38	13.62	2.30	2.71	5.01	4.82	3.98	13.81	4.74	5.31
归母净利润 YOY	-24.39%	-57.25%	-51.09%	-95.88%	-57.33%	-49.77%	-42.14%	-45.39%	20.79%	960.89%	1.49%	105.79%	96.99%
扣非净利润(亿元)	3.45	4.61	2.74	1.79	12.59	2.71	2.07	4.78	4.32	5.30	14.30	4.29	2.90
扣非净利润 YOY	103	118	122	132	476	69	130	199	151	168	518	126	155
吨净利(元)	445	396	327	28	286	334	209	252	319	237	267	376	342
吨扣非净利(元)	335	390	225	135	265	393	159	240	286	310	276	340	187

注：此吨净利包含包装业务净利润

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	14189	16674	18172	19782
现金	4077	5314	4804	5618
交易性金融资产	0	6	6	4
应收账款	3687	4466	5093	5745
其它应收款	1795	1053	1428	1937
预付账款	263	226	281	336
存货	2385	2931	3697	363
其他	1982	2678	2863	2508
非流动资产	31248	33543	35690	37375
金额资产类	0	66	22	30
长期投资	2396	1495	1645	1845
固定资产	17700	20125	22338	24691
无形资产	1924	2102	2279	2428
在建工程	5285	5227	4973	4099
其他	3942	4528	4433	4282
资产总计	45437	50218	53863	57157
流动负债	18352	19589	20660	21165
短期借款	11681	11681	11681	11681
应付款项	4165	4900	5950	6422
预收账款	0	81	78	63
其他	2506	2927	2951	2999
非流动负债	9856	9515	9558	9630
长期借款	4952	4952	4952	4952
其他	4904	4563	4607	4679
负债合计	28208	29104	30219	30795
少数股东权益	1633	1641	1649	1657
归属母公司股东权	16896	19473	21995	24704
负债和股东权益	46736	50218	53863	57157
现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1170	5123	4000	4972
净利润	1389	2065	2530	2718
折旧摊销	1026	1304	1523	1745
财务费用	780	829	875	968
投资损失	39	39	(30)	(30)
营运资金变动	(1210)	723	(22)	(515)
其它	(855)	163	(876)	87
投资活动现金流	(2771)	(4552)	(3554)	(3172)
资本支出	(2421)	(3587)	(3390)	(3133)
长期投资	(1469)	909	(117)	(225)
其他	1119	(1874)	(48)	186
筹资活动现金流	1425	(545)	(253)	(1937)
短期借款	40	0	0	0
长期借款	89	0	0	0
其他	1296	(545)	(253)	(1937)
现金净增加额	(175)	26	194	(138)

利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	24969	31892	36454	40324
营业成本	20790	26058	29479	32640
营业税金及附加	189	282	301	331
营业费用	340	751	860	942
管理费用	1652	2224	2574	2837
研发费用	590	797	911	1008
财务费用	780	829	875	968
资产减值损失	98	50	62	62
公允价值变动损益	(1)	(1)	(1)	(1)
投资净收益	(39)	(39)	30	30
其他经营收益	655	794	701	717
营业利润	1786	2451	3033	3290
营业外收支	(96)	(34)	(44)	(58)
利润总额	1690	2417	2989	3232
所得税	301	352	459	514
净利润	1389	2065	2530	2718
少数股东损益	8	8	8	8
归属母公司净利润	1381	2057	2522	2709
EBITDA	2708	3740	4532	4997
EPS (最新摊薄)	0.30	0.45	0.55	0.59
主要财务比率				
	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	7.44%	27.73%	14.30%	10.62%
营业利润	13.82%	37.20%	23.73%	8.48%
归属母公司净利润	1.39%	48.91%	22.62%	7.43%
获利能力				
毛利率	16.74%	18.29%	19.13%	19.06%
净利率	5.56%	6.47%	6.94%	6.74%
ROE	7.96%	10.38%	11.27%	10.84%
ROIC	3.92%	5.54%	6.35%	6.38%
偿债能力				
资产负债率	62.08%	57.96%	56.10%	53.88%
净负债比率	63.96%	61.68%	59.36%	58.38%
流动比率	0.77	0.85	0.88	0.93
速动比率	0.64	0.70	0.70	0.76
营运能力				
总资产周转率	0.57	0.67	0.70	0.73
应收帐款周转率	7.53	8.20	7.97	7.71
应付帐款周转率	5.38	6.13	5.81	5.63
每股指标(元)				
每股收益	0.30	0.45	0.55	0.59
每股经营现金	0.26	1.12	0.87	1.08
每股净资产	3.69	4.25	4.80	5.39
估值比率				
P/E	11.29	7.58	6.18	5.75
P/B	0.92	0.81	0.72	0.65
EV/EBITDA	10.99	8.08	6.82	6.08

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