

山鹰国际(600567)

报告日期: 2021 年 9 月 10 日

量价环比向上, 供给格局再优化

——山鹰国际点评报告

分析师: 史凡可
联系人: 傅嘉成
✉ : shifanke@stocke.com.cn

执业证书编号: S1230520080008

报告导读

公司发布 8 月经营数据: 造纸业务 8 月实现销量 52.96 万吨 (同比+13.20%、环比+8.19%), 单价 3964.73 元/吨 (同比+14.21%、环比+0.91%), 对应收入 21.00 亿元; 包装业务销量 1.72 亿平方米 (+19.59%), 均价 3.78 元/平方米 (+21.97%), 对应收入 6.50 亿元。

投资要点

□ 量价环比回升, 旺季效应初显

公司 8 月经营数据来看, 量价均有环比回升, 其中销量环比+4.01 万吨, 价格环比+35.75 元/吨, 旺季效应初步显现; 行业数据来看, 8 月箱板/瓦楞纸均价分别为 5114、4202 元/吨, 环比+5、+124 元/吨, 国废均价 2430 元/吨, 环比+97 元/吨, 原料高位下对应箱板/瓦楞毛利率略有压缩, 分别为 12.89%、10.38%, 环比下滑 0.78pct、0.25pct。当前箱板/瓦楞企业库存分别为 106.7/52.8, 环比-5.7/-2.9 万吨, 社会库存分别为 200.2/123.1, 环比-3.7/+2.4 万吨, 库存消化较为顺利, 期待旺季开启后量价表现持续向上。

□ 供给格局再优化, 看好吨盈利向上

从供给侧来看, (1) 部分纸企宣布长时间停机, 预计减产 30 万吨箱板纸: 广东理文宣布由于废纸短缺和技术升级需要, PM7 (设计产能 43 万吨) 和 PM9 (设计产能 40 万吨) 将从 9 月 9 日起停机至 12 月 31 日, 测算得箱板纸将减产约 26 万吨; 东莞金计划于 9 月 24 日至 10 月 17 日对三台箱板纸机 PM 4、PM 5 和 PM 6 进行改造升级。根据三台纸机的设计产能, 按照停机 24 天计算, 此次停产预计减产超过 4 万吨。(2) 双控、东莞煤改气加速清退中小产能: 8 月国家发改委印发双控晴雨表, 部分地区双控进展仍不及预期, 预期未来双控力度将进一步加大, 叠加 7 月东莞煤改气落地, 中小产能加速出清。(3) 进口纸量缩减: 海外需求环比修复、外废回收难、海运费高位下进口纸均价走高、进口量走低, 21 年 1-7 月箱板/瓦楞纸进口量分别为 233、172 万吨, 预计进口量将持续维持缩减态势。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, 吨盈利表现有望环比向上。

□ 产能有序扩张, 一体化实力突出

公司产业链一体化实力突出, 其中子公司 WPT 补足废纸回收供应链、海外再生浆布局完善 (21 年产能预计达 150 万吨), 原料优势突出。此外, 公司产能扩张有序, 20-22 年造纸产能分别超 600、700、800 万吨, 中期成长动力充足。我们预计 21-23 年预计 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 8.54X、6.96X、6.48X, 维持买入评级。

□ 风险提示

原材料上涨、纸价提涨不及预期、下游需求不及预期

评级

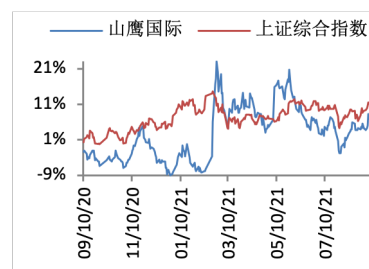
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥ 3.83

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: Q2 淡季小幅承压, 期待下半年企稳回升 210824》2021.08.25
- 2 《【浙商轻工】山鹰国际: 回购彰显信心, 底部持续推荐 210804》2021.08.04
- 3 《【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
- 4 《【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

报告撰写人: 史凡可

联系人: 傅嘉成

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	12.71	8.54	6.96	6.48

图 1：月度经营数据

板块		Jan-21	Feb-21	Mar-21	Apr-21	May-21	Jun-21	Jul-21	Aug-21
国内造纸	销量(万吨)	52.6	31.31	42.17	50.78	53.4	50.93	48.95	52.96
	YOY	190.51%	81.51%	59.20%	61.13%	19.85%	7.99%	0.85%	13.20%
	均价(元/吨)	3743.91	3994.45	4115.44	3850.42	3890.98	3984.05	3928.98	3964.73
	YOY	4.54%	8.50%	10.06%	20.85%	26.07%	23.67%	14.27%	14.21%
	收入(百万元)	1969.30	1250.66	1735.48	1955.24	2077.78	2029.08	1923.24	2099.72
包装	销量(亿平方米)	1.79	0.92	1.72	1.62	1.75	1.67	1.73	1.72
	均价(元/平方米)	3.34	3.59	3.51	3.5	3.42	3.42	3.6	3.78
	收入	597.86	330.28	603.72	567	598.5	571.14	622.8	650.16
	造纸+包装总收入	2567.16	1580.94	2339.20	2522.24	2676.28	2600.22	2546.04	2749.88

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	16491	17806	19232
现金	4077	5131	4437	5068
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	3634
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	50034	53496	56607
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	19290	21628	24154
负债和股东权益	46736	50034	53496	56607
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%	10.42%	11.41%	11.04%
ROIC	3.92%	5.57%	6.41%	6.46%
偿债能力				
资产负债率	62.08%	58.17%	56.49%	54.40%
净负债比率	63.96%	61.68%	59.36%	58.38%
流动比率	0.77	0.84	0.86	0.91
速动比率	0.64	0.69	0.68	0.74
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	4.21	4.72	5.27
估值比率				
P/E	12.71	8.54	6.96	6.48
P/B	1.04	0.91	0.81	0.73
EV/EBITDA	10.99	8.60	7.26	6.47

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