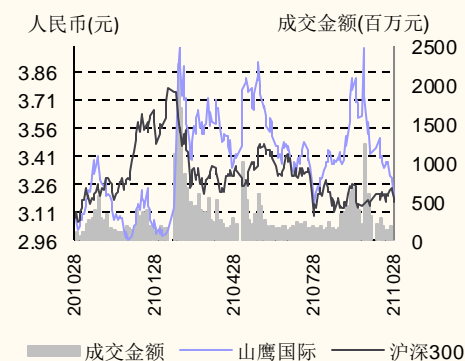


市场价格 (人民币): 3.22 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	46.16
已上市流通 A 股(亿股)	46.16
总市值(亿元)	148.64
年内股价最高最低(元)	4.00/2.96
沪深 300 指数	4864
上证指数	3518



相关报告

1. 《业绩符合预期，期待旺季景气度上行-山鹰国际点评》，2021.8.25
2. 《5月需求回暖，期待去库结束的信号-山鹰国际-5月经营数据点评》，2021.6.6
3. 《盈利的底&估值底，动力充足，蓄势腾飞-山鹰国际首次覆盖报告》，2021.5.3

姜浩

分析师 SAC 执业编号: S1130520040003
jianghao@gjzq.com.cn

yinxinyue@gjzq.com.cn

3Q 业绩承压，提价有望驱动 4Q 业绩释放

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	23,241	24,969	32,657	35,104	40,072
营业收入增长率	-4.62%	7.44%	30.79%	7.49%	14.15%
归母净利润(百万元)	1,362	1,381	1,911	2,250	2,587
归母净利润增长率	-57.48%	1.39%	38.40%	17.70%	15.00%
摊薄每股收益(元)	0.297	0.301	0.414	0.487	0.560
每股经营性现金流净额	0.26	0.24	1.32	1.35	1.57
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.45%	8.86%	11.00%	11.60%	11.91%
P/E	12.69	10.05	7.78	6.61	5.75
P/B	1.20	0.89	0.86	0.77	0.68

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 10月28日公司发布三季报，3Q 实现营收 88.6 亿元，同比+22.8%，实现归母净利润 3 亿元，同比-37.2%，前三季度实现营收 240.5 亿元，同比+41.2%，归母净利润 13.1 亿元，同比+32.9%，业绩略低于预期。

经营分析

- 3Q 量价齐升。**受益于华中产能爬坡，行业部分纸机检修、停产短期优化供给格局，3Q 机制纸、包装业务量价齐升。1) 原纸: 3Q 国内销量 152 万吨，同比+6%；均价 3966 元/吨，同比+470 元/吨，环比+57 元/吨。2) 包装: 3Q 销量 5.23 亿平方米，同比+23%，均价+16.9%。
- 成本上行导致盈利能力承压，费用管控优化。**3Q 毛利率 9.6%，同比-7pct，环比-3.9pct。主要原因如下：1) 海内外废纸价格上行，其中 3Q 国内废黄板纸均价同比+620 元/吨，环比+170 元/吨；2) 能耗成本上行。净利率率同比+1.5pct 至 6.6%，其中销售/管理&研发/财务费用率同比-0.42/+0.19/-1.5pct 至 0.9%/6.3%/1.6%。
- 限产预期下看好提价落实，进口压力减弱，4Q 有望好转。**当前箱板纸/瓦楞纸/国废吨均价较 9 月底+410/+530/+80 元，9 月起公司多次发布涨价函，纸企库存处于历史平均水平，限电、停机加剧供需偏紧预期，看好后续涨价落实，转嫁上游原料及能耗成本压力。此外，进口压力逐步释放，21 年前 9 月箱板/瓦楞纸进口量 298/225 万吨，同比+14.5/-53 万吨，其中 9 月进口同比-5.8/-16.7 万吨，预计在海外需求回暖&海外废纸原料成本双高压制下，进口量同比有望继续缩减。
- 中期产能有序扩张提升市场地位，回购彰显长期发展信心。**公司积极开拓造纸产能，预计 22、23 年造纸产能超 700、800 万吨。长期角度，待公司箱瓦纸区域布局完成，有望聚焦上游资源的掌控，以及包装业务的做大做强。根据公司公告，将转让云印公司股权，交易完成后对云印持股比例由 68.7% 降至 45%，云印出表后有望减少对公司业绩拖累。公司前期发布回购公告，截至 9 月 30 日已累计回购 592 万股，支付金额 2000 万元。

盈利调整和投资建议

- 结合箱板纸价格走势及未来行业供需格局的判断，我们下调 2021-2023 年公司的 EPS 分别至 0.41、0.49 和 0.56 元，下调幅度 12.4%/9%/5%。当前股价对应 PE 为 8、7、6 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 下游需求不及预期的风险；行业过度扩产的风险；股权质押比例高的风险；商誉减值风险

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	24,367	23,241	24,969	32,657	35,104	40,072	货币资金	3,522	4,709	4,077	4,374	4,351	4,974
增长率		-4.6%	7.4%	30.8%	7.5%	14.2%	应收款项	3,819	3,849	6,384	6,715	7,211	7,683
主营业务成本	-18,749	-18,810	-20,790	-27,333	-29,192	-33,275	存货	2,475	2,176	2,385	3,114	3,315	3,771
%销售收入	76.9%	80.9%	83.3%	83.7%	83.2%	83.0%	其他流动资产	2,217	3,576	1,343	1,305	1,304	1,333
毛利	5,617	4,431	4,179	5,324	5,912	6,797	流动资产	12,034	14,310	14,189	15,507	16,182	17,761
%销售收入	23.1%	19.1%	16.7%	16.3%	16.8%	17.0%	%总资产	33.5%	33.6%	31.2%	31.3%	31.5%	34.0%
营业税金及附加	-258	-194	-189	-278	-316	-361	长期投资	2,210	1,884	3,225	3,692	3,877	4,162
%销售收入	1.1%	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	16,402	20,563	22,985	25,730	26,506	25,458
销售费用	-965	-1,076	-340	-503	-541	-617	%总资产	45.7%	48.3%	50.6%	52.0%	51.5%	48.7%
%销售收入	4.0%	4.6%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%	无形资产	4,796	5,227	3,878	3,894	4,235	4,279
管理费用	-857	-1,066	-1,125	-1,372	-1,474	-1,683	非流动资产	23,873	28,234	31,248	33,965	35,257	34,539
%销售收入	3.5%	4.6%	4.5%	4.2%	4.2%	4.2%	%总资产	66.5%	66.4%	68.8%	68.7%	68.5%	66.0%
研发费用	-591	-549	-528	-718	-772	-882	资产总计	35,906	42,545	45,437	49,473	51,439	52,301
%销售收入	2.4%	2.4%	2.1%	2.2%	2.2%	2.2%	短期借款	10,553	12,827	13,091	14,936	14,520	12,176
息税前利润 (EBIT)	2,946	1,545	1,997	2,453	2,809	3,255	应付款项	3,061	4,713	4,506	4,751	5,074	5,784
%销售收入	12.1%	6.6%	8.0%	7.5%	8.0%	8.1%	其他流动负债	1,501	857	755	1,149	1,173	1,330
财务费用	-738	-441	-780	-782	-867	-840	流动负债	15,114	18,398	18,352	20,837	20,768	19,290
%销售收入	3.0%	1.9%	3.1%	2.4%	2.5%	2.1%	长期贷款	3,645	4,862	4,952	4,952	4,952	4,952
资产减值损失	95	98	45	-185	51	-39	其他长期负债	3,612	4,391	4,904	4,668	4,668	4,668
公允价值变动收益	0	-4	-1	0	0	0	负债	22,371	27,651	28,208	30,456	30,388	28,910
投资收益	-8	-57	-39	123	130	140	普通股股东权益	13,181	14,411	15,596	17,373	19,398	21,727
%税前利润	n.a	n.a	n.a	5.5%	4.9%	4.6%	其中：股本	3,274	3,274	3,285	3,306	3,306	3,306
营业利润	3,339	1,569	1,786	2,235	2,628	3,020	未分配利润	5,016	6,309	7,640	9,360	11,385	13,714
营业利润率	13.7%	6.8%	7.2%	6.8%	7.5%	7.5%	少数股东权益	354	483	1,633	1,643	1,653	1,664
营业外收支	577	-3	-96	0	0	0	负债股东权益合计	35,906	42,545	45,437	49,473	51,439	52,301
税前利润	3,916	1,566	1,690	2,235	2,628	3,020	比率分析						
利润率	16.1%	6.7%	6.8%	6.8%	7.5%	7.5%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-480	-214	-301	-313	-368	-423	每股指标						
所得税率	12.2%	13.7%	17.8%	14.0%	14.0%	14.0%	每股收益	0.701	0.297	0.301	0.414	0.487	0.560
净利润	3,437	1,352	1,389	1,922	2,260	2,598	每股净资产	2.884	3.143	3.394	3.764	4.202	4.707
少数股东损益	233	-10	8	10	10	10	每股经营现金净流	0.711	0.265	0.245	1.316	1.347	1.571
归属于母公司的净利润	3,204	1,362	1,381	1,911	2,250	2,587	每股股利	0.133	0.000	0.040	0.058	0.068	0.078
净利率	13.1%	5.9%	5.5%	5.9%	6.4%	6.5%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	24.31%	9.45%	8.86%	11.00%	11.60%	11.91%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	8.92%	3.20%	3.04%	3.86%	4.37%	4.95%
净利润	3,437	1,352	1,389	1,922	2,260	2,598	投入资本收益率	8.30%	3.62%	4.15%	4.87%	5.38%	6.23%
少数股东损益	233	-10	8	10	10	10	增长率						
非现金支出	764	896	1,027	1,544	1,532	1,750	主营业务收入增长率	39.48%	-4.62%	7.44%	30.79%	7.49%	14.15%
非经营收益	885	468	758	1,174	1,034	958	EBIT增长率	16.35%	-47.56%	29.32%	22.82%	14.49%	15.87%
营运资金变动	-1,838	-1,502	-2,048	-288	-374	-114	净利润增长率	59.04%	-57.48%	1.39%	38.40%	17.70%	15.00%
经营活动现金净流	3,248	1,214	1,126	4,351	4,453	5,192	总资产增长率	33.33%	18.49%	6.80%	8.88%	3.97%	1.67%
资本开支	-1,678	-3,067	-3,382	-3,729	-2,595	-703	资产管理能力						
投资	-2,081	-137	423	-800	-200	-300	应收账款周转天数	38.6	47.1	48.5	47.0	52.0	52.0
其他	-67	386	188	256	130	140	存货周转天数	46.8	45.1	40.0	42.0	42.0	42.0
投资活动现金净流	-3,827	-2,818	-2,771	-4,272	-2,665	-863	应付账款周转天数	45.5	61.8	67.8	53.0	53.0	53.0
股权募资	128	56	41	57	0	0	固定资产周转天数	192.3	211.9	258.7	236.3	224.8	198.3
债权募资	6,450	4,260	2,261	1,482	-416	-2,344	偿债能力						
其他	-5,782	-2,236	-841	-1,321	-1,394	-1,362	净负债/股东权益	100.75%	112.28%	103.86%	102.24%	90.49%	68.75%
筹资活动现金净流	796	2,080	1,461	218	-1,810	-3,706	EBIT利息保障倍数	4.0	3.5	2.6	3.1	3.2	3.9
现金净流量	217	475	-184	297	-22	623	资产负债率	62.30%	64.99%	62.08%	61.56%	59.07%	55.28%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	10	32	58
增持	0	1	2	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.33	1.17	1.09	1.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-05-03	买入	3.44	5.58 ~ 5.58
2	2021-06-06	买入	3.61	N/A
3	2021-08-25	买入	3.40	N/A

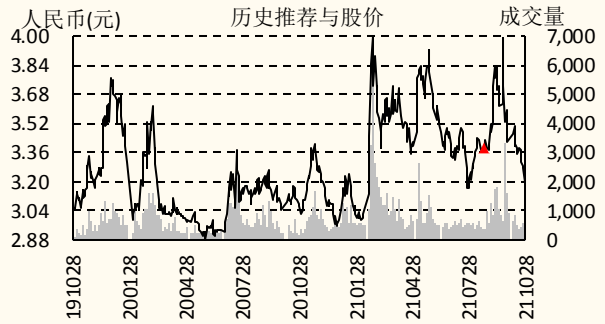
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
- 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
- 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402