开源证券

轻工制造/造纸

山鹰国际（600567.SH） 2021Q3 短期业绩承压，行业供给端格局向好

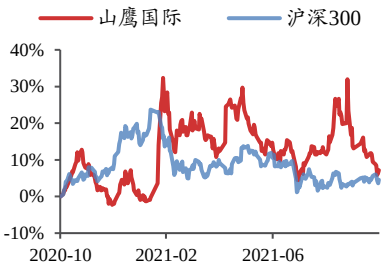
2021 年 10 月 31 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2021/10/29
当前股价(元)	3.24
一年最高最低(元)	4.27/2.98
总市值(亿元)	149.56
流通市值(亿元)	149.56
总股本(亿股)	46.16
流通股本(亿股)	46.16
近 3 个月换手率(%)	97.05

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-2021H1 业绩符合预期，上游原料布局提升头部优势》-2021.8.24

《公司首次覆盖报告-产业链延伸打造龙头优势，格局向好助力业绩增长》-2021.7.15

吕明（分析师）
lvming@kysec.cn
证书编号：S0790520030002

王宇俊（联系人）
wangyujun@kysec.cn
证书编号：S0790120080064

● 2021Q3 收入符合预期，利润承压，维持“买入”评级

公司 2021Q1-Q3 营业收入 240.54 亿元（同比+41.19%），归母净利润 13.07 亿元（同比+32.92%），2021Q3 单季度营业收入 88.55 亿元（同比+22.80%，环比+5.78%），归母净利润 3.03 亿元（同比-37.24%，环比-42.98%）。Q3 净利润短期承压，主要由于能源价格上涨，废纸价格处于高位，我们下调盈利预测，预计 2021-2023 年公司归母净利润为 18.81/23.47/25.68 亿元（原为 20.12/23.76/26.67 亿元），对应 EPS 为 0.41 /0.51 /0.56 元，当前股价对应 PE 为 8.0 /6.4 /5.8 倍，随着行业供给收紧，包装纸旺季来临看好纸价走强，维持“买入”评级。

● 受益于新产能逐步释放、行业格局优化，Q3 造纸业务收入增长稳健

受益于新产能爬坡、行业格局优化，公司机制纸量价齐升，2021 年 Q1-Q3 国内原纸销量 433.31 万吨（同比+31.34%），均价 3,934.85 元/吨（同比+15.77%），Q3 单季度原纸销量 152.11 万吨（同比+5.03%），均价 3965.35 元/吨（同比+13.95%）。

● 废纸、能源价格上涨挤占利润空间，旺季来临消费端向好有望迎来盈利拐点

2021Q1-Q3 公司整体毛利率为 12.48%（同比-4.41 pcts），2021Q3 单季度毛利率为 9.61%（同比-6.99 pcts，环比-3.91pcts），Q3 废纸、能源价格持续走高，挤占利润空间，随着 9 月份纸厂开始响应双控政策限电限产供给端趋向偏紧，“双十一”消费旺季来临，包装纸需求端向好，Q4 纸价有望持续走高。2021Q1-Q3 公司净利率为 5.43%（同比-0.34 pcts），2021Q3 单季度净利率为 3.42%（同比-3.27 pcts，环比-2.92pcts）。2021Q1-Q3 公司期间费用率为 9.56%（同比-1.84pcts），销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 0.99%（同比-0.47pcts）/6.48%（同比-0.47pcts）/ 2.41%（同比+ 0.41%）/2.09%（-0.90pcts）。

● 营运能力提升，经营性现金流水平表现优秀

2021Q1-Q3 公司经营性现金流净额为 16.89 亿元（同比+20.99%），应收账款周转天数 46.81 天（同比-6.49 天），存货周转天数 42.45 天（同比-6.88 天）。

● 风险提示：原材料价格波动，需求不及预期，纸价下跌，产能不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	23,241	24,969	32,909	37,921	42,021
YOY(%)	-4.6	7.4	31.8	15.2	10.8
归母净利润(百万元)	1,362	1,381	1,881	2,347	2,568
YOY(%)	-57.5	1.4	36.2	24.8	9.4
毛利率(%)	19.1	16.7	15.8	16.3	16.5
净利率(%)	5.9	5.5	5.7	6.2	6.1
ROE(%)	9.1	8.1	10.1	11.3	10.9
EPS(摊薄/元)	0.30	0.30	0.41	0.51	0.56
P/E(倍)	11.0	10.8	8.0	6.4	5.8
P/B(倍)	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	14310	14189	14610	15746	17556
现金	4709	4077	2514	2897	3210
应收票据及应收账款	3054	3687	5198	5041	6305
其他应收款	294	1795	958	2214	1301
预付账款	137	263	265	344	330
存货	2176	2385	3694	3269	4428
其他流动资产	3940	1982	1982	1982	1982
非流动资产	28234	31248	38337	42625	45977
长期投资	1044	2396	3755	5117	6482
固定资产	13494	17700	23037	25990	28092
无形资产	1754	1924	2038	2187	2329
其他非流动资产	11942	9228	9507	9331	9075
资产总计	42545	45437	52948	58371	63533
流动负债	18398	18352	23242	27877	32329
短期借款	11642	11681	12487	18543	19784
应付票据及应付账款	4084	4165	6830	5764	8158
其他流动负债	2672	2506	3924	3570	4387
非流动负债	9253	9856	9363	7953	6168
长期借款	8618	8880	8388	6977	5192
其他非流动负债	636	976	976	976	976
负债合计	27651	28208	32605	35831	38497
少数股东权益	483	1633	1666	1716	1739
股本	3274	3285	4616	4616	4616
资本公积	4370	4391	4391	4391	4391
留存收益	6658	8039	9805	12099	14551
归属母公司股东权益	14411	15596	18677	20824	23297
负债和股东权益	42545	45437	52948	58371	63533

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1335	1170	5308	2385	6732
净利润	1352	1389	1914	2397	2592
折旧摊销	918	1026	1255	1570	1809
财务费用	441	780	692	727	693
投资损失	57	39	33	34	41
营运资金变动	-1502	-2093	1412	-2344	1594
其他经营现金流	68	29	2	2	2
投资活动现金流	-2818	-2771	-8379	-5893	-5205
资本支出	3073	3476	5731	2926	1987
长期投资	3	-928	-1359	-1360	-1366
其他投资现金流	259	-223	-4008	-4327	-4584
筹资活动现金流	2148	1425	702	-2165	-2454
短期借款	2447	40	0	0	0
长期借款	2004	262	-492	-1410	-1785
普通股增加	0	11	1331	0	0
资本公积增加	0	21	0	0	0
其他筹资现金流	-2304	1092	-136	-755	-669
现金净增加额	596	-140	-2369	-5673	-928

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	23241	24969	32909	37921	42021
营业成本	18810	20790	27710	31740	35087
营业税金及附加	194	189	263	303	336
营业费用	1076	340	329	455	546
管理费用	1066	1125	1152	1289	1471
研发费用	549	528	625	721	840
财务费用	441	780	692	727	693
资产减值损失	-23	0	0	0	0
其他收益	625	626	0	0	0
公允价值变动收益	-4	-1	-2	-2	-2
投资净收益	-57	-39	-33	-34	-41
资产处置收益	0	29	0	0	0
营业利润	1569	1786	2103	2650	3003
营业外收入	16	18	161	199	98
营业外支出	19	114	57	53	61
利润总额	1566	1690	2207	2795	3041
所得税	214	301	293	398	448
净利润	1352	1389	1914	2397	2592
少数股东损益	-10	8	33	50	24
归母净利润	1362	1381	1881	2347	2568
EBITDA	3617	3888	4381	5478	6120
EPS(元)	0.30	0.30	0.41	0.51	0.56

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	-4.6	7.4	31.8	15.2	10.8
营业利润(%)	-53.0	13.8	17.7	26.0	13.3
归属于母公司净利润(%)	-57.5	1.4	36.2	24.8	9.4
获利能力					
毛利率(%)	19.1	16.7	15.8	16.3	16.5
净利率(%)	5.9	5.5	5.7	6.2	6.1
ROE(%)	9.1	8.1	10.1	11.3	10.9
ROIC(%)	6.5	6.2	6.6	7.0	7.4
偿债能力					
资产负债率(%)	65.0	62.1	61.6	61.4	60.6
净负债比率(%)	113.4	107.5	110.9	120.3	104.6
流动比率	0.8	0.8	0.6	0.6	0.5
速动比率	0.4	0.5	0.4	0.4	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	7.2	7.4	7.4	7.4	7.4
应付账款周转率	5.5	5.0	5.0	5.0	5.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.30	0.41	0.51	0.56
每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	0.25	1.15	0.52	1.46
每股净资产(最新摊薄)	3.02	3.27	3.65	4.12	4.65
估值比率					
P/E	11.0	10.8	8.0	6.4	5.8
P/B	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	8.9	9.0	8.6	7.7	6.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上;
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%;
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动;
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现;
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平;
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn