

山鹰国际 (600567.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 3.04 元

4Q 业绩回落, 静待旺季盈利改善

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)	140.33
年内股价最高最低(元)	3.99/2.87
沪深 300 指数	4189
上证指数	3211



公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	24,969	33,033	36,263	40,115	44,136
营业收入增长率	7.44%	32.29%	9.78%	10.62%	10.02%
归母净利润(百万元)	1,381	1,516	1,781	1,984	2,207
归母净利润增长率	1.39%	9.74%	17.52%	11.40%	11.25%
摊薄每股收益(元)	0.301	0.328	0.386	0.430	0.478
每股经营性现金流净额	0.24	0.42	1.38	1.16	1.24
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.86%	9.18%	9.91%	10.11%	10.27%
P/E	10.05	10.02	7.88	7.07	6.36
P/B	0.89	0.92	0.78	0.72	0.65

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- **事件 1:** 4 月 15 日公司发布年报, 2021 年公司实现营收 330.3 亿元, 同比+32.3%, 归母净利润 15.2 亿元, 同比+9.7%; 其中 4Q 实现营收 89.8 亿元, 同比+13.2%, 实现归母净利润 2.1 亿元, 同比-47.5%, 业绩低于市场预期。
- **事件 2:** 4 月 15 日公司发布公告, 拟投资建设安徽宿州造纸项目, 一期规划 70 万吨/年热磨纤维及 180 万吨/年包装纸产能, 总投资约 114 亿元。

经营分析

- **需求疲软+产业链去库影响, 4Q 箱板纸出货量同比/环比收窄, 包装成长性较优。** 1) 原纸: 21A 原纸销量 582 万吨 (+12.5%), 均价 3644 元/吨; 其中 4Q 销量 149 万吨 (同比-9%, 环比-2%), 均价 4274 元/吨 (同比+18%, 环比+7.8%)。2) 包装: 21A 包装纸箱销量 20.2 万平方米 (+37.6%), 均价 3.6 元/平方米 (+12.7%), 其中 4Q 销量 5.7 亿平方米 (+33.8%), 均价 3.87 元/平方米 (+18.1%)。
- **原材料&能源成本上行导致盈利能力承压, 费用管控优化。** 21A 毛利率 12.2% (-4.6pct), 其中 4Q 毛利率 11.4% (同比-5pct, 环比+1.8pct)。主要原因如下: 1) 海内外废纸价格上行, 其中 4Q 国内废黄板纸均价同比+355 元/吨, 环比+40 元/吨, 下游需求疲软导致成本传导不畅; 2) 能耗成本上行。21A 销售/管理&研发/财务费用率同比 -0.3/+0.14/-1.22pct 至 1.1%/6.8%/2.1%, 其中 4Q 分别同比 +0.11/1.59/-1.22pct 至 1.3%/7.5%/2.2%, 4Q 净利率 2.3%(同比-2.9pct)。
- **短期静待需求改善, 中期产能有序扩张巩固市场地位。** 短期箱瓦纸行业进入淡季, 纸价窄幅下行, 当前箱板/瓦楞/国废吨均价较 12 月底-30/-70/-16 元, 但进口压力缓解带动供需改善, 静待旺季到来带来吨盈利修复。中期角度, 公司积极开拓造纸产能, 广东 100 万吨、浙江 77 万吨造纸项目预计于 2022 年陆续投产。公司新公布的安徽宿州百万吨浆纸项目已取得环评批复, 第一阶段投放 90 万吨瓦楞纸产能, 有望进一步优化产品组合, 提升市场粘性。

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 22-23 年 EPS 分别至 0.39、0.43 元, 下调幅度 21%/23%, 预计 24 年 EPS 为 0.48 元, 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

相关报告

1. 《3Q 业绩承压, 提价有望驱动 4Q 业绩释放-山鹰国际点评》, 2021.10.29
2. 《业绩符合预期, 期待旺季景气度上行-山鹰国际点评》, 2021.8.25
3. 《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
4. 《盈利底&估值底, 动力充足, 蓄势腾飞-山鹰国际首次覆盖报告》, 2021.5.3

尹新悦 联系人
yinxinyue@gjzq.com.cn

xieliyuan@gjzq.com.cn

13

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	23,241	24,969	33,033	36,263	40,115	44,136
增长率		7.4%	32.3%	9.8%	10.6%	10.0%
主营业务成本	-18,810	-20,790	-29,006	-31,502	-34,821	-38,228
%销售收入	80.9%	83.3%	87.8%	86.9%	86.8%	86.6%
毛利	4,431	4,179	4,027	4,760	5,294	5,908
%销售收入	19.1%	16.7%	12.2%	13.1%	13.2%	13.4%
营业税金及附加	-194	-189	-312	-308	-361	-397
%销售收入	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-1,076	-340	-352	-399	-441	-485
%销售收入	4.6%	1.4%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
管理费用	-1,066	-1,125	-1,362	-1,487	-1,605	-1,765
%销售收入	4.6%	4.5%	4.1%	4.1%	4.0%	4.0%
研发费用	-549	-528	-870	-798	-883	-971
%销售收入	2.4%	2.1%	2.6%	2.2%	2.2%	2.2%
息税前利润 (EBIT)	1,545	1,997	1,130	1,769	2,005	2,289
%销售收入	6.6%	8.0%	3.4%	4.9%	5.0%	5.2%
财务费用	-441	-780	-698	-627	-672	-714
%销售收入	1.9%	3.1%	2.1%	1.7%	1.7%	1.6%
资产减值损失	0	0	0	-58	-34	-33
公允价值变动收益	-4	-1	-1	0	0	0
投资收益	-57	-39	14	20	20	20
%税前利润	n.a	n.a	0.9%	1.0%	0.9%	0.8%
营业利润	1,569	1,786	1,653	1,929	2,145	2,388
营业利润率	6.8%	7.2%	5.0%	5.3%	5.3%	5.4%
营业外收支	-3	-96	-3	5	5	5
税前利润	1,566	1,690	1,650	1,934	2,150	2,393
利润率	6.7%	6.8%	5.0%	5.3%	5.4%	5.4%
所得税	-214	-301	-97	-116	-129	-144
所得税率	13.7%	17.8%	5.9%	6.0%	6.0%	6.0%
净利润	1,352	1,389	1,554	1,818	2,021	2,249
少数股东损益	-10	8	38	36	36	42
归属于母公司的净利润	1,362	1,381	1,516	1,781	1,984	2,207
净利率	5.9%	5.5%	4.6%	4.9%	4.9%	5.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,352	1,389	1,554	1,818	2,021	2,249
少数股东损益	-10	8	38	36	36	42
非现金支出	93	1,026	1,265	1,421	1,507	1,597
非经营收益	468	758	720	1,008	937	932
营运资金变动	-1,502	-2,048	-1,617	309	-644	-672
经营活动现金净流	411	1,125	1,921	4,556	3,821	4,107
资本开支	-3,067	-3,382	-4,437	740	-4,180	-678
投资	-137	423	-4	-350	-50	-50
其他	386	188	1,769	20	20	20
投资活动现金净流	-2,818	-2,771	-2,672	410	-4,210	-708
股权募资	56	41	57	0	0	0
债权募资	4,260	2,261	2,089	-2,869	1,849	-2,002
其他	-2,236	-841	-2,169	-1,307	-1,317	-1,313
筹资活动现金净流	2,080	1,461	-23	-4,176	532	-3,315
现金净流量	-328	-185	-773	790	142	84

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	4,709	4,077	3,890	4,656	4,780	4,852
应收款项	3,849	6,384	6,363	7,006	7,750	8,527
存货	2,176	2,385	3,809	3,418	3,861	4,333
其他流动资产	3,576	1,343	1,671	1,449	1,485	1,523
流动资产	14,310	14,189	15,734	16,528	17,877	19,235
%总资产	33.6%	31.2%	30.3%	32.5%	32.6%	34.7%
长期投资	1,884	3,225	3,156	3,306	3,341	3,376
固定资产	20,563	22,985	27,173	25,383	27,886	27,000
%总资产	48.3%	50.6%	52.3%	50.0%	50.8%	48.7%
无形资产	5,227	3,878	4,156	4,201	4,442	4,478
非流动资产	28,234	31,248	36,261	34,268	37,040	36,219
%总资产	66.4%	68.8%	69.7%	67.5%	67.4%	65.3%
资产总计	42,545	45,437	51,994	50,797	54,917	55,454
短期借款	12,827	13,091	16,864	14,665	16,514	14,512
应付款项	4,713	4,506	4,685	5,402	5,971	6,555
其他流动负债	857	755	1,010	521	531	580
流动负债	18,398	18,352	22,559	20,588	23,016	21,647
长期贷款	4,862	4,952	5,590	5,590	5,590	5,590
其他长期负债	4,391	4,904	5,547	4,833	4,836	4,823
负债	27,651	28,208	33,696	31,011	33,441	32,059
普通股股东权益	14,411	15,596	16,517	17,968	19,622	21,499
其中：股本	3,274	3,285	3,306	3,306	3,306	3,306
未分配利润	6,309	7,640	8,927	10,378	12,032	13,908
少数股东权益	483	1,633	1,782	1,818	1,854	1,896
负债股东权益合计	42,545	45,437	51,994	50,797	54,917	55,454

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.297	0.301	0.328	0.386	0.430	0.478
每股净资产	3.143	3.394	3.578	3.892	4.251	4.657
每股经营现金净流	0.090	0.245	0.416	1.378	1.156	1.242
每股股利	0.133	0.000	0.110	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	9.45%	8.86%	9.18%	9.91%	10.11%	10.27%
总资产收益率	3.20%	3.04%	2.92%	3.51%	3.61%	3.98%
投入资本收益率	3.62%	4.15%	2.35%	3.73%	3.92%	4.49%
增长率						
主营业务收入增长率	-4.62%	7.44%	32.29%	9.78%	10.62%	10.02%
EBIT增长率	-47.56%	29.32%	-43.41%	56.46%	13.37%	14.18%
净利润增长率	-57.48%	1.39%	9.74%	17.52%	11.40%	11.25%
总资产增长率	18.49%	6.80%	14.43%	-2.30%	8.11%	0.98%
资产管理能力						
应收账款周转天数	47.1	48.5	47.9	48.0	48.0	48.0
存货周转天数	45.1	40.0	39.0	40.0	41.0	42.0
应付账款周转天数	61.8	67.8	48.9	53.0	53.0	53.0
固定资产周转天数	211.9	258.7	245.4	235.7	213.1	196.3
偿债能力						
净负债/股东权益	112.28%	103.86%	123.97%	99.67%	99.86%	82.81%
EBIT利息保障倍数	3.5	2.6	1.6	2.8	3.0	3.2
资产负债率	64.99%	62.08%	64.81%	61.05%	60.89%	57.81%

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	1	1	4	5	24
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	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
4	2021-10-29	买入	3.22	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

事件:4 月 15 日公司发布年报，2021 年公司实现营收 320 亿元，同比+48.2%，归母净利润 29.6 亿元，同比+51.4%；其中 4Q 实现营收 82.8 亿元，同比+39.2%，实现归母净利润 1.9 亿元，同比-67%。

经营分析：文化纸受制于需求疲软+成本压力承压，内地高端箱板纸&溶解浆支撑 2H 盈利。4Q 净利率承压，全年费用率管控良好。推进南宁 525 万吨林浆纸一体化项目，中长期成长逻辑通畅。

盈利预测和投资建议：我们保持 22-23 年盈利预测不变，预计 EPS 分别为 1.18/1.24 元，预计 24 年 EPS 为 1.35 元，当前股价对应 2022-2024 年 PE 分别为 10/10/9X，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期导致纸品涨价不及预期的风险；新增产能投放进度不达预期的风险；公司费用率控制不力的风险。

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