

山鹰国际 (600567.SH)

强烈推荐-A (维持)

提价逐步落地驱动盈利修复，加速推进产业链一体化

事件：公司发布 2021 年度报告，实现营收 330.33 亿元，同比增长 32.29%；归母净利润 15.16 亿元，同比增加 9.74%，扣非净利同比减少 16.10%。

- **原纸新增产能爬坡顺利，驱动业绩稳健增长。** 2021 年公司实现营收 330.33 亿元，同比上涨 32.29%；归母净利润为 15.16 亿元，同比增长 9.74%，新增产能释放推动营收利润增长。分季度来看，2021 年四个季度公司分别实现营收 68.29/83.71/88.55/89.79 亿元，同比 78.02%/39.73%/22.80%/13.19%；归母净利润为 4.74/5.31/3.03/2.09 亿元，同比+105.5%/+96.0%/-37.2%/-47.5%，21H2 行业景气度环比下滑致利润短暂承压。“双碳政策”下行业加速向龙头企业集中，公司市场份额有望进一步提升。
- **全年产销两旺，22Q1 盈利有望加速回升。** 产销量方面，2021 年原纸产量和销量分别为 602.13/582.04 万吨，同比增长 18.03%/12.46%；瓦楞箱板纸产销量分别为 19.88/20.24 亿平方米，同比增长 35.55%/35.22%。展望 2022Q1，下游补库存的需求提升，节后终端需求回暖，公司 1-3 月造纸销量 130.53 万吨，同比+3.52%，均价为 3986.57 元/吨，同比+3.52%；瓦楞箱板纸箱销量为 4.94 亿平米，同比+3.52%，均价为 3986.57 元/吨，同比+3.52%。木浆、煤炭、化工辅料等成本上涨，公司于 3 月底陆续发布涨价函，落地有望助力盈利回升。
- **成本上涨致全年毛利率短暂承压，费用率持续优化。** 2021 年公司毛利率减少 4.55pcts 至 12.19%，净利率减少 0.86pct 至 4.70%，主要系 Q3 以来原材料、能源等成本快速上涨所致。费用率方面，公司 2021 年的销售/管理/财务/研发费用率为 1.07%/4.12%/2.63%/2.11%，同比-0.29/-0.38/+0.52/-1.01pcts，其中管理费用上升系人力成本上升所致，财务费用减少系汇兑收益增加所致，研发费用上升系公司加大研发投入所致。存货方面，公司原纸库存增加 214.66%，主要系产量提升以及考虑年后市场行情的有计划预留库存。
- **回购彰显发展信心，维持“强烈推荐-A”评级。** 广东 100 万吨箱板纸、浙江 77 万吨工业包装纸产能预计于 2022 年投产并贡献业绩增量。此外，拟投资年产 70 万吨热磨纤维及 180 万吨包装纸热电联产项目，公司中长期产能扩张路径清晰，竞争优势或将进一步强化。预计 2022-2023 年归母净利润分别为 18.42 亿元、24.30 亿元，同比分别增长 22%、32%，目前股价对应 2022 年 PE 为 7.6X，PB 为 0.8X，维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示：原材料价格剧烈波动风险，市场需求不及预期。**

消费品/轻工时尚

目标估值：NA

当前股价：3.04 元

基础数据

| | |
|-------------|------------|
| 总股本 (万股) | 461618 |
| 已上市流通股 (万股) | 461618 |
| 总市值 (亿元) | 140 |
| 流通市值 (亿元) | 140 |
| 每股净资产 (MRQ) | 3.6 |
| ROE (TTM) | 9.2 |
| 资产负债率 | 64.8% |
| 主要股东 | 福建泰盛实业有限公司 |
| 主要股东持股比例 | 28.12% |

股价表现

| % | 1m | 6m | 12m |
|------|----|-----|-----|
| 绝对表现 | 1 | -10 | -13 |
| 相对表现 | -4 | 5 | 3 |

资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《山鹰国际 (600567) —Q3 利润短暂承压，旺季提价景气可期》2021-10-29
- 2、《山鹰国际 (600567) —中报业绩符合预期，下半年旺季行情可期》2021-08-24

赵中平 S1090521080001

✉ zhaozhongping@cmschina.com.cn

财务数据与估值

| 会计年度 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 (百万元) | 24969 | 33033 | 37890 | 42500 | 47263 |
| 同比增长 | 7% | 32% | 15% | 12% | 11% |
| 营业利润 (百万元) | 1786 | 1653 | 2020 | 2670 | 3094 |
| 同比增长 | 14% | -7% | 22% | 32% | 16% |
| 归母净利润 (百万元) | 1381 | 1516 | 1842 | 2430 | 2817 |
| 同比增长 | 1% | 10% | 22% | 32% | 16% |
| 每股收益 (元) | 0.42 | 0.33 | 0.40 | 0.53 | 0.61 |
| PE | 7.2 | 9.3 | 7.6 | 5.8 | 5.0 |
| PB | 0.6 | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 0.6 |

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 14189 | 15734 | 17723 | 19720 | 21655 |
| 现金 | 4077 | 3890 | 4355 | 4568 | 4825 |
| 交易性投资 | 0 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 应收票据 | 110 | 72 | 83 | 93 | 104 |
| 应收款项 | 3577 | 5091 | 5817 | 6736 | 7491 |
| 其它应收款 | 1795 | 700 | 803 | 901 | 1002 |
| 存货 | 2385 | 3809 | 4194 | 4656 | 5160 |
| 其他 | 2245 | 2169 | 2469 | 2763 | 3071 |
| 非流动资产 | 31248 | 36261 | 37130 | 37789 | 38425 |
| 长期股权投资 | 2396 | 2217 | 2217 | 2217 | 2217 |
| 固定资产 | 17700 | 22209 | 23414 | 24450 | 25426 |
| 无形资产商誉 | 3852 | 4108 | 3697 | 3327 | 2995 |
| 其他 | 7300 | 7727 | 7802 | 7794 | 7788 |
| 资产总计 | 45437 | 51994 | 54853 | 57509 | 60080 |
| 流动负债 | 18352 | 22559 | 23530 | 24063 | 24233 |
| 短期借款 | 11681 | 14590 | 17675 | 17636 | 17149 |
| 应付账款 | 4165 | 4366 | 4818 | 5349 | 5928 |
| 预收账款 | 86 | 71 | 78 | 87 | 96 |
| 其他 | 2420 | 3532 | 959 | 991 | 1060 |
| 长期负债 | 9856 | 11137 | 11137 | 11137 | 11137 |
| 长期借款 | 4952 | 5590 | 5590 | 5590 | 5590 |
| 其他 | 4904 | 5547 | 5547 | 5547 | 5547 |
| 负债合计 | 28208 | 33696 | 34667 | 35200 | 35370 |
| 股本 | 3285 | 4616 | 4616 | 4616 | 4616 |
| 资本公积金 | 4349 | 4215 | 4215 | 4215 | 4215 |
| 留存收益 | 7962 | 7686 | 9528 | 11590 | 13921 |
| 少数股东权益 | 1633 | 1782 | 1828 | 1888 | 1959 |
| 归属于母公司所有者权益 | 15596 | 16517 | 18359 | 20421 | 22752 |
| 负债及权益合计 | 45437 | 51994 | 54853 | 57509 | 60080 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|--------------|--------------|------------|------------|------------|
| 经营活动现金流 | 1170 | 1969 | 2931 | 3762 | 4354 |
| 净利润 | 1381 | 1516 | 1842 | 2430 | 2817 |
| 折旧摊销 | 1026 | 1265 | 1714 | 1741 | 1763 |
| 财务费用 | 924 | 894 | 1212 | 1261 | 1243 |
| 投资收益 | 39 | (14) | (519) | (519) | (519) |
| 营运资金变动 | (2013) | (1678) | (1368) | (1217) | (1025) |
| 其它 | (188) | (14) | 51 | 66 | 75 |
| 投资活动现金流 | (2771) | (2672) | (2065) | (1881) | (1881) |
| 资本支出 | (3476) | (4636) | (2500) | (2400) | (2400) |
| 其他投资 | 705 | 1964 | 435 | 519 | 519 |
| 筹资活动现金流 | 1425 | 61 | (401) | (1668) | (2216) |
| 借款变动 | 1776 | 554 | 811 | (39) | (487) |
| 普通股增加 | 11 | 1331 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | (230) | (134) | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | 0 | (1643) | 0 | (368) | (486) |
| 其他 | (131) | (47) | (1212) | (1261) | (1243) |
| 现金净增加额 | (175) | (642) | 465 | 213 | 257 |

利润表

| 单位：百万元 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 24969 | 33033 | 37890 | 42500 | 47263 |
| 营业成本 | 20790 | 29006 | 32006 | 35532 | 39379 |
| 营业税金及附加 | 189 | 312 | 358 | 401 | 446 |
| 营业费用 | 340 | 352 | 379 | 425 | 473 |
| 管理费用 | 1125 | 1362 | 1516 | 1700 | 1957 |
| 研发费用 | 528 | 870 | 909 | 1020 | 1182 |
| 财务费用 | 780 | 698 | 1212 | 1261 | 1243 |
| 资产减值损失 | (45) | (7) | (10) | (10) | (10) |
| 公允价值变动收益 | (1) | (1) | (1) | (1) | (1) |
| 其他收益 | 626 | 1092 | 500 | 500 | 500 |
| 投资收益 | (11) | 138 | 20 | 20 | 20 |
| 营业利润 | 1786 | 1653 | 2020 | 2670 | 3094 |
| 营业外收入 | 18 | 43 | 50 | 50 | 50 |
| 营业外支出 | 114 | 46 | 55 | 60 | 60 |
| 利润总额 | 1690 | 1650 | 2015 | 2660 | 3084 |
| 所得税 | 301 | 97 | 128 | 169 | 196 |
| 少数股东损益 | 8 | 38 | 46 | 61 | 70 |
| 归属于母公司净利润 | 1381 | 1516 | 1842 | 2430 | 2817 |

主要财务比率

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业总收入 | 7% | 32% | 15% | 12% | 11% |
| 营业利润 | 14% | -7% | 22% | 32% | 16% |
| 归母净利润 | 1% | 10% | 22% | 32% | 16% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 16.7% | 12.2% | 15.5% | 16.4% | 16.7% |
| 净利率 | 5.5% | 4.6% | 4.9% | 5.7% | 6.0% |
| ROE | 8.9% | 9.2% | 10.0% | 11.9% | 12.4% |
| ROIC | 6.0% | 5.4% | 7.0% | 8.1% | 8.6% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 62.1% | 64.8% | 63.2% | 61.2% | 58.9% |
| 净负债比率 | 39.7% | 43.2% | 42.4% | 40.4% | 37.8% |
| 流动比率 | 0.8 | 0.7 | 0.8 | 0.8 | 0.9 |
| 速动比率 | 0.6 | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 0.7 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.5 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.8 |
| 存货周转率 | 9.1 | 9.4 | 8.0 | 8.0 | 8.0 |
| 应收账款周转率 | 7.4 | 7.5 | 6.8 | 6.7 | 6.6 |
| 应付账款周转率 | 5.0 | 6.8 | 7.0 | 7.0 | 7.0 |
| 每股资料(元) | | | | | |
| EPS | 0.42 | 0.33 | 0.40 | 0.53 | 0.61 |
| 每股经营净现金 | 0.36 | 0.43 | 0.63 | 0.81 | 0.94 |
| 每股净资产 | 4.75 | 3.58 | 3.98 | 4.42 | 4.93 |
| 每股股利 | 0.50 | 0.00 | 0.08 | 0.11 | 0.12 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 7.2 | 9.3 | 7.6 | 5.8 | 5.0 |
| PB | 0.6 | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 0.6 |
| EV/EBITDA | 12.7 | 12.6 | 9.0 | 7.8 | 7.3 |

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

赵中平：香港中文大学硕士，对外经济贸易大学学士，2014-2016年分别就职于安信证券，银河证券，2016-2021年就职于广发证券轻工行业首席分析师，2020年新财富，水晶球，新浪金麒麟均获得第三名，2021年加入招商证券，任轻工时尚首席分析师。

刘丽：对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017年8月加入招商证券，2021年起任美妆时尚联席首席。

宋盈盈：CFA，清华大学环境工程本硕，北京大学国发院经济学双学士。2018-2020年，任招商证券环保公用事业行业分析师。2020年起任美妆时尚分析师。

毕先磊：山东大学金融硕士，吉林大学工学学士，曾就职于德邦证券研究所轻工组，2021年加入招商证券，研究方向为轻工制造。

王鹏：华威商学院金融学硕士，中山大学金融学学士，2020-2021年就职于万联证券，2021年加入招商证券，任研究助理 研究方向为轻工新消费

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。