

公司研究

基本面有望触底，产业资本大额回购

——山鹰国际（600567.SH）2021 年报点评

买入（首次）

当前价：3.04 元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	46.16
总市值(亿元):	140.33
一年最低/最高(元):	2.81/4.03
近3月换手率:	44.42%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	5.62	4.26	3.05
绝对	4.47	-7.88	-13.58

资料来源：Wind

要点

事件：

公司发布 2021 年年报，公司实现营收/归母净利润分别为 330.3/15.2 亿元，同比分别+32.3%/+9.7%； 2021Q4 实现营收/归母净利润分别为 89.8/2.09 亿元，同比分别+13.2%/-47.5%。2021 年公司实现净经营性现金流 19.7 亿元，同比+68.2%。

点评：

宏观经济疲弱，能源和运输成本上涨，令业绩低于预期：2021 年，分产品看，箱板纸/瓦楞纸/其他原纸/包装分别实现营收 136/41.6/34.5/73 亿元，分别同比+2.9%/84.2%/26.8%/50%。2021 年公司实现纸品销量 582 万吨，较 2020 年销量 515.3 万吨，同比+12.9%；实现包装销量 202.4 亿平米，同比+35.2%。

根据卓创资讯，1Q/2Q/3Q/4Q2021，箱板纸均价分别为 4689/4630/4800/5164 元/吨，黄板废纸均价分别为 2288/2223/2391/2432 元/吨，箱板纸价格基本上与国废价格走势保持同步，甚至 4Q2021 纸价相对废纸价格涨幅更大，但下半年受能源和运输成本上行，以及宏观经济走势疲弱，盈利能力走弱，导致公司全年归母净利润低于市场预期。

毛利率同比-4.5pcts，期间费用率同比-1.2 pcts：2021 年公司毛利率为 12.2%，同比-4.5pcts。分产品看，箱板纸/瓦楞纸/其他原纸/包装毛利率分别为 13.5%/17%/16.9%/10%，同比-6/+1.6/-7.8/-0.3pcts。期间费用率方面，2021 年为 9.9%，同比-1.2pcts，其中销售、管理、研发和财务费用率分别为：1.1%/4.1%/2.6%/2.1%，同比-0.3/-0.4/+0.5/-1.0pcts，我们认为销售和管理费用率降低，得益于公司良好的费用控制能力，研发费用率上升源自于公司加大研发方面的投入，尝试从公司层面摆脱周期属性，增强成长能力。财务费用率大幅降低，系汇兑收益增加所致。

进出口改善，但内需仍未向好，将对 1Q2022 业绩增长继续施加压力：今年 1-2 月，由于美废价格维持高位，令海外箱板瓦楞纸造纸成本相对国内较高，国内箱板瓦楞纸进出口形势发生改善。根据海关数据，1-2 月，国内箱板纸和瓦楞纸合计净进口量为 86 万吨，较去年同期减少 19.5 万吨，2021 年国内箱板瓦楞纸净进口量为 688 万吨，我们认为净进口量减少有助于提振国内箱板瓦楞纸的供求关系，但目前内需仍然较为疲弱，下游包装行业订单不足，叠加 3-4 月疫情，对国内箱板瓦楞纸行业的景气依然构成压制，1Q2022，国内箱板纸/瓦楞纸均价分别为 4884/3857 元/吨，环比 4Q2021，分别下跌 280/394 元/吨。我们认为国内箱板瓦楞纸行业将在疫情封控结束之后，随着国内物流、电商的恢复，而有所修复，但本质上仍有赖于宏观经济的上行。

基本面处于筑底阶段，PB 处于十年低位，产业资本回购，给予“买入”评级：我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.38/0.51/0.50 元，当前股价对应 PE 分别为 8/6/6 倍。根据 WIND 数据，2012 年至今，PB (MRQ) 均值为 1.33 倍，历史 PB (MRQ) 最低为 0.83 倍，目前公司 PB (MRQ) 为 0.85 倍，已经接近于过去 10 年 PB 的最低值，与此同时，根据公司激励考核计划，未来 12 个月内，控股股东和高管将合计出资约 2.84 亿元，进行二级市场增持。3 月 18 日，公司发布公告，基于对公司未来发展前景的信心和对公司价值的认可，公司拟以自有资金和债券募集资金进行股份回购，本次回购的资金总额不低于人民币 2.5 亿元且不超过人民币 5 亿元（均含本数）。

虽然我们认为 1Q2022，公司基本面尚难有显著回升，但截止目前，公司相关各方已经公告，至少回购 5.34 亿元，我们认为结合公司的估值以及产业资本大额回购的举措，目前公司的基本面已经处于底部，一旦后续国家稳增长政策显露效果，宏观经济上行将带动箱板瓦楞纸行业景气回暖，首次覆盖，我们给予公司“买入”评级。

风险提示：国内宏观经济低于预期，木浆和动力煤价格上涨超预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	24,969	33,033	37,092	43,030	47,829
营业收入增长率	7.44%	32.29%	12.29%	16.01%	11.15%
净利润 (百万元)	1,381	1,516	1,777	2,338	2,304
净利润增长率	1.39%	9.74%	17.26%	31.56%	-1.47%
EPS (元)	0.30	0.33	0.38	0.51	0.50
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.86%	9.18%	9.99%	11.75%	10.51%
P/E	10	9	8	6	6
P/B	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-04-15

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	24,969	33,033	37,092	43,030	47,829
营业成本	20,790	29,006	32,154	36,876	41,228
折旧和摊销	1,004	1,245	1,517	1,658	1,814
税金及附加	189	312	349	404	450
销售费用	340	352	408	473	526
管理费用	1,125	1,362	1,521	1,764	1,961
研发费用	528	870	964	1,119	1,244
财务费用	780	698	742	829	859
投资收益	-39	14	10	10	10
营业利润	1,786	1,653	1,933	2,557	2,547
利润总额	1,690	1,650	1,933	2,557	2,547
所得税	301	97	116	179	204
净利润	1,389	1,554	1,817	2,378	2,344
少数股东损益	8	38	40	40	40
归属母公司净利润	1,381	1,516	1,777	2,338	2,304
EPS(元)	0.30	0.33	0.38	0.51	0.50

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,170	1,969	3,787	4,036	4,428
净利润	1,381	1,516	1,777	2,338	2,304
折旧摊销	1,004	1,245	1,517	1,658	1,814
净营运资金增加	1,089	2,295	790	1,592	1,202
其他	-2,303	-3,087	-296	-1,552	-892
投资活动产生现金流	-2,771	-2,672	-2,589	-3,515	-3,590
净资本支出	-3,382	-4,437	-2,400	-3,300	-3,400
长期投资变化	2,396	2,217	0	0	0
其他资产变化	-1,784	-452	-189	-215	-190
融资活动现金流	1,425	61	-267	251	-214
股本变化	11	21	0	0	0
债务净变化	527	4,607	952	1,254	894
无息负债变化	30	881	329	896	870
净现金流	-140	-725	932	772	624

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	16.7%	12.2%	13.3%	14.3%	13.8%
EBITDA 率	14.6%	10.6%	11.4%	11.7%	10.9%
EBIT 率	10.5%	6.7%	7.3%	7.9%	7.2%
税前净利润率	6.8%	5.0%	5.2%	5.9%	5.3%
归母净利润率	5.5%	4.6%	4.8%	5.4%	4.8%
ROA	3.1%	3.0%	3.3%	4.0%	3.7%
ROE (摊薄)	8.9%	9.2%	10.0%	11.7%	10.5%
经营性 ROIC	6.1%	5.0%	5.8%	6.7%	6.2%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	62%	65%	64%	63%	62%
流动比率	0.77	0.70	0.73	0.76	0.79
速动比率	0.64	0.53	0.56	0.58	0.60
归母权益/有息债务	0.71	0.62	0.65	0.69	0.74
有形资产/有息债务	1.88	1.79	1.82	1.88	1.94

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

注: 每股指标按母公司股本折算

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	45,437	51,994	54,585	58,895	62,717
货币资金	4,077	3,890	4,822	5,594	6,218
交易性金融资产	0	2	10	10	10
应收账款	3,577	5,091	5,508	6,351	7,017
应收票据	110	72	82	95	105
其他应收款 (合计)	1,795	700	816	947	1,052
存货	2,385	3,809	4,175	4,789	5,355
其他流动资产	1,981	1,719	1,719	1,719	1,719
流动资产合计	14,189	15,734	17,614	20,057	22,094
其他权益工具	484	477	477	477	477
长期股权投资	2,396	2,217	2,217	2,217	2,217
固定资产	17,700	22,209	22,633	23,207	23,735
在建工程	5,285	4,965	4,773	5,155	5,441
无形资产	1,924	2,208	2,560	2,806	3,146
商誉	1,927	1,900	1,900	1,900	1,900
其他非流动资产	866	1,465	1,546	1,546	1,546
非流动资产合计	31,248	36,261	36,970	38,837	40,624
总负债	28,208	33,696	34,976	37,126	38,891
短期借款	11,681	14,590	17,716	18,970	19,864
应付账款	3,918	3,862	4,277	4,904	5,483
应付票据	247	504	643	738	825
预收账款	0	1	0	0	0
其他流动负债	14	9	41	89	127
流动负债合计	18,352	22,559	24,146	26,252	27,980
长期借款	4,952	5,590	5,590	5,590	5,590
应付债券	3,928	4,125	4,125	4,125	4,125
其他非流动负债	629	689	720	764	800
非流动负债合计	9,856	11,137	10,830	10,874	10,910
股东权益	17,229	18,299	19,608	21,768	23,827
股本	3,285	3,306	3,306	3,306	3,306
公积金	4,790	4,881	5,059	5,292	5,523
未分配利润	7,640	8,927	10,019	11,905	13,693
归属母公司权益	15,596	16,517	17,787	19,907	21,925
少数股东权益	1,633	1,782	1,822	1,862	1,902

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	1.36%	1.07%	1.10%	1.10%	1.10%
管理费用率	4.50%	4.12%	4.10%	4.10%	4.10%
财务费用率	3.12%	2.11%	2.00%	1.93%	1.80%
研发费用率	2.11%	2.63%	2.60%	2.60%	2.60%
所得税率	18%	6%	6%	7%	8%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.04	0.11	0.05	0.06	0.06
每股经营现金流	0.25	0.43	0.82	0.87	0.96
每股净资产	3.39	3.58	3.85	4.31	4.75
每股销售收入	5.43	7.16	8.04	9.32	10.36

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	10	9	8	6	6
PB	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	8.7	11.0	9.1	7.9	7.8
股息率	1.3%	3.6%	1.6%	2.0%	2.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE