

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

山鹰国际(600567)

投资评级

上次评级

李宏鹏 轻工行业首席分析师

执业编号: S1500522020003

邮箱: lihongpeng@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

产能稳步投放, 疫情扰动影响盈利

2022年08月27日

事件: 公司公告中报, 2022年上半年实现营收166.68亿元, 同比+9.66%; 归母净利润1.28亿元, 同比-87.25%; 扣非后归母净利润0.64亿元, 同比-91.09%。Q2单季度实现营收87.07亿元, 同比+4.01%, 环比+9.36%; 归母净利润-0.72亿元, 同比-113.55%, 环比-135.95%; 扣非归母净利润-1.09亿元, 同比-137.47%, 环比-162.91%。

点评:

- **造纸产能稳步增加、产销率较高, 纸制品业务持续拓展优质客户。**
2022H1 公司造纸/纸制品/再生纤维业务分别实现收入 103.66 亿元/39.22 亿元/16.67 亿元, 同比分别变动+3.31%/+21.43%/+24.27%。其中, **1) 造纸:** H1 公司原纸产量 301.18 万吨, 销量 280.81 万吨, 同比-0.14%, 产销率达到 93.24%, 公司产能稳步增加, 2022 年 5 月广东山鹰 100 万吨造纸项目一期工程开始投产。箱板纸/瓦楞纸/其他原纸收入分别为 59.21 亿元/22.46 亿元/21.98 亿元, 同比分别变动-22.96%/+27.07%/+279.18%, 由于箱板纸需求受到宏观经济、居民消费影响较大, 上半年疫情因素压制消费市场, 公司箱板纸销量有所下降, 同时公司积极拓展其他原纸业务, 造纸业务整体增长; **2) 纸制品:** 纸质包装产量 9.84 亿平方米, 销量 10.46 亿平方米, 同比+12.96%, 产销率 106.33%, H1 公司持续优化大客户中心, 凭借服务能力提升核心品牌客户市占率, 利用新增产能强化服务、交付能力, 同时积极拓展行业头部客户; **3) 再生纤维:** 公司继续优化渠道和回收体系, 提升再生纤维供应效率, H1 新增落地 5 个分拣中心, 国内自建及合资建设分拣中心达到 30 个, 全品类资源回收规模达到 10.7 万吨, 上半年已超越 2021 年全年回收量。
- **原材料上涨, 受疫情影响停机损失增加, 毛利率承压、管理费用率提升。**
1) 毛利率方面, H1 综合毛利率为 9.22%, 同比-4.92pct。单 Q2 来看, 综合毛利率为 7.87%, 同比-5.65pct, 造纸/纸制品/再生纤维毛利率同比分别变动-7.22pct/-0.04pct/-2.85pct, 毛利率水平下滑主要由于部分地区受到疫情影响, 同时原料、化辅、能源、运输等成本上升, 导致 H1 成本同比大幅度增加, 同时下游需求不及预期, 箱板瓦楞纸价格有所下调。**2) 费用率方面,** H1 公司期间费用率为 7.86%, 同比+0.19pct, 销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.07%/4.66%/2.51%/2.14%, 同比分别变动+0.04pct/+0.42pct/+0.16pct/-0.27pct。单 Q2 期间费用率为 8.37%, 同比+0.44pct, 销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.09%/5.33%/2.30%/1.95%, 同比变动+0.17pct/+1.29pct/-0.16pct/-1.01pct, H1 公司管理费用率提升主要由于受疫情影响停机损失增加, H1 加大研发投入, 研发费用率有所提升。**3) 净利率方面,** H1 公司归母净利率为 0.77%, 同比-5.84pct, 扣非归母净利率为 0.38%, 同比-4.35pct, Q2 单季度归母净利率为-0.83%, 同比-7.16pct, 扣非归母净利率为-1.25%, 同比-4.71pct。**4) 营运方面,** H1 经营活动现金流净额

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>1

为 0.81 亿元，同比-95.17%，经营性现金流水平下降主要由于受到疫情影响，库存增加，以及上期收回融资租赁公司往来款。

- **盈利预测：**公司作为箱板瓦楞纸龙头企业，产能稳步扩张，纵向延伸产业链，积极布局海外废纸浆产能、完善国内废纸回收体系，进一步打造成本优势、加速市占率提升。未来随着国内疫情得到控制、下游消费逐步回暖，公司盈利能力仍有修复空间。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 5.54 亿元、20.85 亿元、23.75 亿元，同比分别增长-63.5%、276.6%、13.9%，目前股价对应 2022 年 PB 为 0.7x。
- **风险因素：**市场竞争加剧风险、原材料价格上涨风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	24,969	33,033	36,787	41,872	48,040
增长率 YoY%	7.4%	32.3%	11.4%	13.8%	14.7%
归属母公司净利润 (百万元)	1,381	1,516	554	2,085	2,375
增长率 YoY%	1.4%	9.7%	-63.5%	276.6%	13.9%
毛利率%	16.7%	12.2%	10.0%	14.0%	13.7%
净资产收益率ROE%	8.9%	9.2%	3.3%	11.2%	11.3%
EPS(摊薄)(元)	0.30	0.33	0.12	0.45	0.51
市盈率 P/E(倍)	8.86	8.07	22.09	5.87	5.15
市净率 P/B(倍)	0.78	0.74	0.74	0.66	0.58

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 08 月 26 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	14,189	15,734	14,449	15,654	19,292	
货币资金	4,077	3,890	2,230	1,331	3,533	
应收票据	110	72	0	0	0	
应收账款	3,577	5,091	4,617	6,433	6,244	
预付账款	263	433	464	504	580	
存货	2,385	3,809	3,184	4,420	4,329	
其他	3,777	2,438	3,955	2,966	4,605	
非流动资产	31,248	36,261	37,344	38,136	38,644	
长期股权投资	2,396	2,217	2,217	2,217	2,217	
固定资产	17,700	22,209	26,768	28,602	29,422	
无形资产	1,924	2,208	2,208	2,208	2,208	
其他	9,228	9,627	6,152	5,109	4,796	
资产总计	45,437	51,994	51,794	53,790	57,935	
流动负债	18,352	22,559	22,278	22,147	23,868	
短期借款	11,681	14,590	14,590	14,590	14,590	
应付票据	247	504	324	577	459	
应付账款	3,918	3,862	5,023	4,638	6,477	
其他	2,506	3,602	2,342	2,342	2,342	
非流动负债	9,856	11,137	11,137	11,137	11,137	
长期借款	4,952	5,590	5,590	5,590	5,590	
其他	4,904	5,547	5,547	5,547	5,547	
负债合计	28,208	33,696	33,415	33,284	35,005	
少数股东权益	1,633	1,782	1,793	1,835	1,884	
归属母公司	15,596	16,517	16,586	18,671	21,046	
负债和股东权益	45,437	51,994	51,794	53,790	57,935	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	24,969	33,033	36,787	41,872	48,040	
同比	7.4%	32.3%	11.4%	13.8%	14.7%	
归属母公司净利润	1,381	1,516	554	2,085	2,375	
同比	1.4%	9.7%	-63.5%	276.6%	13.9%	
毛利率(%)	16.7%	12.2%	10.0%	14.0%	13.7%	
ROE%	8.9%	9.2%	3.3%	11.2%	11.3%	
EPS(摊薄)(元)	0.30	0.33	0.12	0.45	0.51	
P/E	8.86	8.07	22.09	5.87	5.15	
P/B	0.78	0.74	0.74	0.66	0.58	
EV/EBITDA	8.81	10.78	8.64	5.98	5.13	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	24,969	33,033	36,787	41,872	48,040	
营业成本	20,790	29,006	33,124	36,018	41,442	
营业税金及附加	189	312	347	395	454	
销售费用	340	352	441	502	576	
管理费用	1,125	1,362	1,655	1,884	2,162	
研发费用	528	870	920	1,047	1,201	
财务费用	780	698	801	851	878	
减值损失合计	0	0	0	0	0	
投资净收益	-39	14	37	0	0	
其他	608	1,207	1,067	1,089	1,249	
营业利润	1,786	1,653	602	2,262	2,577	
营业外收支	-96	-3	-2	-2	-2	
利润总额	1,690	1,650	600	2,260	2,575	
所得税	301	97	35	133	151	
净利润	1,389	1,554	565	2,128	2,424	
少数股东损益	8	38	11	43	48	
归属母公司净利润	1,381	1,516	554	2,085	2,375	
EBITDA	3,605	3,520	4,246	6,280	6,899	
EPS(当年)(元)	0.30	0.34	0.12	0.45	0.51	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	1,170	1,969	3,671	3,979	7,074	
净利润	1,389	1,554	565	2,128	2,424	
折旧摊销	1,026	1,306	2,916	3,209	3,492	
财务费用	924	894	918	918	918	
投资损失	39	-14	-37	0	0	
营运资金变	-2,048	-1,617	-657	-2,235	287	
其它	-161	-153	-35	-40	-46	
投资活动现金流	-2,771	-2,672	-3,928	-3,960	-3,954	
资本支出	-3,382	-4,437	-3,965	-3,960	-3,954	
长期投资	423	-4	0	0	0	
其他	188	1,769	37	0	0	
筹资活动现金流	1,425	61	-1,403	-918	-918	
吸收投资	41	57	0	0	0	
借款	16,167	14,771	0	0	0	
支付利息或股息	-841	-1,041	-1,403	-918	-918	
现金流净增加额	-140	-725	-1,661	-899	2,202	

研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，六年轻工制造行业研究经验，曾任职于招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得 2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第 4、第 2、第 3 名，2018-2020 年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022 年加入信达证券。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiatie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瑾	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。