

山鹰国际（600567）2020年报&2021年一季报点评

表现符合预期，外废布局领先，产能快速释放

事项:

- ❖ 公司发布 2020 年度报告及 2021 年一季报，2020 年公司实现营业收入 249.69 亿元，同比增长 7.44%；实现归母净利润 13.81 亿元，同比增长 1.39%；实现扣非后归母净利润 14.30 亿元，同比增长 13.65%；实现基本每股收益 0.30 元。2021Q1 实现营业收入 68.29 亿元，同比增长 78.02%；实现归母净利润 4.74 亿元，同比增长 105.55%，实现扣非后归母净利润 4.29 亿元，同比增长 58.22%。

评论:

- ❖ **Q1 收入业绩高速增长，整体表现符合预期。**公司 Q1 单季度营收同比+78.02%（2020Q4 同比+29.89%），较 19Q1+30.91%，归母净利润同比+105.55%（2020Q4 同比+96.13%），较 19Q1+3.40%，Q1 业绩维持高增长，主要由于新投产产能逐步释放，报告期内公司实现原纸销量 126.09 万吨，同比+93.02%，实现纸箱销量 4.43 亿平米，同比+86.18%。2020 年公司整体表现符合预期，分业务来看，造纸业务收入 181.94 亿元，同比+8.93%，实现销量 518 万吨，同比+8.80%，报告期内华中山鹰三条纸机相继投产与转固；包装业务收入 48.62 亿元，同比+10.66%，公司往产业链下游不断延伸；再生纤维贸易业务收入 14.23 亿元，同比-0.13%，全年贸易量 276.3 万吨，同比-9.4%。预计随着华中基地新投产产能完全释放，下游包装业务规模提升，公司收入业绩有望实现高速增长。
- ❖ **除运杂费后毛利率提升，盈利水平略有下滑。**2020 年毛利率水平 16.74%，同比下降 2.32pct，2019 年运输费用率约为 3.28%，若去除运费影响，则毛利率同比略有提升，主要由于原材料价格处于低位所致。期间费用率方面，销售费用率同比下降 3.27pct 至 1.36%，主要系公司执行新会计准则所致；管理及研发费用率同比下降 0.33pct 至 6.62%；财务费用率同比上升 1.22pct 至 3.12%，主要由于贷款利息和汇兑损失增加所致。综合影响下公司净利率同比下降 0.26pct 至 5.56%。预计随着在建产能陆续投放，公司盈利能力料将回升。
- ❖ **生产基地建设有序推进，外废自给率不断提升。**公司目前国内共有六大生产基地，其中湖北 150 万吨产能已经投产，广东 100 万吨造纸项目、浙江 77 万吨造纸项目和吉林 30 万吨瓦楞纸项目预计 2022 年将陆续投产；此外安徽、浙江、湖北正在新建固废电站，全部投产后预计除广东外自发电比例将提升至 97%。公司在泰国的 70 万吨干法、40 万吨湿法制浆，以及欧洲的 32 万吨干法制浆项目预计在 21 年上半年陆续投产，有效提高公司低成本长纤维供给。
- ❖ **产能稳步扩张&外废布局领先，维持“强推”评级。**公司造纸产能约为 600 万吨，在建产能约 207 万吨，预计 21-23 年产能将快速扩张，同时公司海外再生浆布局早，自给率行业领先，考虑到高端箱板纸竞争格局改善，产能快速释放，我们上调公司盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 19.43/25.66/29.68 亿元（21-22 年原值 16.36/18.90 亿元），EPS 分别为 0.42/0.56/0.64 元，对应当前股价 PE 分别为 7/5/4 倍。考虑到公司产能扩张及产业链延伸潜力，我们维持公司目标价 6 元/股，对应 2021 年 11 倍 PE，维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**宏观下行消费不振，包装纸行业格局发生重大变化。

主要财务指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万)	24,969	31,288	35,578	39,944
同比增速(%)	7.4%	25.3%	13.7%	12.3%
归母净利润(百万)	1,381	1,943	2,566	2,968
同比增速(%)	1.4%	40.7%	32.0%	15.7%
每股盈利(元)	0.30	0.42	0.56	0.64
市盈率(倍)	9	7	5	4
市净率(倍)	1	1	1	1

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2021 年 5 月 7 日收盘价

强推（维持）

目标价：6 元

当前价：3.81 元

华创证券研究所

证券分析师：陈梦

电话：010-66500831

邮箱：chenmeng1@hcyjs.com

执业编号：S0360518110002

公司基本数据

总股本(万股)	461,590
已上市流通股(万股)	461,590
总市值(亿元)	158.79
流通市值(亿元)	158.79
资产负债率(%)	63.3
每股净资产(元)	3.5
12 个月内最高/最低价	4.27/2.91

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《山鹰纸业（600567）2019 年报&2020 年一季报点评：业绩符合预期，剥离融资租赁聚焦主业发展，海外布局奠定长远发展基石》

2020-05-08

《山鹰纸业（600567）深度研究报告：箱板纸行业龙头，内生外延推进产业链一体化布局》

2020-05-23

《山鹰纸业（600567）2020 年三季报点评：Q3 业绩增速环比提升，整体表现符合预期》

2020-11-01

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	4,077	3,192	3,411	3,327
应收票据	110	138	157	177
应收账款	3,577	4,373	4,904	5,429
预付账款	263	329	370	415
存货	2,385	3,108	3,490	3,917
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	3,777	4,734	5,382	6,042
流动资产合计	14,189	15,874	17,714	19,307
其他长期投资	345	346	347	348
长期股权投资	2,396	2,396	2,396	2,396
固定资产	17,700	20,863	24,025	24,798
在建工程	5,285	4,462	2,992	3,792
无形资产	1,924	1,856	1,670	1,503
其他非流动资产	3,598	3,594	3,592	3,590
非流动资产合计	31,248	33,517	35,022	36,427
资产合计	45,437	49,391	52,736	55,734
短期借款	11,681	14,181	14,181	14,181
应付票据	247	309	347	390
应付账款	3,918	4,945	5,609	6,394
预收款项	0	0	0	0
合同负债	86	107	122	137
其他应付款	341	341	341	341
一年内到期的非流动负债	1,410	0	0	0
其他流动负债	669	767	948	1,073
流动负债合计	18,352	20,650	21,548	22,516
长期借款	4,952	5,052	5,052	4,352
应付债券	3,928	3,928	3,928	3,928
其他非流动负债	976	976	976	976
非流动负债合计	9,856	9,956	9,956	9,256
负债合计	28,208	30,606	31,504	31,772
归属母公司所有者权益	15,596	17,141	19,573	22,285
少数股东权益	1,633	1,644	1,659	1,677
所有者权益合计	17,229	18,785	21,232	23,962
负债和股东权益	45,437	49,391	52,736	55,734

现金流量表

单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,170	2,557	3,922	4,510
现金收益	3,196	3,984	4,791	5,309
存货影响	-209	-724	-381	-427
经营性应收影响	-760	-879	-585	-581
经营性应付影响	-298	1,089	703	828
其他影响	-759	-913	-605	-618
投资活动现金流	-2,771	-3,515	-2,931	-3,000
资本支出	-3,618	-3,517	-2,933	-3,002
股权投资	-1,352	0	0	0
其他长期资产变化	2,199	2	2	2
融资活动现金流	1,425	73	-772	-1,594
借款增加	527	1,190	0	-700
股利及利息支付	-841	-1,247	-1,371	-1,356
股东融资	41	0	0	0
其他影响	1,698	130	599	462

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	24,969	31,288	35,578	39,944
营业成本	20,790	26,024	29,215	32,791
税金及附加	189	237	269	302
销售费用	340	407	463	519
管理费用	1,125	1,377	1,565	1,758
研发费用	528	657	747	839
财务费用	780	783	783	727
信用减值损失	-45	-33	-22	-22
资产减值损失	0	-11	-5	-8
公允价值变动收益	-1	-2	-3	-2
投资收益	-39	-48	-44	-46
其他收益	626	626	626	626
营业利润	1,786	2,350	3,109	3,574
营业外收入	18	17	17	17
营业外支出	114	67	90	78
利润总额	1,690	2,300	3,036	3,513
所得税	301	345	455	527
净利润	1,389	1,955	2,581	2,986
少数股东损益	8	12	15	18
归属母公司净利润	1,381	1,943	2,566	2,968
NOPLAT	2,030	2,621	3,247	3,604
EPS(摊薄)(元)	0.30	0.42	0.56	0.64

主要财务比率

	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	7.4%	25.3%	13.7%	12.3%
EBIT 增长率	12.1%	24.8%	23.9%	11.0%
归母净利润增长率	1.4%	40.7%	32.0%	15.7%
获利能力				
毛利率	16.7%	16.8%	17.9%	17.9%
净利率	5.6%	6.2%	7.3%	7.5%
ROE	8.0%	10.3%	12.1%	12.4%
ROIC	7.3%	8.3%	9.6%	10.1%
偿债能力				
资产负债率	62.1%	62.0%	59.7%	57.0%
债务权益比	133.2%	128.5%	113.7%	97.8%
流动比率	77.3%	76.9%	82.2%	85.7%
速动比率	64.3%	61.8%	66.0%	68.4%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7
应收账款周转天数	48	46	47	47
应付账款周转天数	67	61	65	66
存货周转天数	39	38	41	41
每股指标(元)				
每股收益	0.30	0.42	0.56	0.64
每股经营现金流	0.25	0.55	0.85	0.98
每股净资产	3.38	3.71	4.24	4.83
估值比率				
P/E	9	7	5	4
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	11	9	7	6

轻工纺服组团队介绍

分析师：陈梦

北京大学工学硕士。曾任职于民生证券。2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：田晨曦

伯明翰大学硕士，2020 年加入华创证券研究所。

助理研究员：王文杰

日本庆应义塾大学经济学硕士。2020 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	包青青	销售经理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	张嘉慧	销售助理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	销售助理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	资深销售经理	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别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,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522