

## 业绩表现符合预期，关注产业链一体化优势 买入（维持）

2019年04月14日

证券分析师 史凡可

执业证号：S0600517070002  
021-60199793

shifk@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002  
010-66573632

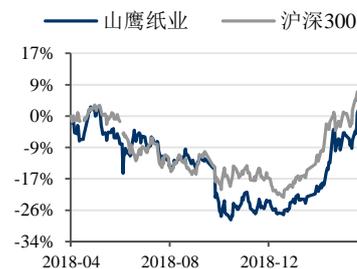
mal@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	24,367	27,973	30,798	34,172
同比（%）	39.5%	14.8%	10.1%	11.0%
归母净利润（百万元）	3,204	2,998	3,347	3,564
同比（%）	59.0%	-6.4%	11.6%	6.5%
每股收益（元/股）	0.70	0.65	0.73	0.78
P/E（倍）	5.97	6.38	5.71	5.36

### 投资要点

- **公司发布19年一季度报：**报告期内，公司营收52.16亿，同比-3.74%；归母净利润4.58亿，同比-24.33%；扣除非经常性损益后净利润3.45亿，同比-29.54%，其中非经常性损益主要系政府补助，业绩增长符合预期。
- **扣非吨盈利环比好转，前期低点或已出现。**公司Q1原纸产量115.11万吨，销量102.09万吨，销量也较去年同期下滑4.34%，瓦楞箱板纸箱销量2.80亿平方米，销量较同期增长6.46%。根据公司披露的销售情况来拆分，我们预期19Q1山鹰本部原纸销量75万吨，北欧纸业和福建联盛销量各8万吨、20万吨，从而测算本年内生扣非吨盈利260元（较18Q4的182元增加78元）、整体扣非吨净利335元。截至目前，箱板纸、瓦楞纸价格分别为4343元/吨、3558元/吨，较年初下降4.40%、6.12%。我们判断随着中美贸易战缓解美货到港、美元升值，本部吨盈利向上趋势不变，盈利低点或已经出现。
- **财务费用大幅下降，毛利率短期承压。**报告期内，因原材料成本同比上升和产品售价同比下降，公司综合毛利率19.78%，同比下降1.49pct。期间费用率小幅上升至13.39%（+1.97pct），其中销售费用率4.50%（同比+0.07pct），管理和研发费用率7.36%（+3.9pct），财务费用率大幅下降2.01pct至1.53%，主要原因在于公司货币资金较年初增加15.8亿元，利息收入1.00亿较去年同期0.25亿大幅增加，财务费用同比下降1.12亿至0.8亿。
- **内外废价差扩大，关注公司成本优势。**截止19年4月13日，国废单吨价格上涨至2299元，而外废均价1208元，延续年初至今的走低趋势。内外废价差的持续扩大使得拥有较高外废配额比例的山鹰纸业成本优势凸显，由前期固废管理中心发放的配额显示，19Q1公司前4批次外废配额获批65.51万吨，我们测算其外废与国废使用比例约为5:5，使得公司成本优势高于同行。考虑到外废配额持续限制，国废价格和外废价格价差有望延续，公司成本优势将持续凸显。
- **产能持续扩张，竞争优势明显。**公司现有产能约500万吨，预计2019年9月将投产新建产能120万吨包装纸项目，公司产能持续扩张，夯实龙头地位。此外凤凰纸业的废纸浆项目也将于下半年陆续改善投产，有利于公司保证稳定的废纸原料供应，具有战略意义。
- **产业链纵向闭环，竞争力进一步强化。**公司产业链不断向下游延伸，并通过产业互联网开展行业垂直整合，培育智能包装、互联网驱动的服务能力，目前公司在华东区域开始试点开展包装业务的产业互联网转型，同时公司计划后续依托马鞍山及海盐的造纸基地，进一步提升下游行业市场份额。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	4.17
一年最低/最高价	2.97/4.57
市净率(倍)	1.48
流通A股市值(百万元)	19117.72

### 基础数据

每股净资产(元)	2.90
资产负债率(%)	64.30
总股本(百万股)	4584.58
流通A股(百万股)	4584.58

### 相关研究

- 1、《山鹰纸业(600567)：吨盈利持续高位，外延巩固长期竞争力》2019-03-19
- 2、《山鹰纸业(600567)：业绩表现略超预期，低估优质长线布局》2019-01-15
- 3、《山鹰纸业(600567)：Q3增速略有趋缓，海外布局及产业链一体化助力成长》2018-10-23

- **盈利预测与投资评级：**预计 19-21 年公司营收 279.73/307.98/341.72 亿（同比+14.8%/+10.1%/+11.0%），归母净利润 29.98/33.47/35.64 亿（同比-6.4%/+11.6%/+6.5%），对应 PE 为 6.38X/5.71X/5.36X，维持“买入”评级！
- **风险提示：**下游需求持续偏弱，原材料价格大幅波动。

图 1：箱板纸每日平均企业价格（元/吨）



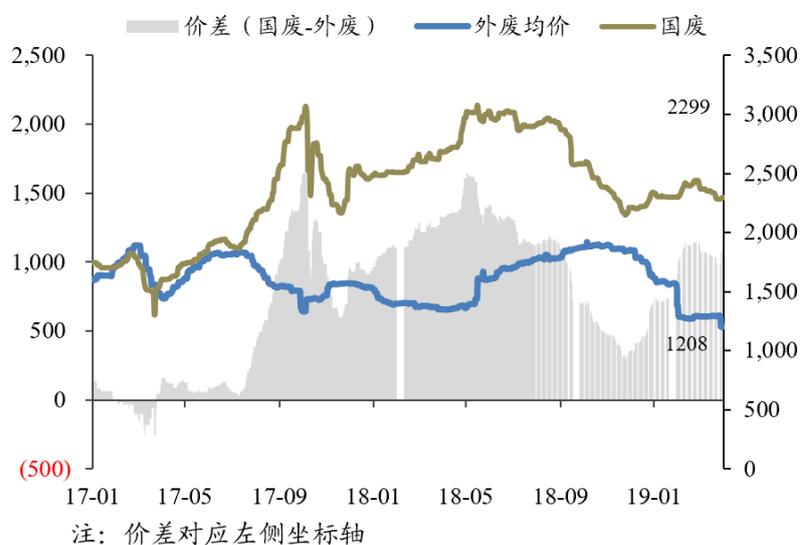
数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 2：瓦楞纸每日平均企业价格（元/吨）



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 3：内外废价差（截至 2019.04.13）



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 4：外废配额发放一览（截至 2019 年第 5 批）

序号	单位（万吨） 企业	2019		2018		2017		2016	
		前5批次	占比	前26个批次	占比	总计	占比	总计	占比
1	玖龙纸业	242.33	31.23%	621.79	34.01%	847	27.17%	1317	32.28%
2	理文造纸	104.11	13.42%	282.45	15.45%	398	12.77%	533	13.06%
3	广州造纸	73.00	9.41%	75.00	4.10%	62	1.99%	83	2.03%
4	山鹰纸业（含福建联盛）	90.20	11.63%	246.05	13.46%	256	8.21%	305	7.48%
5	联盛（龙海）	15.41	1.99%	64.22	3.51%	166	5.33%	179	4.39%
6	华泰纸业	74.00	9.54%	98.40	5.38%	93	2.98%	121	2.97%
7	东莞建晖	29.42	3.79%	70.81	3.87%	100	3.21%	101	2.48%
8	山东世纪阳光	11.77	1.52%	35.72	1.95%	51	1.64%	53	1.30%
9	景兴纸业	13.83	1.78%	35.46	1.94%	48	1.54%	68	1.67%
10	宁波亚洲	14.54	1.87%	37.17	2.03%	36	1.15%	41	1.00%
11	东莞金洲	11.66	1.50%	39.64	2.17%	55	1.76%	51	1.25%
12	荣成环保	6.03	0.78%	33.06	1.81%	57	1.83%	65	1.59%
13	其他	89.57	11.54%	188.31	10.30%	948	30.41%	1163	28.50%
总配额		775.87		1828.07		3117		4080	

数据来源：中国固废化学品管理网，东吴证券研究所

山鹰纸业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	12034	11811	13512	12665	<b>营业收入</b>	24367	27973	30798	34172
现金	3522	4196	4004	3417	减:营业成本	18749	21845	23846	26426
应收账款	2945	2696	3515	3376	营业税金及附加	258	297	326	362
存货	2475	2187	2946	2749	营业费用	965	1080	1146	1270
其他流动资产	3091	2732	3048	3122	管理费用	1448	660	719	789
<b>非流动资产</b>	23873	23419	25908	27735	财务费用	738	813	1027	1317
长期股权投资	1046	1246	1446	1646	资产减值损失	-95	38	53	43
固定资产	12836	12933	15001	16294	加:投资净收益	-8	-10	-13	-15
在建工程	3567	3065	3036	3125	其他收益	0	0	0	0
无形资产	1413	1427	1660	1884	<b>营业利润</b>	3339	3232	3669	3950
其他非流动资产	5011	4748	4766	4787	加:营业外净收支	577	277	267	272
<b>资产总计</b>	35906	35230	39420	40400	<b>利润总额</b>	3916	3509	3936	4222
<b>流动负债</b>	15114	12956	14834	16964	减:所得税费用	480	430	482	517
短期借款	9194	5385	5810	6918	少数股东损益	233	82	107	140
应付账款	2558	2519	3910	4514	<b>归属母公司净利润</b>	3204	2998	3347	3564
其他流动负债	3362	5052	5114	5532	EBIT	3204	4389	5086	5687
<b>非流动负债</b>	7257	6917	6989	7044	EBITDA	4055	5404	6288	7029
长期借款	3645	3645	3645	3645					
其他非流动负债	3612	3272	3343	3398	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	22371	19873	21823	24008	每股收益(元)	0.70	0.65	0.73	0.78
少数股东权益	354	631	907	1184	每股净资产(元)	2.88	3.21	3.64	3.32
归属母公司股东权益	13181	14726	16690	15208	发行在外股份(百万股)	4571	4585	4585	4585
<b>负债和股东权益</b>	35906	35230	39420	40400	ROIC(%)	9.6%	14.1%	14.9%	16.7%
					ROE(%)	27.2%	21.5%	21.3%	22.3%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	毛利率(%)	23.1%	21.9%	22.6%	22.7%
经营活动现金流	3248	6825	5343	7668	销售净利率(%)	14.1%	11.0%	11.2%	10.8%
投资活动现金流	-3827	-6828	-6331	-5659	资产负债率(%)	62.3%	56.4%	55.4%	59.4%
筹资活动现金流	867	677	796	-2595	收入增长率(%)	39.5%	14.8%	10.1%	11.0%
现金净增加额	217	674	-192	-587	净利润增长率(%)	59.0%	-6.4%	11.6%	6.5%
折旧和摊销	851	1014	1201	1342	P/E	5.97	6.38	5.71	5.36
资本开支	1680	6761	6265	5593	P/B	1.45	1.30	1.15	1.26
营运资本变动	75	1935	-177	-2978	EV/EBITDA	9.36	6.44	5.87	5.65

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

