

山鹰纸业 (600567.SH)

三季度业绩筑底，盈利逐季修复可期

事件：公司 19Q1-3 实现收入 171.34 亿元，同比下降 4.5%；归母净利润为 13.25 亿元，同比下降 42.8%；扣非归母净利润为 10.79 亿元，同比下降 44.3%。其中 19Q3 实现收入 59.64 亿元，同比下降 0.3%；归母净利润为 3.99 亿元，同比下降 34.6%；扣非归母净利润为 2.74 亿元，同比下降 39.5%。

公司今年前三季度收入利润同比出现下滑的主要原因在于，箱板瓦楞纸产业链下游单位在 2019 年前三季度持续降低经营库存，导致纸张生产企业需求承压，价格疲软下行，量价齐跌所致，2019 年四季度开始，产业链下游库存降至低位，纸张价格于 9 月中旬开始企稳回升，10 月初落实 1 年半以来首次提价，行业盈利拐点已现。

毛利率同比下滑 2.9 个百分点至 19.3%，期间费用率同比上升 3 个百分点至 13.6%。前三季度公司毛利率为 19.3%，同比下滑 2.9 个百分点；其中第三季度毛利率为 17.4%，同比下滑 2.9 个百分点；期间费用率为 13.6%，同比上升 3 个百分点；其中销售费用率为 4.2%，同比上升 0.7 个百分点，管理费用率为 7.2%，同比上升 3.7 个百分点，财务费用率为 2.2%，同比下滑 1.3 个百分点。毛利率下滑的主要为纸张价格下行所致，管理费用率提升主要原因是公司今年新增并购了美国凤凰纸业公司增加了管理费用支出。

三季度业绩确认见底，后期业绩将伴随行业原料供应短缺影响逐季上行。自 2018 年初进口废纸严限政策出台后，废纸系产业链原材料供应开始出现逐年递减趋势，其中 2018 年废纸进口量为 1800 万吨，较 2017 年下行 800 万吨，2019 年预计进口量将在 1100 万吨左右，较 2017 年下行 1500 万吨，连续两年的原料短缺使得全产业链各个环节库存逐步下降，存量供应目前已行至至低位。2020 年，按照进口废纸政策出台时的指引，预计实际进口量将进一步下滑至 600 万吨左右，我们预计 2020 年国内废纸纤维总体供应量将不会超过 5600 万吨，相较于需求量的 7800 万吨，将出现 2200 万吨级别的缺口，我们判断，失去了库存缓冲影响的产业链，将引发较大供需失衡现象。拥有原材料获取渠道优势的产业链头部企业将受益。

公司为包装纸行业龙头，海外布局领先，缓解成本端压力，利用产业链资源优势推进包装产业互联网平台，有望纵向整合包装行业，维持“买入”评级。预计公司 19~21 年实现归母净利润 18.57/18.88/20.75 亿元，同比变动 -42.0%/1.6%/10.0%，对应 PE 7.9X/7.7X/7.0X。

风险提示：原材料价格波动，下游需求不及预期，项目建设不及预期，废纸进口政策的不确定性。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	17,470	24,367	23,860	28,479	29,550
增长率 yoy (%)	44.0	39.5	-2.1	19.4	3.8
归母净利润(百万元)	2,015	3,204	1,857	1,888	2,075
增长率 yoy (%)	471.0	59.0	-42.0	1.6	10.0
EPS 最新摊薄(元/股)	0.44	0.70	0.41	0.41	0.45
净资产收益率(%)	19.3	25.4	11.1	10.3	10.3
P/E(倍)	7.3	4.6	7.9	7.7	7.0
P/B(倍)	1.4	1.1	0.9	0.8	0.7

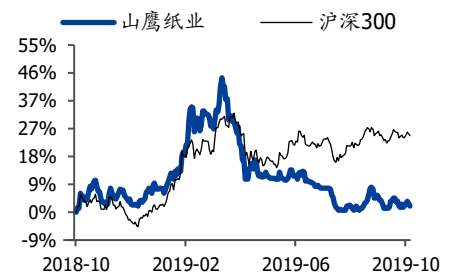
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (维持)

股票信息

行业	造纸
前次评级	买入
最新收盘价	3.10
总市值(百万元)	14,212.60
总股本(百万股)	4,584.71
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	9.20

股价走势



作者

分析师 严大林

执业证书编号：S0680519100001

邮箱：yandalin@gszq.com

相关研究

- 《山鹰纸业 (600567.SH)：可转债获批，募资投入固废循环利用提升运营效率》2019-09-23
- 《山鹰纸业 (600567.SH)：国外废价差拉大公司盈利能力环比改善，中报业绩略超预期》2019-08-31
- 《山鹰纸业 (600567.SH)：海外布局领先，积极拓展包装互联网平台》2019-07-16



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	9,175	12,034	14,006	14,278	12,155
现金	2,319	3,522	5,828	3,345	3,471
应收账款	2,208	2,945	2,101	3,922	2,327
其他应收款	176	0	172	33	180
预付账款	116	113	112	157	122
存货	2,328	2,475	2,388	3,570	2,587
其他流动资产	2,028	2,978	3,405	3,251	3,468
非流动资产	17,755	23,873	23,125	26,675	26,918
长期投资	740	1,046	1,350	1,654	1,959
固定投资	10,685	12,836	12,361	15,602	15,853
无形资产	1,181	1,413	1,465	1,537	1,614
其他非流动资产	5,149	8,578	7,948	7,881	7,492
资产总计	26,931	35,906	37,130	40,953	39,073
流动负债	12,331	15,114	14,728	17,595	15,356
短期借款	5,039	9,194	9,194	10,363	9,456
应付账款	2,121	2,558	2,180	3,624	2,374
其他流动负债	5,171	3,362	3,353	3,608	3,526
非流动负债	4,155	7,257	5,698	4,968	3,482
长期借款	3,743	6,613	5,054	4,324	2,838
其他非流动负债	412	644	644	644	644
负债合计	16,485	22,371	20,426	22,563	18,838
少数股东权益	77	354	356	358	360
股本	3,260	3,274	4,585	4,585	4,585
资本公积	4,339	4,370	4,370	4,370	4,370
留存收益	2,724	5,320	6,863	8,462	10,260
归属母公司股东收益	10,368	13,181	16,349	18,032	19,876
负债和股东权益	26,931	35,906	37,130	40,953	39,073

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动净现金流	2,780	3,248	3,449	2,434	4,933
净利润	2,020	3,437	1,859	1,889	2,078
折旧摊销	649	859	871	1,018	1,198
财务费用	616	738	729	724	735
投资损失	29	8	7	7	7
营运资金变动	-528	-1,843	-17	-1,204	916
其他经营现金流	-7	50	-0	-0	-0
投资活动净现金流	-5,195	-3,827	-130	-4,575	-1,448
资本支出	794	1,680	-1,052	3,246	-62
长期投资	-695	-359	-304	-304	-304
其他投资现金流	-5,096	-2,506	-1,487	-1,633	-1,814
筹资活动净现金流	2,665	867	-1,013	-1,510	-2,452
短期借款	-347	4,155	0	0	0
长期借款	1,133	2,870	-1,559	-730	-1,486
普通股增加	19	14	1,310	0	0
资本公积增加	50	31	0	0	0
其他筹资现金流	1,809	-6,204	-764	-780	-967
现金净增加额	252	217	2,306	-3,651	1,033

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	17,470	24,367	23,860	28,479	29,550
营业成本	13,449	18,749	18,985	23,256	24,033
营业税金及附加	171	258	214	272	287
营业费用	696	965	942	1,082	1,123
管理费用	622	857	847	968	1,005
财务费用	616	738	729	724	735
资产减值损失	40	-95	48	57	59
公允价值变动收益	-1	0	0	0	0
投资净收益	-29	-8	-7	-7	-7
营业利润	2,291	3,339	2,088	2,113	2,301
营业外收入	13	599	50	50	70
营业外支出	74	22	20	10	4
利润总额	2,230	3,916	2,118	2,153	2,367
所得税	210	480	259	264	290
净利润	2,020	3,437	1,859	1,889	2,078
少数股东收益	6	233	2	2	2
归属母公司净利润	2,015	3,204	1,857	1,888	2,075
EBITDA	3,362	5,663	3,599	3,781	4,182
EPS (元/股)	0.44	0.70	0.41	0.41	0.45

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	44.0	39.5	-2.1	19.4	3.8
营业利润 (%)	1027.7	45.7	-37.5	1.2	8.9
归属母公司净利润 (%)	471.0	59.0	-42.0	1.6	10.0
盈利能力					
毛利率 (%)	23.0	23.1	20.4	18.3	18.7
净利率 (%)	11.5	13.1	7.8	6.6	7.0
ROE (%)	19.3	25.4	11.1	10.3	10.3
ROIC (%)	12.3	13.8	7.5	7.1	7.7
偿债能力					
资产负债率 (%)	61.2	62.3	55.0	55.1	48.2
净负债比率 (%)	67.2	100.8	58.3	69.7	50.9
流动比率	0.7	0.8	1.0	0.8	0.8
速动比率	0.6	0.6	0.8	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.74	0.78	0.65	0.73	0.74
应收账款周转率	9.3	9.5	9.5	9.5	9.5
应付账款周转率	7.5	8.0	8.0	8.0	8.0
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	0.44	0.70	0.41	0.41	0.45
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.25	0.33	0.75	0.53	1.08
每股净资产 (最新摊薄)	2.26	2.81	3.50	3.87	4.27
估值指标 (倍)					
P/E	7.3	4.6	7.9	7.7	7.0
P/B	1.4	1.1	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	6.5	5.1	6.9	7.4	6.1

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com