

业绩走势短空长多，禀赋掌控助力公司成长 买入（维持）

2019年10月31日

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	24,367	22,726	28,848	33,089
同比(%)	39.5%	-6.7%	26.9%	14.7%
归母净利润(百万元)	3,204	1,853	2,237	2,803
同比(%)	59.0%	-42.2%	20.7%	25.3%
每股收益(元/股)	0.70	0.40	0.49	0.61
P/E(倍)	4.44	7.67	6.35	5.07

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

研究助理 傅嘉成

fujch@dwzq.com.cn

投资要点

■ **公司发布19年三季报**: 报告期内实现营收171.34亿(-4.48%), 归母净利润13.25亿(-42.83%), 扣非归母净利润10.79亿(-44.32%); 其中Q3单季实现营收59.64亿(-0.33%), 归母净利3.99亿(-34.63%), 扣非归母净利润2.74亿(-39.49%)。

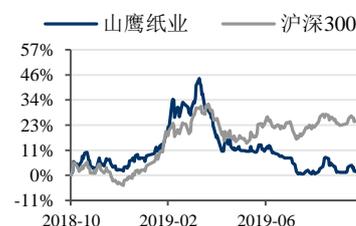
■ **利润环比下降, Q4回暖逻辑确定**: 公司期内综合实现原纸销量348.43万吨(同比基本持平); 实现包装销量9.42亿平方米。其中Q3单季度实现原纸销量127.09万吨(同比+10%以上), 瓦楞箱板纸箱销量3.54亿平方米; 测算得到, 19Q3公司单吨净利314元/吨(19H1约418元/吨), 扣非单吨净利216元/吨(19H1约364元/吨); 主要受宏观经济承压下纸价持续走低影响所致, 三季度仍呈现底部运行; 展望后市, 截至10月30日, 箱板纸、瓦楞纸的市场价格分别达3977元/吨(较6月30日-66元/吨, 9月30日+67元/吨)、3308元/吨(较6月30日-12元/吨, 9月30日+63元/吨)自Q4初来旺季提价顺利落地, 此外箱板瓦楞纸已处于去库存尾部阶段, 我们预计后续纸价维稳, Q4企业盈利将有所提振。

■ **内外废价差延续, 成本优势领先**: 截止19年10月30日, 国废单吨价格为2059元, 而外废均价1055元, 延续年初至今的走低趋势。由前期固废管理中心发放的配额显示, 至19Q3公司前12批次外废配额获批109.96万吨, 我们测算其外废与国废使用比例约为3:7, 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。Q3报告期内12万吨再生纤维生产线技改工作稳步进行, 预计年底完成投入生产, 与战略合作伙伴通过创新合作模式达成30万吨再生浆供应协议, 至年底公司将合计增加42万吨再生浆资源, 可在未来外废额度进一步收紧的情况下保障公司优质再生纤维的供应。

■ **海外积极布局上游资源, 国内稳步内延原纸产能**: 华中山鹰42万吨产线已进入设备安装调试的收尾阶段, 预计11月将开始试生产, 箱板纸产能落地近600万吨, 位列行业前三, 国外拥有再生纤维年450万吨的高效回收和物流能力(含国内回收网络则年回收量达到660万吨), 海外布局领先, 位于北欧地区拥有特种浆纸产能合计50万吨, 美国的凤凰纸业可提供36万吨浆纸和12万吨再生纤维。2019年9月, 于广东肇庆收购经营性资产, 新增特种纸产能10万吨, 预计11月正式生产运营。随着产能逐步释放, 公司有望提高市场份额, 巩固龙头地位。

■ **期间费用同比小幅上升, 集采模式引入上游议价增强**: 报告期内公司综合毛利率19.33%, 同比下降2.87pct。期间费用率为13.61%(+0.65pct), 其中管理与研发费用率7.16%(+1.31pct); 销售费用率4.21%(+0.66pct); 财务费用率2.23%(-1.32pct), 主要系本期汇兑损失较上年同期减少所致。公司经营性现金净流量23.71亿元(-27.52%), 主要系本期销售收到的现金减少所致。公司应收账款较19H1增加0.74亿至29.26亿; 存货较19H1减少2.57亿至24.47亿; 应付账款及票据较19H1增加5.97亿至44.63亿, 主要系公司引入集采模式及大宗物料账期调整所致, 应付账款周转天数为68.56天, 较去年同期增加27.52天。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	3.10
一年最低/最高价	2.97/4.40
市净率(倍)	1.02
流通A股市值(百万元)	14212.60

基础数据

每股净资产(元)	3.03
资产负债率(%)	63.42
总股本(百万股)	4584.71
流通A股(百万股)	4584.71

相关研究

- 1、《山鹰纸业(600567): 吨净利环比改善, 产业互联生态平台可期》2019-09-01
- 2、《山鹰纸业(600567): 控股云印公司, 产业链一体化优势明显》2019-05-07
- 3、《山鹰纸业(600567): 业绩表现符合预期, 关注产业链一体化优势》2019-04-14

- **建立产业互联生态平台，拓展包装业务版图：**上半年控股云印技术，通过云印微供互联网开放平台的运营和整合，实现了公司资源与平台合作伙伴的共享，与平台合作伙伴共同服务区域市场，实现更开放、更高效的行业资源整合，以 SAAS 数据工具为载体赋能平台合作伙伴，共同提升公司与合作伙伴的区域影响力。此外公司于 2019 年 9 月通过收购中山中健环保包装股份有限公司 70% 股权，提升在消费电子等高毛利、高客户粘性行业的市场份额，同时广东省肇庆市设立全资子公司山鹰纸业（广东）有限公司，深化公司在华南区域协同布局。
- **盈利预测与投资评级：**预计 19-21 年公司营收 227.26/288.48/330.89 亿（同比-6.7% /+26.9% /+14.7%），归母净利 18.53/22.37/28.03 亿（同比-42.2% /+20.7% /+25.3%），对应 PE 为 7.67X /6.35X /5.07X，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：山鹰纸业季度财务数据一览

单位：百万元	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
营业总收入	3,374.20	4,087.29	4,922.66	5,085.54	5,418.91	6,535.11	5,983.85	6,428.67	5,216.39	5,953.46	5,964.12
YOY	37.32%	38.76%	60.64%	38.66%	60.60%	59.89%	21.56%	26.41%	-3.74%	-8.90%	-0.33%
归母净利润	432.88	393.35	604.58	583.70	605.40	1,100.61	611.11	886.75	458.10	467.06	399.48
YOY	615.46%	339.70%	959.64%	300.39%	39.85%	179.80%	1.08%	51.92%	-24.33%	-57.56%	-34.63%
扣非归母净利润	430.18	374.70	598.68	596.76	489.22	996.59	452.75	738.21	344.71	460.77	273.96
YOY	953.37%	391.97%	1688.26%	357.16%	13.72%	165.97%	-24.38%	23.70%	-29.54%	-53.77%	-39.49%
毛利率	25.33%	19.19%	24.91%	22.71%	21.27%	24.73%	20.26%	25.45%	19.78%	20.87%	17.40%
期间费用率	11.21%	10.39%	10.40%	12.16%	11.42%	8.63%	11.90%	19.55%	13.39%	13.83%	13.57%
其中：销售费用率	4.22%	4.02%	3.54%	4.23%	4.43%	2.85%	3.54%	5.09%	4.50%	3.31%	4.87%
其中：管理费用率	129.55	117.91	135.00	239.57	187.45	195.70	237.88	235.82	234.42	272.56	287.54
研发费用率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	591.41	149.45	153.66	129.52
管理+研发费用率	3.84%	2.88%	2.74%	4.71%	3.46%	2.99%	3.98%	12.87%	7.36%	7.16%	6.99%
其中：财务费用率	106.41	142.71	202.77	163.80	191.58	182.46	261.96	102.24	79.82	200.40	101.77
财务费用率	3.15%	3.49%	4.12%	3.22%	3.54%	2.79%	4.38%	1.59%	1.53%	3.37%	1.71%
归母净利率	12.83%	9.62%	12.28%	11.48%	11.17%	16.84%	10.21%	13.79%	8.78%	7.85%	6.70%
存货	2,481.12	2,214.93	2,201.73	2,327.72	2,494.30	2,740.94	3,396.31	2,475.45	2,715.42	2,704.20	2,446.72
较上年同期增减	25.26%	18.29%	16.13%	38.05%	0.53%	23.75%	54.26%	6.35%	8.87%	-1.34%	-27.96%
应收票据	1,518.47	1,874.20	1,420.79	947.63	925.91	513.68	397.29	491.22	525.22	480.32	426.16
较上年同期增减	876.00	1206.92	677.01	-29.89	-592.56	-1360.53	-1023.50	-456.41	-400.68	-33.36	28.87
应收账款	1,788.79	1,953.87	2,167.01	2,207.76	2,743.25	2,947.45	2,786.85	2,944.91	2,730.11	2,851.70	2,925.87
较上年同期增减	148.34	128.79	410.70	662.94	954.46	993.58	619.83	737.15	-13.14	-95.75	139.02
应付账款及应付票据	1,738.98	1,804.83	1,782.60	2,155.91	2,106.17	3,246.34	4,191.94	2,750.24	3,321.56	3,865.97	4,462.57
较上年同期增减	320.26	330.45	317.43	670.70	367.19	1,441.51	2,409.34	594.33	1,215.39	619.62	270.63
预收账款	96.38	84.87	119.37	94.73	123.18	115.83	241.75	91.28	104.08	97.81	161.66
较上年同期增减	16.74	33.38	42.95	6.73	26.81	30.96	122.38	-3.45	-19.10	-18.01	-80.09
经营性现金流净额	-507.07	236.56	851.33	2,199.04	-65.08	2,487.43	848.88	-23.23	-399.46	947.36	1,823.36
较上年同期增减	-821.28	293.05	351.64	2,013.54	441.99	2,250.87	-2.46	-2,222.27	-334.38	-1,540.07	974.48
筹资性现金流净额	323.68	1,512.22	-862.10	1,691.15	1,509.78	-2,036.68	-714.36	2,107.97	2,019.14	-1,000.74	-1,316.72
较上年同期增减	208.61	895.06	-1,225.94	1,619.92	1,186.10	-3,548.90	147.75	416.82	509.36	1,035.95	-602.36
资本开支	46.86	70.95	177.54	498.95	265.62	471.48	333.01	610.14	457.50	1,020.09	548.24
较上年同期增减	-210.34	-341.68	-77.73	402.71	218.76	400.53	155.47	111.19	191.88	548.62	215.23
ROE	5.04%	4.39%	6.42%	5.81%	5.67%	9.82%	5.20%	7.03%	3.42%	3.40%	2.85%
YOY (±)	4.05%	2.95%	5.63%	4.05%	0.64%	5.43%	-1.22%	1.21%	-2.25%	-6.42%	-2.35%
资产负债率	58.54%	60.82%	58.17%	61.21%	64.49%	64.16%	63.63%	62.30%	64.30%	63.89%	63.42%
YOY (±)	-8.38%	-6.66%	-0.51%	3.25%	5.95%	3.34%	5.46%	1.09%	-0.19%	-0.27%	-0.21%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：外延内生吨净利

山鹰纸业季度数据	2017Q1	2017Q2	2017H1	2017Q3	2017Q4	2017H2	2017A	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2018A	2019Q1	2019Q2
归母净利润 (亿元)	4.33	3.93	8.26	6.06	5.83	11.89	20.15	6.05	11.01	6.11	8.87	32.04	4.58	4.67
YOY								40%	180%	1%	52%	59%	-24%	-58%
扣非净利润 (亿元)	4.30	3.75	8.05	5.99	5.97	11.96	20.00	4.89	9.97	4.53	7.38	26.77	3.45	4.61
其中：包装业务	0.23	0.23	0.46	0.27	0.60	0.87	1.79	0.21	0.19	0.20	1.30	1.90	0.05	0.35
其中：坏账准备转回带来								0.45	0.32	-0.19	-0.01	0.57		
其中：北欧纸业					0.44	0.44	0.44	0.70	0.81	0.28	0.66	2.45	0.90	0.78
其中：凤凰纸业 (营业外收入)											3.49	3.49		
(内生+联益) 归母净利润 (剔除并表、坏账)	4.10	3.70	7.80	5.79	4.79	10.58	17.92	4.70	9.68	5.82	3.43	23.63	3.63	3.54
YOY								15%	162%	1%	-28%	32%	-23%	-63%
(内生+联益) 扣非净利润 (剔除并表、坏账)	4.07	3.52	7.59	5.72	4.93	10.65	17.77	3.53	8.64	4.24	5.43	21.85	2.50	3.48
YOY								-29%	114%	-39%	-72%	-17%	-36%	-65%
预计总销量 (万吨)	70.00	99.00	169.00	90.00	95.00	185.00	354.00	108	120	115	117	461	103	118
其中：内生+联益销量	70.00	99.00	169.00	90.00	90.00	180.83	349.83	102	113	110	110	455	95	112
其中：北欧纸业销量					4.17	4.17	4.17	6	8	5	7	26	8	6
吨净利 (总, 元)	586	374	462	643	551	596	519	541	898	514	645	654	440	365
吨净利 (总, 元)	582	355	449	635	565	599	514	434	811	377	519	540	330	360
吨净利 (内生+联益, 元)	586	374	462	643	532	585	512	460	858	529	312	544	382	316
YOY								-21%	129%	-18%	-41%	6%	-17%	-63%
吨扣非净利 (内生+联益, 元)	582	355	449	635	548	589	508	346	765	386	494	503	263	311
YOY								-40%	142%	-36%	-70%	-15%	-29%	-67%
吨净利 (北欧纸业, 元)					1055	1055		1167	1069	560	890	942	1125	1329

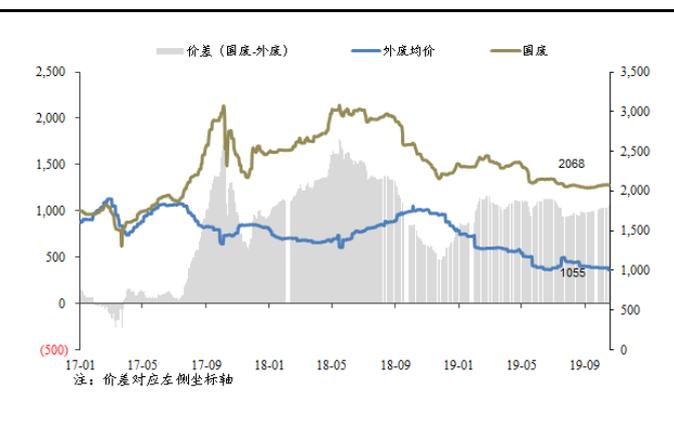
数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

图 3：外废配额发放一览（截至 2019 年第 13 批）

外废配额发放情况一览（截至19/10/17）									
序号	单位（万吨） 企业	2019		2018		2017		2016	
		前13批次	占比	总计	占比	总计	占比	总计	占比
1	玖龙纸业	336.98	32.74%	621.79	34.01%	847	27.17%	1317	32.28%
2	理文造纸	145.05	14.09%	282.45	15.45%	398	12.77%	533	13.06%
3	广州造纸	73.00	7.09%	75.00	4.10%	62	1.99%	83	2.03%
4	山鹰纸业（含福建联盛）	143.29	13.92%	246.05	13.46%	256	8.21%	305	7.48%
5	联盛（龙海）	34.29	3.33%	64.22	3.51%	166	5.33%	179	4.39%
6	华泰纸业	84.00	8.16%	98.40	5.38%	93	2.98%	121	2.97%
7	东莞建晖	41.31	4.01%	70.81	3.87%	100	3.21%	101	2.48%
8	山东世纪阳光	21.42	2.08%	35.72	1.95%	51	1.64%	53	1.30%
9	景兴纸业	18.63	1.81%	35.46	1.94%	48	1.54%	68	1.67%
10	宁波亚洲	19.90	1.93%	37.17	2.03%	36	1.15%	41	1.00%
11	东莞金洲	18.53	1.80%	39.64	2.17%	55	1.76%	51	1.25%
12	荣成环保	22.24	2.16%	33.06	1.81%	57	1.83%	65	1.59%
13	其他	111.23	10.81%	188.31	10.30%	948	30.41%	1163	28.50%
总配额		1069.88		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

图 4：内外废价差（截至 2019.10.30）



数据来源：卓创资讯，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
流动资产	12034	10209	13660	11269	营业收入	24367	22726	28848	33089
现金	3522	3409	3750	3309	减:营业成本	18749	18128	23176	26287
应收账款	2945	2249	3932	2741	营业税金及附加	258	241	306	351
存货	2475	2070	2738	2352	营业费用	965	877	1073	1230
其他流动资产	3091	2482	3240	2868	管理费用	1448	536	674	764
非流动资产	23873	25550	28462	30159	财务费用	738	976	1145	1328
长期股权投资	1046	1246	1446	1646	资产减值损失	-95	30	58	33
固定资产	12836	13798	16527	18111	加:投资净收益	-8	-10	-13	-15
在建工程	3567	4365	4077	3738	其他收益	0	0	0	0
无形资产	1413	1427	1660	1884	营业利润	3339	1928	2404	3082
其他非流动资产	5011	4714	4753	4780	加:营业外净收支	577	277	267	272
资产总计	35906	35759	42123	41428	利润总额	3916	2205	2670	3354
流动负债	15114	15148	19842	19982	减:所得税费用	480	270	327	411
短期借款	9194	8769	10124	10809	少数股东损益	233	82	107	140
应付账款	2558	1590	4648	3730	归属母公司净利润	3204	1853	2237	2803
其他流动负债	3362	4789	5070	5443	EBIT	3204	3184	3925	4809
非流动负债	7257	5930	6013	6072	EBITDA	4055	4234	5224	6287
长期借款	3645	3645	3645	3645					
其他非流动负债	3612	2284	2368	2426	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	22371	21078	25856	26054	每股收益(元)	0.70	0.40	0.49	0.61
少数股东权益	354	631	907	1184	每股净资产(元)	2.88	3.06	3.35	3.10
归属母公司股东权益	13181	14050	15360	14190	发行在外股份(百万股)	4571	4585	4585	4585
负债和股东权益	35906	35759	42123	41428	ROIC(%)	9.6%	9.6%	10.8%	13.3%
					ROE(%)	27.2%	13.6%	15.2%	19.0%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	毛利率(%)	23.1%	20.2%	19.7%	20.6%
经营活动现金流	3248	5471	5135	7169	销售净利率(%)	14.1%	8.5%	8.1%	8.9%
投资活动现金流	-3827	-7728	-8391	-7128	资产负债率(%)	62.3%	58.9%	61.4%	62.9%
筹资活动现金流	867	2143	3597	-482	收入增长率(%)	39.5%	-6.7%	26.9%	14.7%
现金净增加额	217	-113	341	-441	净利润增长率(%)	59.0%	-42.2%	20.7%	25.3%
折旧和摊销	851	1050	1299	1478	P/E	4.44	7.67	6.35	5.07
资本开支	1680	7661	8325	7061	P/B	1.08	1.01	0.93	1.00
营运资本变动	75	-1859	-1243	-2531	EV/EBITDA	8.15	7.53	6.95	5.88

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>

