

山鹰纸业(600567)/造纸
业绩短期承压，静待格局好转
评级：增持(维持)

市场价格：3.10元

分析师：徐稚涵

执业证书编号：S0740518060001

Email: xuzh01@r.qlzq.com.cn

研究助理：郭美鑫

Email: guomx@r.qlzq.com.cn

研究助理：徐偲

Email: xucai@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(亿股)	45.85
流通股本(亿股)	45.85
市价(元)	3.10
市值(亿元)	142
流通市值(亿元)	142

股价与行业-市场走势对比
相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	17,469.68	24,366.54	24,456.22	30,941.80	36,393.20
增长率 yoy%	43.96%	39.48%	0.37%	26.52%	17.62%
归属母公司净利润	2,014.52	3,203.86	1,926.40	2,449.21	3,078.77
增长率 yoy%	471.0%	59.0%	-39.9%	27.1%	25.7%
每股收益(元)	0.44	0.70	0.42	0.53	0.67
净资产收益率	19.34%	25.39%	12.62%	14.39%	15.95%
P/E	7.06	4.44	7.38	5.80	4.62
P/B	1.36	1.05	0.91	0.81	0.71

备注：

投资要点

- **事件：山鹰纸业发布 2019 年三季度报告**，2019 前三季度公司实现营收 171.34 亿元，同比下降 4.48%；实现归母净利润 13.25 亿元，同比下滑 42.83%；实现扣非后归母净利润 10.79 亿元，同比下滑 44.32%；经营活动现金净流量 23.71 亿元，同比下滑 27.51%。单三季度公司实现营收 59.64 亿元，同比下滑 0.33%；实现归母净利润 3.99 亿元，同比下滑 34.63%；实现扣非后归母净利润 2.74 亿元，同比下滑 39.49%。
- **受纸价下跌影响，毛利率短期承压**。2019 年前三季度，包装纸行业成品纸价格走低，前三季度箱板纸/瓦楞纸均价 4196/3357 元/吨，同比下滑 16.8%/19.5%，其中单三季度市场均价 3907/3107 元/吨，同比下跌 23.2%/28.2%。纸价下跌导致公司毛利率承压。2019 年前三季度公司毛利率为 19.33%，同比下滑 2.87pct。其中 Q1/Q2/Q3 毛利率分别为 19.78%/20.87%/17.40%，同比下滑 1.49pct/3.87pct/2.86pct。2019 年前三季度公司实现原纸产量 352.19 万吨，销量 348.43 万吨，同比增加约 1%，产销率 98.93%；瓦楞箱板纸箱产量 9.18 亿平方米，销量 9.42 亿平方米，同比增加约 3%，产销率 102.61%。
- **销售及管理费用率上升，净利率大幅度走低**。2019 年前三季度销售费用率 4.21%，同比上升 0.66pct。管理费用率为 4.64%，同比提升 1.18pct；财务费用率 2.23%，同比下降 1.32pct。单三季度销售费用率 4.87%，同比上升 1.33pct；管理费用率 4.82%，同比上升 0.85pct；财务费用率 1.71%，同比下降 2.67pct。公司前三季度净利率 7.58%，同比下降 5.32pct，其中 Q1/Q2/Q3 净利率分别为 8.63%/7.77%/6.47%，同比下滑 2.54pct/9.08pct/3.67pct。
- **强化产业链协同，持续扩大成本领先优势**。1) 通过收购中山中健环保包装股份有限公司 70%股权，以及在广东省肇庆市设立全资子公司山鹰纸业(广东)有限公司，深化公司在华南的区域布局。2) 华中造纸基地一期项目已进入设备安装调试的收尾阶段，预计 11 月将开始试生产。3) 凤凰纸业 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。4) 2019 年行业外废配额集体缩减的大前提下，公司外废配额约为 131.4 万吨，占总配额比重的 14%，较 18 年微降 1pct，但较 17 年提升 6pct，龙头优势继续稳固。5) 通过与战略合作伙伴达成的 30 万吨再生浆供应协议，至今年底，公司将有合计 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，降低未来的原料成本。
- **投资建议**：考虑到纸价下跌以及销售管理费用增加，我们小幅下调公司 2019-2021 年营业收入为 244.6、309.4、363.9 亿元，同比增长 0.4%、26.5%、17.6%；归母净利润预测下调至 19.3、24.5、30.8 亿元，同比下滑 39.9%、增长 27.1%、增长 25.7%（调整前归母净利润分别为 24.9、29.0、34 亿元，同比下滑 22.3%、增长 16.3%、增长 17.4%），对应 EPS0.42、0.53、0.67 元，维持“增持”评级。
- **风险提示**：原材料价格波动风险、募投项目不达预期、利率大幅上升风险。

图表 1: 山鹰纸业三大财务报表

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	24366.54	24456.22	30941.80	36393.20	净利润	3436.70	1965.75	2516.88	3171.93
营业成本	18749.28	19687.31	24863.06	29195.63	折旧与摊销	858.73	1206.59	1319.79	1357.79
营业税金及附加	258.29	244.56	309.42	363.93	财务费用	738.25	758.14	897.31	1019.01
销售费用	965.13	929.34	1144.85	1310.16	资产减值损失	-94.63	45.00	40.00	35.00
管理费用	856.84	855.97	1082.96	1273.76	经营营运资本变动	-3520.20	665.23	-445.58	-890.53
财务费用	738.25	758.14	897.31	1019.01	其他	1829.15	-34.32	-32.09	-29.66
资产减值损失	-94.63	45.00	40.00	35.00	经营活动现金流净额	3248.00	4606.38	4296.32	4663.55
投资收益	-7.59	-10.00	-8.00	-6.00	资本支出	-6033.99	-500.00	-700.00	-900.00
公允价值变动损益	0.03	0.67	0.24	0.35	其他	2207.11	779.78	-57.41	-18.03
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3826.88	279.78	-757.41	-918.03
营业利润	3339.24	1926.57	2596.44	3190.07	短期借款	4155.35	-5144.10	-1716.31	-1691.83
其他非经营损益	577.14	320.00	280.00	435.00	长期借款	1685.85	0.00	0.00	0.00
利润总额	3916.37	2246.57	2876.44	3625.07	股权融资	45.08	1310.36	0.00	0.00
所得税	479.67	280.82	359.55	453.13	支付股利	-607.85	-1020.21	-604.01	-767.11
净利润	3436.70	1965.75	2516.88	3171.93	其他	-4411.71	-2331.32	-894.31	-1014.01
少数股东损益	232.84	39.35	67.67	93.16	筹资活动现金流净额	866.72	-7185.27	-3214.64	-3472.95
归属母公司股东净利润	3203.86	1926.40	2449.21	3078.77	现金流量净额	217.37	-2299.10	324.28	272.57
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	3521.91	1222.81	1547.09	1819.66	成长能力				
应收和预付款项	3903.77	4549.75	5517.00	6484.31	销售收入增长率	39.48%	0.37%	26.52%	17.62%
存货	2475.45	2986.50	3704.33	4299.56	营业利润增长率	45.73%	-42.31%	34.77%	22.86%
其他流动资产	2132.52	1346.91	1587.99	1996.28	净利润增长率	70.11%	-42.80%	28.04%	26.03%
长期股权投资	1045.84	1045.84	1045.84	1045.84	EBITDA 增长率	38.81%	-21.17%	23.70%	15.65%
投资性房地产	233.15	217.29	226.34	224.46	获利能力				
固定资产和在建工程	16402.35	15757.78	15200.01	14804.23	毛利率	23.05%	19.50%	19.65%	19.78%
无形资产和开发支出	4742.69	4686.03	4629.37	4572.70	三费率	10.51%	10.40%	10.10%	9.90%
其他非流动资产	1448.68	1380.33	1415.57	1424.48	净利率	14.10%	8.04%	8.13%	8.72%
资产总计	35906.37	33193.24	34873.54	36671.53	ROE	25.39%	12.62%	14.39%	15.95%
短期借款	9194.29	4050.19	2333.88	642.05	ROA	9.57%	5.92%	7.22%	8.65%
应付和预收款项	3841.95	4439.41	5428.46	6096.86	ROIC	17.72%	9.66%	12.89%	15.25%
长期借款	3645.41	3645.41	3645.41	3645.41	EBITDA/销售收入	20.26%	15.91%	15.56%	15.30%
其他负债	5689.24	5483.80	5978.49	6395.09	营运能力				
负债合计	22370.90	17618.81	17386.25	16779.41	总资产周转率	0.78	0.71	0.91	1.02
股本	3274.35	4584.71	4584.71	4584.71	固定资产周转率	2.07	1.71	2.00	2.43
资本公积	4370.04	4370.04	4370.04	4370.04	应收账款周转率	9.46	8.20	9.09	8.82
留存收益	5320.04	6226.24	8071.43	10383.10	存货周转率	7.75	7.16	7.39	7.26
归属母公司股东权益	13181.37	15180.98	17026.18	19337.85	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	91.83%	—	—	—
少数股东权益	354.09	393.44	461.11	554.27	资本结构				
股东权益合计	13535.47	15574.42	17487.29	19892.12	资产负债率	62.30%	53.08%	49.86%	45.76%
负债和股东权益合计	35906.37	33193.24	34873.54	36671.53	带息债务/总负债	70.66%	60.52%	51.46%	43.24%
					流动比率	0.80	0.98	1.22	1.53
					速动比率	0.63	0.69	0.85	1.08
					股利支付率	18.97%	52.96%	24.66%	24.92%
					每股指标				
					每股收益	0.70	0.42	0.53	0.67
					每股净资产	2.95	3.40	3.81	4.34
					每股经营现金	0.71	1.00	0.94	1.02
					每股股利	0.13	0.22	0.13	0.17
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	4936.21	3891.30	4813.54	5566.87					
PE	4.44	7.38	5.80	4.62					
PB	1.05	0.91	0.81	0.71					
PS	0.58	0.58	0.46	0.39					
EV/EBITDA	4.39	5.57	4.06	3.16					
股息率	4.28%	7.18%	4.25%	5.40%					

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 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 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。