

山鹰纸业（600567）2019年三季度报点评

## 业绩符合预期，新项目布局逐渐展开

### 事项:

❖ 公司公告 2019 年三季报，2019 年 Q1-Q3 实现营业收入 171.34 亿元，同比下滑-4.48%；实现归母净利润 13.25 亿元，同比下滑 42.83%；扣非后归母净利润 10.79 亿元，同比下滑 44.32%，业绩符合预期。

### 评论:

- ❖ **二季度单季度降幅收窄，经营表现符合预期。**公司 2019 年 Q3 单季度营收 59.64 亿元，同比下滑 0.33%，下滑幅度较 2019 年 H1 明显收窄，Q3 单季度归母净利润 3.99 亿元，同比下滑 34.63%，单季度扣非后归母净利润 2.74 亿元，同比下滑 39.49%。2019 年 Q1-Q3 公司毛利率为 19.33%，同比降低 2.86pct，净利润为 7.58%，同比降低 5.32pct。2019 年 Q3 单季度毛利率 17.4%，同比降低 2.86pct，Q3 单季度净利率 6.47%，同比降低 3.67pct。
- ❖ **箱板纸产销稳定，纸价波动致使盈利波动：**2019 年 Q1-Q3 公司实现原纸产量 352.19 万吨，销量 348.43 万吨，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，产销率 102.61%，报告期内公司的原纸及纸制品销量均实现同比上升。2019 年 Q3 箱板纸全市场平均标杆价格 3907 元/吨，较 2019 年 Q2 全市场平均标杆价格低 308 元/吨；2019 年 Q3 瓦楞纸全市场平均标杆价格 3246 元/吨，较 2019 年 Q2 全市场平均标杆价格低 234 元/吨。
- ❖ **新项目布局渐次展开：**公司根据 2019 年度总体战略部署，以强化产业链协同、完善重点区域布局和稳步推进项目建设为工作主线，着重做好了以下工作：（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。
- ❖ **看好公司持续新项目布局，维持“强推”评级。**考虑近期箱板纸价格下跌，我们将公司 2019-2021 年归母净利润预测由 32.5、34.75、34.97 亿元调整为 18.49、19.31、19.91 亿元，对应当前市值 PE 分别为 7.7、7.3、7.1 倍，看好公司作为箱板纸龙头企业未来海外布局能力，业务范围持续扩展，维持 6 元/股目标价，对应 19 年 15XPE，维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**宏观经济下行导致需求不振，箱板瓦楞纸行业格局超预期变化。

### 主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	24,367	29,219	33,330	33,701
同比增速(%)	39.5%	19.9%	14.1%	1.1%
归母净利润(百万)	3,204	1,849	1,931	1,991
同比增速(%)	59.0%	-42.3%	4.4%	3.1%
每股盈利(元)	0.70	0.40	0.42	0.43
市盈率(倍)	3.2	7.7	7.3	7.1
市净率(倍)	0.8	0.9	0.8	0.7

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2019 年 10 月 31 日收盘价

## 强推（维持）

目标价：6 元

当前价：3.09 元

### 华创证券研究所

#### 证券分析师：郭庆龙

电话：010-63214658

邮箱：guoqinglong@hcyjs.com

执业编号：S0360518100001

#### 证券分析师：陈梦

电话：010-66500831

邮箱：chenmeng1@hcyjs.com

执业编号：S0360518110002

#### 联系人：葛文欣

电话：010-63215669

邮箱：gewenxin@hcyjs.com

### 公司基本数据

总股本(万股)	458,471
已上市流通股(万股)	458,471
总市值(亿元)	141.67
流通市值(亿元)	141.67
资产负债率(%)	63.4
每股净资产(元)	3.1
12 个月内最高/最低价	4.4/3.0

### 市场表现对比图(近 12 个月)



### 相关研究报告

《山鹰纸业（600567）2018 年中报点评：北欧、联盛纸业并表，业绩大幅增长，收购海外废纸渠道打造全产业链一体化闭环》

2018-08-31

《山鹰纸业（600567）2018 年三季度报点评：业绩符合预期，Q3 提价迟缓，废纸原材料海外布局成箱板纸龙头企业新看点》

2018-10-22

《山鹰纸业（600567）2018 年报点评：业绩符合预期，海外布局奠定长远发展基石》

2019-03-25

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	3,522	2,446	3,515	7,955
应收票据	491	589	672	679
应收账款	2,945	3,387	3,863	3,906
预付账款	113	148	167	168
存货	2,475	3,230	3,653	3,666
其他流动资产	2,488	2,966	3,389	3,462
流动资产合计	12,034	12,766	15,259	19,836
其他长期投资	1,165	1,307	1,421	1,432
长期股权投资	1,046	900	800	800
固定资产	12,836	12,301	11,803	11,338
在建工程	3,567	3,617	3,667	3,717
无形资产	1,413	1,272	1,145	1,030
其他非流动资产	3,845	3,836	3,826	3,821
非流动资产合计	23,872	23,233	22,662	22,138
<b>资产合计</b>	<b>35,906</b>	<b>35,999</b>	<b>37,921</b>	<b>41,974</b>
短期借款	9,194	13,350	17,505	21,660
应付票据	192	251	283	284
应付账款	2,558	3,338	3,775	3,788
预收款项	91	109	125	126
其他应付款	223	210	200	200
一年内到期的非流动负债	1,358	1,358	1,358	1,358
其他流动负债	1,498	-8,107	-14,582	-18,532
流动负债合计	15,114	10,509	8,664	8,884
长期借款	3,645.00	5,331.00	7,017.00	8,703.00
应付债券	2,968.00	2,968.00	2,968.00	2,968.00
其他非流动负债	644	568	567	567
非流动负债合计	7,257	8,867	10,552	12,238
<b>负债合计</b>	<b>22,371</b>	<b>19,376</b>	<b>19,216</b>	<b>21,122</b>
归属母公司所有者权益	13,181	16,124	18,055	20,046
少数股东权益	354	499	650	806
<b>所有者权益合计</b>	<b>13,535</b>	<b>16,623</b>	<b>18,705</b>	<b>20,852</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>35,906</b>	<b>35,999</b>	<b>37,921</b>	<b>41,974</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,163</b>	<b>2,921</b>	<b>3,167</b>	<b>4,111</b>
现金收益	5,034	3,590	3,898	4,176
存货影响	-148	-754	-424	-12
经营性应收影响	-183	-554	-559	-31
经营性应付影响	640	843	476	15
其他影响	-1,180	-203	-225	-37
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3,827</b>	<b>-241</b>	<b>-280</b>	<b>-390</b>
资本支出	-5,268	-401	-399	-397
股权投资	1	-146	-100	0
其他长期资产变化	1,440	306	219	7
<b>融资活动现金流</b>	<b>867</b>	<b>-3,756</b>	<b>-1,818</b>	<b>719</b>
借款增加	7,826	5,841	5,841	5,841
股利及利息支付	-1,341	-586	0	0
股东融资	128	128	128	128
其他影响	-5,746	-9,139	-7,787	-5,250

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>24,367</b>	<b>29,219</b>	<b>33,330</b>	<b>33,701</b>
营业成本	18,749	24,462	27,671	27,764
税金及附加	258	310	353	357
销售费用	965	1,227	1,400	1,415
管理费用	857	1,081	1,233	1,247
财务费用	738	569	842	1,104
资产减值损失	-95	-20	-20	-20
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-8	-8	-8	-8
其他收益	1,044	900	900	1,000
<b>营业利润</b>	<b>3,339</b>	<b>1,774</b>	<b>1,935</b>	<b>2,009</b>
营业外收入	599	520	460	460
营业外支出	22	22	22	22
<b>利润总额</b>	<b>3,916</b>	<b>2,272</b>	<b>2,373</b>	<b>2,447</b>
所得税	479	278	291	300
<b>净利润</b>	<b>3,437</b>	<b>1,994</b>	<b>2,082</b>	<b>2,147</b>
少数股东损益	233	145	151	156
<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,204</b>	<b>1,849</b>	<b>1,931</b>	<b>1,991</b>
NOPLAT	4,085	2,493	2,821	3,116
EPS(摊薄) (元)	0.70	0.40	0.42	0.43

**主要财务比率**

	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	39.5%	19.9%	14.1%	1.1%
EBIT 增长率	63.6%	-39.0%	13.1%	10.5%
归母净利润增长率	59.0%	-42.3%	4.4%	3.1%
<b>获利能力</b>				
毛利率	23.1%	16.3%	17.0%	17.6%
净利率	14.1%	6.8%	6.2%	6.4%
ROE	23.7%	11.1%	10.3%	9.5%
ROIC	15.7%	9.4%	10.6%	10.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	62.3%	81.3%	94.3%	99.4%
债务权益比	131.6%	141.8%	157.3%	169.1%
流动比率	79.6%	121.5%	176.1%	223.3%
速动比率	63.2%	90.7%	134.0%	182.0%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.8
应收帐款周转天数	38	39	39	41
应付帐款周转天数	45	43	46	49
存货周转天数	46	42	45	47
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.70	0.40	0.42	0.43
每股经营现金流	0.91	0.64	0.69	0.90
每股净资产	2.87	3.52	3.94	4.37
<b>估值比率</b>				
P/E	3.2	7.7	7.3	7.1
P/B	0.8	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	30.5	43.5	40.1	37.6

## 轻工组团队介绍

**组长、首席分析师：郭庆龙**

英国伦敦大学管理学硕士。曾任职于兴业基金、招商证券。2018 年加入华创证券研究所。

**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：葛文欣**

南开大学经济学硕士。2018 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	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
广深机构销售部	张娟	所长助理、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
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@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: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500