

山鹰纸业(600567)

点评报告

行业公司研究——造纸行业

证券研究报告

三季度基本面大概率触底，估值处于底部区域，维持买入评级
——2019 三季报点评

✍️：姜浩 执业证书编号：S1230518070004
☎️：
✉️：jianghao01@stocke.com.cn

报告导读

公司发布 2019 年三季报，前三季度营收同比降 4.5%至 171.3 亿，净利润同比降 42.8%至 13.24 亿。

投资要点

□ 第三季度盈利能力仍呈环比走低之势，但四季度预计将开始环比改善

公司发布 2019 年三季报，前三季度实现营收 171.3 亿，同比下滑 4.5%；第三季度实现营收 59.6 亿，同比略微下滑 0.3%。2019 年前三季度实现归母净利润 13.24 亿，同比下滑 42.8%，第三季度实现归母净利润近 4 亿，同比下滑 34.6%。从盈利能力的角度看，第三季度毛利率为 17.4%，同比降低 2.9 个百分点，环比降低 3.5 个百分点。但从吨纸盈利数据测算来看，8 月底箱板瓦楞纸的吨纸盈利开始反弹，我们判断一方面是受益于季节性需求回暖，另一方面是受益于下游补库存所致，从目前中美贸易谈判的形势来看，四季度国内出口有望改善，驱动箱板瓦楞纸的吨纸盈利在四季度延续环比上升的状态。

□ 上游布局即将见效，造纸环节继续扩张

2019 年前 9 月，国内累计进口废纸 869 万吨，同比减少 24.6%，进口废纸量大幅减少。国内废纸进口额度的不断削减是大势所趋，我们预计 2020 年进口额度将进一步减少，公司在美国凤凰纸业的 12 万吨再生浆预计将在年底投入生产，山鹰纸业在上游的布局即将开花结果。

造纸环节，湖北基地第一条生产线预计将在 11 月投产，第二、第三条生产线将在未来一个季度投产，总计产能 1201-130 万吨，公司正式开始在华中的布局；2019 年 6 月公司在广东省肇庆市设立山鹰纸业广东有限公司，开启了华南区域的布局，至此山鹰基本已经完成国内各大区域的产能布局。箱板瓦楞纸在经历 2016-2017 年的纸价非理性上涨之后，行业集中度提升的进度被放缓，但我们认为后续随着外废进口的量的不断削减，龙头企业将凭借上游资源以及产能布局完善的优势继续提升份额。

□ 基本面大概率触底，PB 估值已经低于 1 倍，给予买入评级

我们预计 2019-2020 年公司的 EPS 为 0.39 元和 0.46 元，当前股价对应 PE 分别为 8、6.7 倍，当前 PB 为 0.96 倍，我们认为无论从 PE 还是 PB 角度看，山鹰纸业目前都已经处于价值被低估的状态，给予“买入评级”。

风险提示：房地产销量超预期下行。

财务摘要

(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	24366.54	23849.25	27085.23	31263.92
(+/-)	39.48%	-2.12%	13.57%	15.43%
净利润	3203.86	1784.07	2121.75	2458.54
(+/-)	59.04%	-44.31%	18.93%	15.87%
每股收益(元)	0.70	0.39	0.46	0.54
P/E	4.44	7.97	6.70	5.78

评级

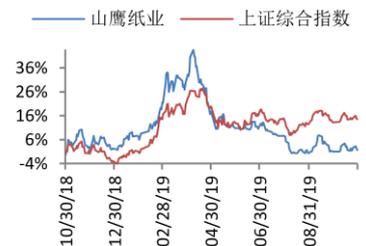
上次评级
当前价格

买入

买入
¥ 3.09

单季度业绩

	元/股
3Q/2019	0.08
2Q/2019	0.10
1Q/2019	0.10
4Q/2018	0.25



公司简介

相关报告

- 《业绩承压于贸易摩擦，PB 略低于 1，已到左侧价值布局区间》2019.09.03
- 《山鹰纸业：业绩下滑符合预期，二季度有望迎来拐点》2019.04.14
- 《2018 年业绩继续高增长，发布回购预案，维持买入评级》2019.03.20
- 《三季度经营稳健，现金流充沛，四季度盈利有望改善，买入评级》2018.10.23

报告撰写人：姜浩
数据支持人：姜浩

正文部分

1、前三季度营收同比下滑 4.5%，净利润同比下滑 42.8%

公司发布 2019 年三季报，前三季度实现营收 171.3 亿，同比下滑 4.5%；第三季度实现营收 59.6 亿，同比略微下滑 0.3%。公司前三季度营收同比下滑主要受箱板瓦楞纸价格下跌所致，前三季度箱板纸均价同比下跌 16%-20%。

2019 年前三季度实现归母净利润 13.24 亿，同比下滑 42.8%，第三季度实现归母净利润近 4 亿，同比下滑 34.6%。三季度公司的盈利能力低于我们的预期，另业绩低于预期。主要原因在于废纸价格跌幅低于我们此前的预判。

2、前三季度毛利率同比降低 2.9 个百分点，期间费用率同比提升 3 个百分点

前三季度公司的毛利率为 19.3%，同比降低 2.9 个百分点，主要原因还是纸价下跌所致；第三季度毛利率为 17.4%，同比降低幅度亦为 2.9%。前三季度公司的期间费用率为 13.6%，同比上升 3 个百分点；其中销售费用率同比增加 0.6 个百分点至 4.2%；管理费用率同比增加 3.7 个百分点至 7.2%。费用率的上升一方面是收入下滑的情况下，受费用刚性增加所致；另一方面，2018 年公司在前三季度并没有在管理费用中计提研发费用，而是在四季度一次性计提。

3、上游布局即将见效，造纸环节继续扩张

2019 年前 9 月，国内累计进口废纸 869 万吨，同比减少 24.6%，进口废纸量大幅减少，一方面受审批额度减少所致，另一方面拥有额度的企业鉴于后续额度批复的不确定性，亦不敢轻易用尽额度。国内废纸进口额度的不断削减是大势所趋，我们预计 2020 年进口额度将进一步减少，虽然今年国内箱板瓦楞纸的需求，受中美贸易影响，有所下滑，令废纸进口量减少的影响并没有显现，但如果中美之间贸易关系恢复，出口增速上升，叠加后续外废进口额度进一步减少，我们认为废纸短缺的影响迟早将会显现，因此上游废纸浆的布局具备战略意义。公司在美国凤凰纸业的 12 万吨再生浆预计将在年底投入生产，公司在上游的布局即将开花结果。

造纸环节，湖北基地第一条生产线预计将在 11 月投产，第二、第三条生产线将在未来一个季度投产，总计产能 1201-130 万吨，公司正式开始在华中的布局；2019 年 6 月公司在广东省肇庆市设立山鹰纸业广东有限公司，开启了华南区域的布局，至此山鹰基本已经完成国内各大区域的产能布局，我们认为行业景气低迷的时间窗口，公司继续扩张必然会带来短期经营上的压力，但从战略角度看，行业景气低迷的时候，中小企业将放缓扩张的步伐，这也是龙头企业最佳的扩张时期。箱板瓦楞纸在经历 2016-2017 年的纸价非理性上涨之后，行业集中度提升的进度被放缓，但我们认为后续随着外废进口的量的不断削减，龙头企业将凭借上游资源的优势继续提升份额。

从今年 8 月开始，箱板瓦楞纸的吨纸盈利开始出现上行态势，已经恢复至 2018 年 5 月水准，鉴于 2018 年下半年箱板瓦楞纸吨纸盈利呈下降趋势，以及中美贸易谈判开始出现转机，我们判断今年四季度公司的盈利能力同比、环比均会出现改善，如果中美贸易取得实质性缓和，2020 年公司的经营业绩大概率将出现好转，而 2019 年三季度很有可能就是业绩拐点。

4、基本面大概率触底，PB 估值已经低于 1 倍，给予买入评级

我们预计 2019-2020 年净利润分别为 17.84 亿、21.21 亿；当前股价对应 PE 分别为 8、6.7 倍，当前 PB 为 0.96 倍，我们认为无论从 PE 还是 PB 角度看，山鹰纸业目前都已经处于价值被低估的状态，给予“买入评级”。

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	12033.65	11944.08	12950.95	14355.05
现金	3521.91	2993.80	3218.06	3567.27
交易性金融资产	6.50	24.38	12.25	14.37
应收账款	3436.12	4169.38	4407.40	4889.37
其它应收款	354.52	249.66	316.90	382.65
预付账款	113.13	157.02	164.32	180.54
存货	2475.45	3012.28	3319.31	3662.09
其他	2126.02	1337.55	1512.71	1658.76
非流动资产	23872.72	22678.75	25302.73	27278.47
金额资产类	199.36	131.37	161.96	164.23
长期投资	1045.84	627.61	804.34	825.93
固定资产	12835.73	13825.38	15160.30	16545.02
无形资产	1413.26	1518.47	1676.59	1825.09
在建工程	3566.62	3695.82	3777.26	4116.69
其他	4811.90	2880.09	3722.28	3801.50
资产总计	35906.37	34622.82	38253.68	41633.52
流动负债	15113.99	13037.25	14322.86	15045.32
短期借款	9194.29	6539.59	6924.28	7552.72
应付款项	2750.24	2897.73	3289.92	3722.56
预收账款	91.28	130.54	132.20	146.95
其他	3078.17	3469.39	3976.46	3623.09
非流动负债	7256.91	6213.40	6436.89	6635.73
长期借款	3645.41	3645.41	3645.41	3645.41
其他	3611.50	2567.99	2791.48	2990.32
负债合计	22370.90	19250.64	20759.75	21681.05
少数股东权益	354.09	354.09	354.09	354.09
归属母公司股东权	13181.37	15018.09	17139.84	19598.38
负债和股东权益	35906.37	34622.82	38253.68	41633.52
现金流量表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	3248.00	3297.14	3702.08	3311.90
净利润	3436.70	1784.07	2121.75	2458.54
折旧摊销	858.73	903.77	1031.80	1177.74
财务费用	738.25	500.00	550.00	600.00
投资损失	7.59	-170.00	0.00	0.00
营运资金变动	-3186.26	930.24	281.42	-713.48
其它	1393.00	-650.94	-282.89	-210.90
投资活动现金流	-3826.88	519.16	-3494.27	-3284.07
资本支出	-4177.60	-1978.88	-2400.90	-2852.46
长期投资	-343.74	520.21	-232.22	-18.59
其他	694.46	1977.83	-861.14	-413.02
筹资活动现金流	866.72	-4344.41	16.45	321.38
短期借款	4155.35	-2654.70	384.68	628.44
长期借款	1685.85	0.00	0.00	0.00
其他	-4974.48	-1689.71	-368.23	-307.06
现金净增加额	287.83	-528.12	224.26	349.21

利润表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	24366.54	23849.25	27085.23	31263.92
营业成本	18749.28	19177.09	21545.65	24790.42
营业税金及附加	258.29	252.80	287.11	331.40
营业费用	965.13	1025.52	1137.58	1313.08
管理费用	856.84	1073.22	1191.75	1375.61
研发费用	591.41	572.38	650.05	750.33
财务费用	738.25	500.00	550.00	600.00
资产减值损失	-94.63	40.00	50.00	60.00
公允价值变动损益	0.03	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-7.59	170.00	0.00	0.00
其他经营收益	1044.83	670.70	750.70	800.70
营业利润	3339.24	2048.94	2423.80	2843.77
营业外收支	577.14	-10.00	15.00	15.00
利润总额	3916.37	2038.94	2438.80	2858.77
所得税	479.67	254.87	317.04	400.23
净利润	3436.70	1784.07	2121.75	2458.54
少数股东损益	232.84	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	3203.86	1784.07	2121.75	2458.54
EBITDA	5400.71	3716.13	4173.11	4764.46
EPS (最新摊薄)	0.70	0.39	0.46	0.54
主要财务比率				
	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	39.48%	-2.12%	13.57%	15.43%
营业利润增长率	45.73%	-38.64%	18.30%	17.33%
归属于母公司净利润	59.04%	-44.31%	18.93%	15.87%
获利能力				
毛利率	23.05%	19.59%	20.45%	20.71%
净利率	14.10%	7.48%	7.83%	7.86%
ROE	26.72%	12.34%	12.91%	13.13%
ROIC	14.50%	9.40%	9.51%	9.65%
偿债能力				
资产负债率	62.30%	55.60%	54.27%	52.08%
净负债比率	63.47%	57.55%	55.43%	56.55%
流动比率	0.80	0.92	0.90	0.95
速动比率	0.63	0.69	0.67	0.71
营运能力				
总资产周转率	0.78	0.68	0.74	0.78
应收账款周转率	9.46	8.05	8.55	8.67
应付账款周转率	8.01	7.14	7.20	7.38
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.70	0.39	0.46	0.54
每股经营现金流(最)	0.99	1.00	1.13	1.01
每股净资产(最新摊)	4.03	4.57	5.21	5.96
估值比率				
P/E	4.44	7.97	6.70	5.78
P/B	0.77	0.68	0.59	0.52
EV/EBITDA	4.70	5.03	4.54	4.06

资料来源：港澳资讯、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>