

山鹰纸业 (600567.SH)

包装纸 Q4 提价落实，山鹰华中 220 万吨造纸产能逐步释放

包装纸 Q4 旺季提价落实，纸价底部企稳回升 300 元/吨。包装纸价格 19 年延续下降趋势，8 月箱板/瓦楞纸价格降至全年最低价 3860/3208 元/吨。8 月底大型包装纸厂开始发布涨价函，瓦楞纸价格率先从底部开始回升，9~11 月各月均有两轮提价，目前包装纸价格已提升 300 元/吨。18 年由于产业链去库，Q4 旺季表现为“旺季不旺”提价不畅，19 年行业内库存基本见底，Q4 旺季提价顺畅。

造纸业务投放产能进行战略性布局，华中 220 万吨产能逐步投放。公司 17 年收购联盛纸业，填补华南区域产能空白。16 年投资建设华中造纸基地，规划产能达到 220 万吨，前两期项目预计于 2020 年投放 171 万吨产能，19 年 11 月底一期项目开始试运行。公司积极的资本开支主要基于造纸产能的战略性布局，以实现全国覆盖，一方面进一步跻身国内大厂行列抢占市场；另一方面，在行业不景气周期通过扩产拿下退出的中小纸厂市场。

进口废纸政策延续收紧趋势，2020 年废纸缺口有望显现。废纸政策 17 年开始趋严，18~19 年废纸进口量相较于 17 年累计预计减少 2241 万吨，考虑其他渠道替代，实际废纸纤维减少量 2306 万吨，占到全国需求总量的 30%。16~19 年行业内经历了一个完整的库存周期调整，18~19 年废纸缺口未显现是因为产业链库存下降消耗这部分纤维减少量。经计算 20 年废纸缺口接近 2000 万吨，目前废纸系产业链库存继续去化空间已相当有限。20 年将失去库存缓冲，实际原材料供需矛盾将在未来半年内显现。缺口显现后，短期最大影响将是废纸系提价，利好拥有小部分外废配额、已经提前海外布局废纸浆和其他原材料的企业。中长期看，国内大量中小纸厂因原材料短缺无法开工，行业内实际可输出产能大幅下降，供求格局被动优化。

公司具备原材料优势，缺口显现背景下利润弹性逐步凸显。若废纸缺口显现，国废和包装纸价将提升，公司当前仍具备成本端优势。公司 19 年获批外废配额量预计 150~170 万吨，占公司废纸原材料的 36.3%，当前国外废价差达到 1000 元/吨左右，且外废延续下降趋势，公司仍具备外废优势。另一方面，公司在海外积极布局废纸浆，美国凤凰纸业 12 万吨废纸浆+东南亚合作开发 30 万吨废纸浆预计 2020 年年初可投入使用。未来国废和包装纸涨价，公司业绩弹性凸显。

包装业务拓展，搭建产业链平台整合市场。公司依靠自身原纸优势，在包装领域已有丰富经验，19 年公司合作互联网和印刷行业经验丰富的云印，共同开发包装产业互联网平台，凭借公司产业链资源优势进一步整合万亿级分散化的包装市场。

当前估值水平较低，留足安全边际。公司当前 PB 估值仅 1.0X，历史上最低位 0.8X，平均 PB 为 1.7X。当前公司 PB 估值已接近历史最低水平，但废纸系行业有望在废纸缺口显现下，迎来行业供给侧 2.0 改革，趋势有望向上改善，当前估值水平留足安全边际。

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 7.7X/7.6X/6.9X。

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)	7.1	4.5	7.7	7.6	6.9
P/B(倍)	1.4	1.1	0.9	0.8	0.7

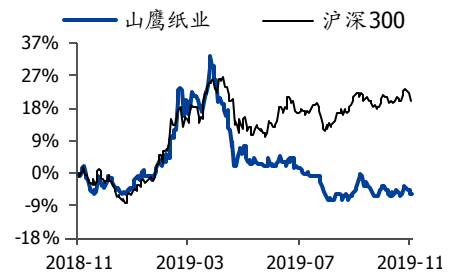
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(维持)

股票信息

行业	造纸
前次评级	买入
最新收盘价	3.11
总市值(百万元)	14,258.45
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)	12.85

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): 三季度业绩确认见底，盈利逐季修复可期》2019-10-31
- 《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



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	7.1	4.5	7.7	7.6	6.9
P/B	1.4	1.1	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	6.4	5.0	6.8	7.3	6.0

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所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
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		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