

造纸认准这只鹰，打新积极参与 ——鹰 19 转债申购价值分析

基本结论

- **事件：**12月10日晚，山鹰国际控股股份公司发布公告，将于2019年12月13日发行18.60亿元可转债，对此我们进行简要分析，结论如下：
- **债底为 90.59 元，YTM 为 2.58%。**鹰 19 转债期限为 6 年，债项评级为 AA+，票面面值为 100 元，票面利率第一年 0.30%、第二年 0.50%、第三年 0.90%、第四年 1.50%、第五年 2.00%，第六年 2.50%。到期赎回价格为票面面值的 111%（含最后一年利息），按照中债 6 年期 AA+ 企业债到期收益率（2019/12/10）4.3108% 作为贴现率估算，债底价值为 90.59 元，纯债对应的 YTM 为 2.58%，债底保护性较好。
- **平价为 100.30 元，下修条款略显严格。**转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日，初始转股价 3.30 元/股，山鹰纸业（600567.SH）12 月 10 日的收盘价为 3.31 元，对应转债平价为 100.30 元。鹰 19 转债的下修条款为：15/30，80%，有条件赎回条款为：15/30，130%，有条件回售条款为：30，70%，下修条款略显严格。
- **预计鹰 19 转债上市首日价格在 110~112 元之间。**按山鹰纸业 12 月 10 日的收盘价 3.31 元测算，当前鹰 19 转债平价为 100.30 元，略超面值。可参照的平价可比标的为亨通转债，其平价为 100.26 元，当前转股溢价率为 11.45%，可参照的规模可比标的是明泰转债，当前转股溢价率为 12.97%。考虑到鹰 19 转债评级及规模均有吸引力，正股业绩稳健上升，预计上市首日转股溢价率在 10%~12% 之间，对应的上市价格在 110~112 元区间。
- **假设配售比例为 50%。**山鹰纸业的主要股东为福建泰盛实业有限公司、新华信托股份有限公司-新华信托华瑞系列金沙 2 号证券投资集合资金信托计划和吴丽萍，持股比例分别为 29.27%、2.85%、2.67%。吴明武和徐丽凡为公司实际控制人。截至目前，暂无股东承诺参与此次优先配售，假设配售比例为 50%。
- **预计中签率为 0.08%~0.09%。**鹰 19 转债总申购金额为 18.60 亿元，假设配售比例为 50%，那么留给网上投资者的规模为 9.3 亿元，若网上申购户数为 100~120 万左右，平均单户申购金额为 100 万元，则中签率在 0.08%~0.09% 之间。
- **鹰 19 转债具有较好的债底保护性，当前平价超过面值，具备一定吸引力，正股山鹰纸业作为包装纸行业龙头，具有一定的产业链及成本优势，正股股价对应 PE 分别为 6.9、7.9 倍，PB 为 1.09 倍，正股估值处于较低水平，具备一定安全边际。整体看鹰 19 转债具备一定配置价值，建议积极参与一级打新，二级市场择机配置。**
- **风险提示：**股市波动带来风险、正股业绩不及预期等。

周岳 分析师 SAC 执业编号：S1130518120001
zhouyue1@gjzq.com.cn

马航 联系人
mahang@gjzq.com.cn

12月10日晚，山鹰国际控股股份公司（以下简称“山鹰纸业”）发布公告，将于2019年12月13日发行18.60亿元可转债，此次募集资金将用于“爱拓环保能源（浙江）有限公司造纸废弃物资源综合利用项目”、“公安县杨家厂镇工业园固废综合利用项目”、“山鹰国际控股股份公司资源综合利用发电项目”。以下我们对鹰19转债的申购价值进行简要分析，以供投资者参考。

1、鹰19转债基本要素分析

债底为90.59元，YTM为2.58%。鹰19转债期限为6年，债项评级为AA+，票面面值为100元，票面利率第一年0.30%、第二年0.50%、第三年0.90%、第四年1.50%、第五年2.00%，第六年2.50%。到期赎回价格为票面面值的111%（含最后一年利息），按照中债6年期AA+企业债到期收益率（2019/12/10）4.3108%作为贴现率估算，债底价值为90.59元，纯债对应的YTM为2.58%，债底保护性较好。

平价为100.30元，下修条款略显严格。转股期为自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日至转债到期日，初始转股价3.30元/股，山鹰纸业（600567.SH）12月10日的收盘价为3.31元，对应转债平价为100.30元。鹰19转债的下修条款为：15/30，80%，有条件赎回条款为：15/30，130%，有条件回售条款为：30，70%，下修条款略显严格。

图表1：鹰19转债基本信息梳理

	具体内容	
转债信息	转债名称/代码	鹰19转债/110063.SH
	发行规模	18.60亿元
	发行方式	原股东优先配售和网上通过上交所交易系统向社会公众投资者发售
	票面利率	第一年0.30%、第二年0.50%、第三年0.90%、第四年1.50%、第五年2.00%，第六年2.50%
	到期赎回价格	票面面值的111%（含最后一期年度利息）
	存续期	自发行之日起6年
	转股期	自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日~转债到期日
	主体/债项评级/担保	AA+/AA+/无
	初始转股价格	3.30元/股
	募集资金用途	爱拓环保能源（浙江）有限公司造纸废弃物资源综合利用项目、公安县杨家厂镇工业园固废综合利用项目、山鹰国际控股股份公司资源综合利用发电项目
重要条款	主承销商	平安证券股份有限公司
	下修条款	在本次发行的可转债存续期间，当公司A股股票在任意连续三十个交易日中有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的80%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决。
	有条件赎回条款	在本次发行的可转换公司债券转股期内，如果公司A股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%），公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券。
	有条件回售条款	在本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续30个交易日的收盘价格低于当期转股价的70%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

来源：Wind，国金证券研究所

总股本稀释率为12.29%。若按山鹰纸业（600567.SH）初始转股价3.30元/股进行转股，转债发行对总股本和流通盘的稀释度均为12.29%，股本摊薄压力一般。

图表 2：鹰 19 转债发行申购日期表

日期	交易日	发行事项安排
2019-12-11	T-2	刊登募集说明书及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
2019-12-12	T-1	1、网上路演 2、原股东优先配售股权登记日
2019-12-13	T	1、发行首日 2、刊登《发行提示性公告》 3、原股东优先配售（缴付足额资金） 4、网上申购日（无需缴付申购资金）
2019-12-16	T+1	1、刊登《网上中签率及优先配售结果公告》 2、进行网上申购的摇号抽签
2019-12-17	T+2	1、刊登《网上中签结果公告》 2、网上中签投资者足额缴纳认购款
2019-12-18	T+3	主承销商根据网上资金到账情况确定最终配售结果和包销金额
2019-12-19	T+4	刊登《发行结果公告》

来源：Wind，国金证券研究所

2、投资申购建议

预计鹰 19 转债上市首日价格在 110~112 元之间。按山鹰纸业 12 月 10 日的收盘价 3.31 元测算，当前鹰 19 转债平价为 100.30 元，略超面值。可参照的平价可比标的为亨通转债，其平价为 100.26 元，当前转股溢价率为 11.45%，可参照的规模可比标的是明泰转债，当前转股溢价率为 12.97%。考虑到鹰 19 转债评级及规模均有吸引力，正股业绩稳健上升，预计上市首日转股溢价率在 10%~12%之间，对应的上市价格在 110~112 元区间。

假设配售比例为 50%。山鹰纸业的主要股东为福建泰盛实业有限公司、新华信托股份有限公司-新华信托华瑞系列金沙 2 号证券投资集合资金信托计划和吴丽萍，持股比例分别为 29.27%、2.85%、2.67%。吴明武和徐丽凡为公司实际控制人。截至目前，暂无股东承诺参与此次优先配售，假设配售比例为 50%。

预计中签率为 0.08%~0.09%。鹰 19 转债总申购金额为 18.60 亿元，假设配售比例为 50%，那么留给网上投资者的规模为 9.3 亿元，若网上申购户数为 100~120 万左右，平均单户申购金额为 100 万元，则中签率在 0.08%~0.09%之间。

鹰 19 转债具有较好的债底保护性，当前平价超过面值，具备一定吸引力，正股山鹰纸业作为包装纸行业龙头，具有一定的产业链及成本优势，正股股价对应 PE 分别为 6.9、7.9 倍，PB 为 1.09 倍，正股估值处于较低水平，具备一定安全边际。整体看鹰 19 转债具备一定配置价值，建议积极参与一级打新，二级市场择机配置。

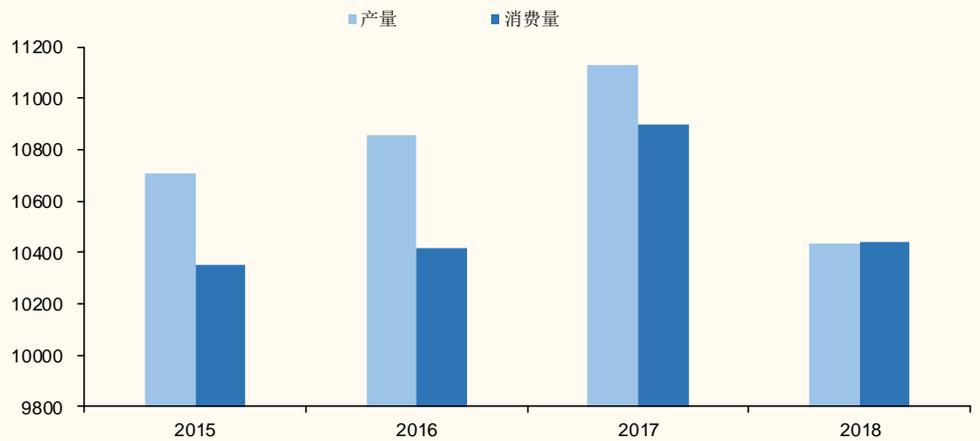
3、正股基本面分析

山鹰纸业所属行业为造纸及纸制品业，从行业整体发展及现状来看，2015~2018 年全国纸及纸板生产量分别为 10710、10855、11130、10435 万吨，2015~2018 年全国纸及纸板消费量分别为 10352、10419、10897、10439 万吨，2018 年纸及纸板的生产和消费增速均有所下滑。

国家《轻工业发展规划（2016-2020 年）》指出了造纸行业的发展方向——推动造纸工业向节能、环保、绿色方向发展，重点发展高档包装用纸和高技术含量的特种纸，增加纸及纸制品的功能、品种和质量。

造纸行业属于资金密集型产业，在产线建设、环保投入、原材料采购等方面都需要有巨大的资金投入，退出成本较高。而且对造纸行业的企业来说，经济规模对其发展尤为重要，具备规模经济的造纸企业在风险抵御能力、议价能力、成本控制、销售渠道等方面具有一定优势。

图表 3：纸及纸板生产和消费情况



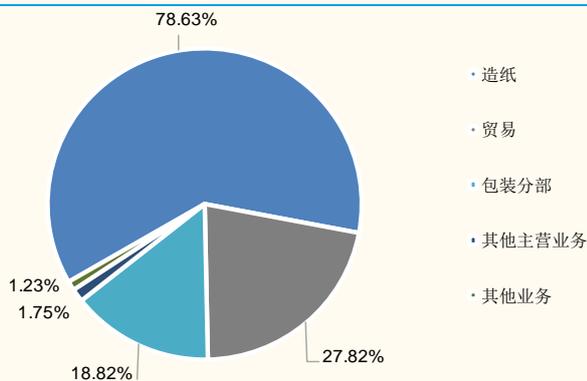
来源：Wind，国金证券研究所

山鹰纸业是目前国内唯一一家集再生纤维回收、造纸、包装、印刷、贸易、物流、投融资等为一体的国际化纸业集团，造纸及包装印刷规模均位居全国前列。公司产业上端有国内外废纸收购网络，产业下端在全国各地布局纸箱厂，这种产业布局可以使公司及时、准确、全面地掌握废纸和原纸的市场价格信息，有利于公司适时调整原材料和产品的定价策略，从而控制生产成本。受益于产业链协同效益，公司的包装产业也将成为新一轮的利润增长点，逐渐成为与造纸产业并重、支撑公司战略的驱动力。

公司投资新建的华中造纸基地，预计 2019 年一、二期项目完工后年产能可达 127 万吨，届时公司年规划产能规模将接近 600 万吨，有望进一步降低成本，公司在积极扩张产能，强化规模优势。

公司主营业务为箱板纸、瓦楞原纸、特种纸、纸板及纸箱的生产及销售以及国内外再生纤维贸易业务，主要产品为“山鹰牌”各类包装原纸、新闻纸及纸板、纸箱、“Nordic Paper”特种纸等纸制品。截止 2019 年三季度，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%。公司包装纸产销量位居中国第三，占中国市场份额为 9%，在中国最大的华东市场占据 25%份额，排名第一。公司包装板块销量位居中国第二，整体市场份额为 1.6%。

图表 4：山鹰股份 2019H1 各业务占比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：山鹰纸业拥有产业链闭环



来源：公司公告，国金证券研究所

公司在海内外拥有 9 家造纸企业（安徽马鞍山、浙江嘉兴、湖北荆州、福建漳州、北欧瑞典/挪威、美国肯塔基州），23 家包装印刷设计、销售及生产企业，20 家国际贸易企业，5 家陆路物流、港口码头企业，2 家环保企业及 1 家产业

互联平台企业。公司在国内箱板纸现有落地产能近 600 万吨，位列行业前三，公司在北欧地区拥有特种浆纸产能合计 50 万吨，市场占有率位列欧洲第一。

中国整体造纸行业的原料有 70% 以上是回收纤维，回收纤维的高可循环属性使得造纸行业特别是箱板瓦楞纸行业成为绿色环保的可持续发展行业，对减少碳排放有着巨大贡献。而山鹰主要生产的箱板瓦楞纸更是接近 100% 的回收纤维比例，纸包装相比其它包装具有先天的环保优势。国家环保政策及去产能的行政调控，及来自于行业盈利回落部分企业的自动收缩，造纸行业集中度不断提升，瓦楞纸价格也受益于供给侧结构性改革处于上升趋势，对于山鹰而言，未来有望获得更大的市场份额。

图表 6：瓦楞纸市场价（单位：元/吨）



来源：Wind，国金证券研究所

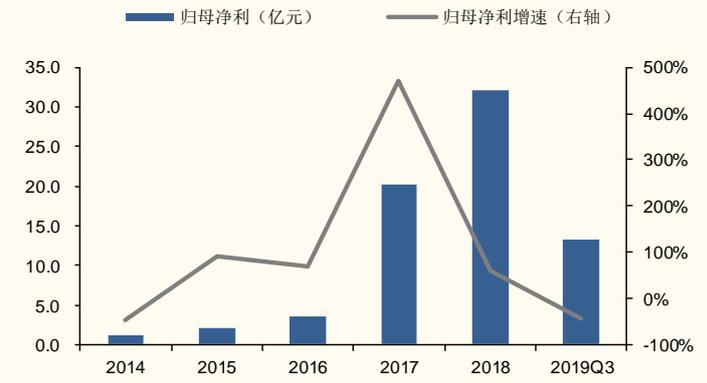
近期业绩有所下滑。山鹰股份 2016、2017、2018、2019Q3 营收分别为 121.35、174.70、243.67、171.34 亿元，同比增速分别为 23.99%、43.96%、39.48%、-4.48%，2019Q3 营收增速有所下降，主要原因在于纸制品需求量下降，经济处于下行时期，纸制品价格提升空间不大，且公司短期生产成本有所上升。山鹰股份 2016、2017、2018、2019Q3 分别实现归母净利润 3.53、20.15、32.04、13.25 亿元，同比增速分别 68.76%、471.00%、59.04%、-42.83%。

图表 7：山鹰股份营收情况（单位：亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：山鹰股份归母净利润情况（单位：亿元）

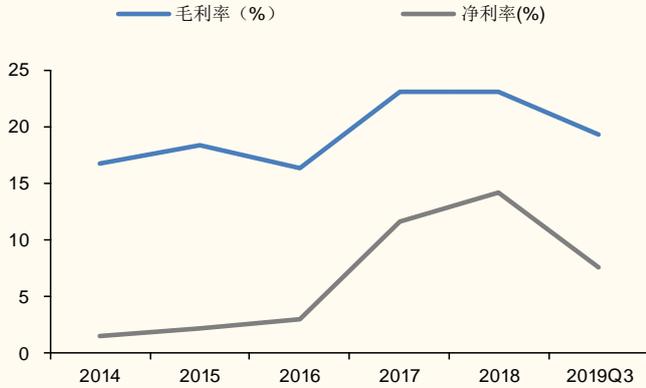


来源：Wind，国金证券研究所

公司 2016、2017、2018、2019Q3 公司净利率分别为 2.96%、11.56%、14.10%、7.58%。2016、2017、2018、2019Q3 年公司毛利率分别为 16.36%、23.01%、23.05%、19.33%，波动不大。公司拥有产能优势所带来的规模效应，使得公司具有一定的成本优势。

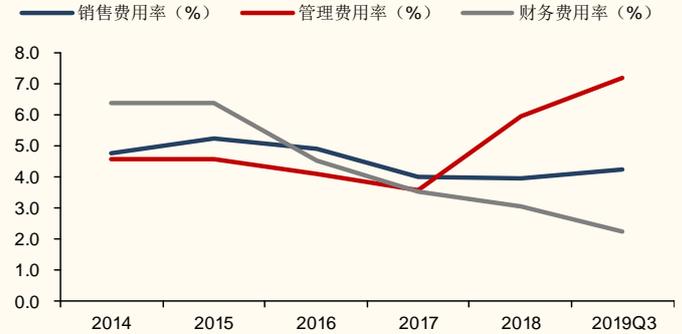
从三费来看，公司成本控制能力尚可。2016、2017、2018、2019Q3 年公司销售费率为 4.89%、3.98%、3.96%、4.21%，系市场拓展、销售人员增加所致；管理费率为 4.09%、3.56%、5.94%、7.16%；财务费率为 4.52%、3.52%、3.03%、2.23%。

图表 9：山鹰股份净利率和毛利率状况



来源：Wind，国金证券研究所

图表 10：山鹰股份期间费用率状况



来源：Wind，国金证券研究所

与同属于申万一级行业“造纸 II”的其他公司相比，山鹰纸业总市值处于第 3 位，总市值为 150.84 亿元，ROE 水平处于第 1 位，数额为 27.21%，净利润也处在第 1 位，数额为 32.04 亿元。

图表 11：可比公司各项指标

证券简称	总市值(亿元)	ROE(%)	净利润(亿元)
山鹰纸业	150.84	27.21	32.04
太阳纸业	237.41	19.54	22.38
中顺洁柔	174.34	12.81	4.07
晨鸣纸业	138.55	9.5	25.1
仙鹤股份	83.42	10.48	2.92
晨鸣 B	80.12	9.5	25.1
博汇纸业	65.64	5.07	2.56
岳阳林纸	58.7	4.57	3.66
安妮股份	50.67	3.43	0.76
华泰股份	49.39	9.7	7.19

来源：Wind，国金证券研究所

4、风险提示

股市波动带来风险、正股业绩不及预期等。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH