

山鹰纸业 (600567.SH)

子公司北欧纸业拟于境外上市, 增强海外业务核心竞争力

事件: 公司董事会审议通过了《关于公司所属企业北欧纸业境外上市方案的议案》。公司拟分拆境外所属公司北欧纸业于瑞典上市, 发行规模将根据上市地交易所规则和北欧纸业的实际资金需求等因素确定, 发行价格将结合发行时境外资本市场情况、行业可比公司估值水平和市场认购情况。

子公司北欧纸业有望境外上市, 将增强海外业务核心竞争力。公司于2017年收购北欧纸业, 收购对价约19.52亿元人民币。北欧纸业主营特种纸业务, 拥有产能26万吨。欧洲地区特种纸市场竞争格局良好, 盈利能力较为稳定, 北欧纸业吨纸盈利在1000元左右。北欧纸业于境外上市将有利于公司海外业务扩张, 增强核心竞争力。另一方面, 公司对于北欧的投资有望在其上市后收回, 降低投资风险。

短期看, 2020年包装纸行业出现供给缺口。2017年以来的禁废政策延续, 2017~2019年进口废纸已累计减少3175万吨, 考虑替代效应后, 废纸供应量下降2081万吨, 在去库阶段中供求矛盾并未显现。我们预计2020年进口废纸继续减少500万吨, 失去库存缓冲, 需求将大幅修复, 保守测算下2020年供给缺口接近1000万吨, 占到需求量的15%, 供求矛盾将在20年开始显现, 纸价将呈现趋势性上涨。

成品纸涨价将超过废纸, 纸厂利润扩充。1) 纸厂集中度远高于上下游, 历史上涨价周期中, 成品纸涨价超过废纸, 纸厂毛利润提升。2) 从成品纸和废纸各自供求强弱来看, 废纸供应量下降对应箱瓦纸供应下降, 二者供给端边际下滑量等同。成品纸受库存扰动的需求量达1500万吨, 2020年有望修复; 废纸需求为成品纸产能, 但关停产能超过新增, 2020年实际净增有限。

公司为A股业绩弹性最大包装纸厂, 原材料保障能力强。华中造纸基地规划220万吨产能, 2019年11月底已开机一条50万吨产线, 预计2020年底公司包装纸总产能达到500万吨。公司全球废纸回收渠道布局完善, 2020年初42万吨废纸浆将投产使用, 加上2020年的外废配额, 将满足公司美废刚需, 保障原材料安全性。2020年两部分带来利润弹性: 1) 废纸浆+外废锁定部分成本, 国外废价差拉大; 2) 成品纸和国废价差拉大, 吨净利提升。

中长期看, 包装纸市场空间增长潜力大, 集中度将加速提升。纸包装替代其他包装效应逐步显现, 未来行业增长空间大。原材料供给下降将对应实际成品纸可产出量下降, 小厂将因为失去原材料无法开机, 行业集中度将加速提升。当前箱瓦纸CR4不到50%, 对标美国77%, 提升空间大。

造纸主业产能纵横全国布局, 垂直一体化发展掌控原材料+锁定下游需求。公司造纸产能逐步实现全国化布局, 贴近客户, 大幅降低运输费用。上下游垂直一体化布局, 通过上游全球化废纸回收渠道提高废纸回收能力; 扩张下游包装业务, 锁定下游客户和需求。

估值底部, 留足安全边际。公司当前PB估值仅1.2X, 历史上最低为1.0X, 平均PB为1.7X。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。

龙头包装纸厂, 造纸主业成本和产品优势强劲, 垂直一体化布局把控市场, 长期成长性充足, 维持“买入”评级。我们预计公司2019~2021年实现归母净利润18.57/21.16/25.65亿元, 同比变动-42.0%/13.9%/21.2%, 对应PE 8.8X/7.7X/6.3X。

风险提示: 进口废纸政策变动、终端需求大幅下滑、项目建设不及预期。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	17,470	24,367	23,854	33,586	40,415
增长率 yoy (%)	44.0	39.5	-2.1	40.8	20.3
归母净利润(百万元)	2,015	3,204	1,857	2,116	2,565
增长率 yoy (%)	471.0	59.0	-42.0	13.9	21.2
EPS最新摊薄(元/股)	0.44	0.70	0.41	0.46	0.56
净资产收益率(%)	19.3	25.4	11.1	11.4	12.3
P/E(倍)	8.1	5.1	8.8	7.7	6.3
P/B(倍)	1.6	1.3	1.0	0.9	0.8

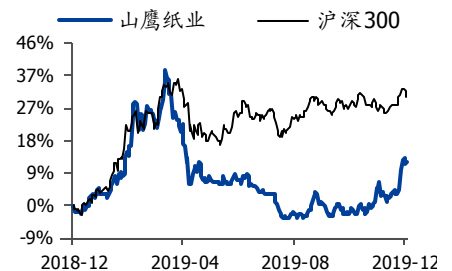
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

买入(维持)

股票信息

行业	造纸
前次评级	买入
最新收盘价	3.56
总市值(百万元)	16,321.57
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)	40.70

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): 废纸系涨价趋势显现, 持续推荐山鹰纸业》2019-12-10
- 《山鹰纸业(600567.SH): 箱瓦纸涨价持续落实, 上调公司业绩预测》2019-11-30
- 《山鹰纸业(600567.SH): 第二期可转债获批, 有望优化公司未来资产结构》2019-11-22



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	13,849	17,197	16,308
现金	2,319	3,522	5,630	3,945	4,747
应收账款	2,208	2,945	2,099	5,003	3,543
其他应收款	176	0	172	70	222
预付账款	116	113	112	205	176
存货	2,328	2,475	2,431	4,421	3,812
其他流动资产	2,028	2,978	3,404	3,553	3,808
非流动资产	17,755	23,873	23,328	31,355	36,261
长期投资	740	1,046	1,559	2,045	2,632
固定投资	10,685	12,836	12,356	19,430	23,550
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	8,343	8,464
资产总计	26,931	35,906	37,176	48,552	52,569
流动负债	12,331	15,114	14,775	24,183	26,691
短期借款	5,039	9,194	9,194	15,822	19,043
应付账款	2,121	2,558	2,222	4,453	3,567
其他流动负债	5,171	3,362	3,359	3,908	4,081
非流动负债	4,155	7,257	5,696	5,751	4,923
长期借款	3,743	6,613	5,053	5,107	4,279
其他非流动负债	412	644	644	644	644
负债合计	16,485	22,371	20,472	29,933	31,614
少数股东权益	77	354	356	358	361
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	7,179	9,297	11,727
归属母公司股东收益	10,368	13,181	16,349	18,261	20,594
负债和股东权益	26,931	35,906	37,176	48,552	52,569

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	2,573	962	5,302
净利润	2,020	3,437	1,859	2,118	2,568
折旧摊销	649	859	871	1,141	1,576
财务费用	616	738	612	782	1,081
投资损失	29	8	-757	-480	-690
营运资金变动	-528	-1,843	-11	-2,597	769
其他经营现金流	-7	50	-2	-2	-2
投资活动净现金流	-5,195	-3,827	433	-8,687	-5,790
资本支出	794	1,680	-1,058	7,542	4,319
长期投资	-695	-359	-513	-472	-586
其他投资现金流	-5,096	-2,506	-1,139	-1,617	-2,057
筹资活动净现金流	2,665	867	-898	-588	-1,931
短期借款	-347	4,155	0	0	0
长期借款	1,133	2,870	-1,561	54	-828
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	-648	-642	-1,103
现金净增加额	252	217	2,108	-8,312	-2,419

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	17,470	24,367	23,854	33,586	40,415
营业成本	13,449	18,749	19,153	26,747	32,136
营业税金及附加	171	258	214	320	393
营业费用	696	965	1,026	1,444	1,738
管理费用	622	857	1,479	2,351	2,829
财务费用	616	738	612	782	1,081
资产减值损失	40	-95	0	0	0
公允价值变动收益	-1	0	2	2	2
投资净收益	-29	-8	757	480	690
营业利润	2,291	3,339	2,129	2,424	2,931
营业外收入	13	599	5	0	0
营业外支出	74	22	15	10	5
利润总额	2,230	3,916	2,119	2,414	2,926
所得税	210	480	259	296	358
净利润	2,020	3,437	1,859	2,118	2,568
少数股东收益	6	233	2	2	3
归属母公司净利润	2,015	3,204	1,857	2,116	2,565
EBITDA	3,362	5,663	3,602	4,337	5,583
EPS (元/股)	0.44	0.70	0.41	0.46	0.56

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	40.8	20.3
营业利润 (%)	1027.7	45.7	-36.3	13.9	20.9
归属母公司净利润 (%)	471.0	59.0	-42.0	13.9	21.2
盈利能力					
毛利率 (%)	23.0	23.1	19.7	20.4	20.5
净利率 (%)	11.5	13.1	7.8	6.3	6.3
ROE (%)	19.3	25.4	11.1	11.4	12.3
ROIC (%)	12.3	13.8	7.5	6.8	7.6
偿债能力					
资产负债率 (%)	61.2	62.3	55.1	61.7	60.1
净负债比率 (%)	67.2	100.8	59.5	100.2	97.6
流动比率	0.7	0.8	0.9	0.7	0.6
速动比率	0.6	0.6	0.8	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.74	0.78	0.65	0.78	0.80
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	0.46	0.56
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.25	0.33	0.56	0.21	1.16
每股净资产 (最新摊薄)	2.26	2.81	3.50	3.92	4.42
估值指标 (倍)					
P/E	8.1	5.1	8.8	7.7	6.3
P/B	1.6	1.3	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	7.0	5.4	7.4	8.2	6.7

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