

公司研究/更新报告

2019年12月23日

轻工制造/造纸 II

投资评级: 买入 (调高评级)

当前价格(元): 3.56
合理价格区间(元): 4.45~4.64

陈羽锋 执业证书编号: S0570513090004
研究员 025-83387511
chenyufeng@htsc.com

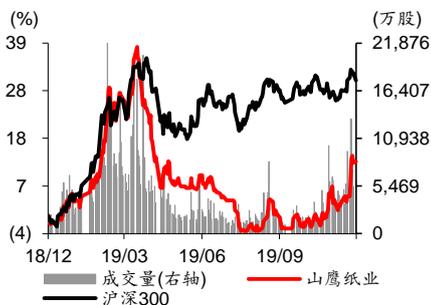
倪娇娇 执业证书编号: S0570517110005
研究员 021-28972202
nijiaojiao@htsc.com

周鑫 02128972068
联系人 zhou.xin@htsc.com

相关研究

- 1《山鹰纸业(600567,增持): 并购加强海外布局, 巩固成本优势》2019.03
- 2《山鹰纸业(600567,增持): 并表增厚利润, 业绩实现高增长》2019.01
- 3《山鹰纸业(600567,增持): 旺季需求不及预期, Q3 盈利增速放缓》2018.10

一年内股价走势图



资料来源: Wind

包装纸涨价持续落地, 盈利有望修复

山鹰纸业(600567)

核心观点

2019年四季度以来包装纸提涨顺利, 我们认为外废零进口政策下外废缺口扩大+产业链库存回落至正常水平+需求边际向好有望支撑包装纸价格进一步上行。山鹰纸业积极布局海外原材料, 成本红利有望带动盈利加速修复; 此外, 华中生产基地一期顺利投产也有望驱动收入稳步增长, 我们预计公司2019~2021年EPS为0.40、0.51、0.62元, 上调至“买入”评级。

产业链库存回落+需求向好+废纸缺口预期扩大, 19Q4 包装纸提涨顺利

四季度进入包装纸传统旺季, 市场需求向好叠加产业链库存回落至正常水平, 包装纸旺季提价顺畅, 原材料端外废进口趋严、废纸缺口扩大亦对纸价形成一定支撑, 据卓创资讯数据, 截至12月12日, 箱板纸/瓦楞纸价格较9月均价上涨260/222元/吨, 涨幅达到7%/7%, 原材料固废黄板纸价格较9月均价上涨195元/吨, 涨幅达到10%。根据我们吨毛利测算模型, 12月12日箱板纸即时吨毛利(4:6外废/固废配比)已修复至563元/吨, 较8月初低点提升约160元/吨, 提升幅度约40%。

外废进口趋严, 公司原材料优势凸显、盈利能力有望逐步修复

2019年外废进口审核总量为1075万吨, 较2018年全年核定量下滑41%。“外废零进口”政策下, 2020年外废进口额度预计仍或将出现大幅缩减, 同时随着包装纸库存降至中枢水平, 前期由成品纸高库存带来的废纸供需缺口修复空间有所减弱, 2020年废纸价格有望上行, 进而支撑包装纸价格上涨。山鹰纸业积极布局海外原料, 据公司中报, 公司在海外拥有再生纤维年450万吨高效回收和物流能力(含国内回收网络则年回收量达到660万吨), 成本红利释放有望带动盈利能力逐步修复。

华中生产基地一期顺利投产, 新增产能释放支撑收入稳步增长

2019年华中造纸基地建设稳步推进, 据公司官网, 华中一期项目首条产线已于12月6日成功开机, 新增产能释放支撑公司长期稳步发展。此外, 公司可转债已顺利发行, 募集资金将用于造纸废弃物资源综合利用、固废综合利用以及资源综合利用发电项目, 项目建成后有望提升资源综合利用效率, 通过自发电或上网售电等方式提升经济效益。

涨价持续落地, 上调至“买入”评级

考虑2019Q2/Q3行业需求疲软、盈利有所下滑, 调整盈利预测, 预计公司2019~2021年归母净利润18.5、23.4、28.5亿元(前值29.2、33.2、38.1亿元), 对应EPS为0.40、0.51、0.62元, BPS为3.28、3.71、4.13元。公司2001年上市以来PB(LF)均值为2.03x, 考虑行业及公司基本面有触底企稳迹象, 但盈利修复尚需时间, 给予公司2020年1.20-1.25x目标PB估值, 对应目标价4.45~4.64元, 当前产业链库存回落、需求边际回暖, 原材料缺口持续扩大加速中小产能出清, 行业供需关系有望改善, 催化行业景气上行, 公司当前低估值具备投资吸引力, 上调至“买入”评级。

风险提示: 下游需求不及预期, 原材料大幅波动。

公司基本资料

总股本(百万股)	4,585
流通A股(百万股)	4,585
52周内股价区间(元)	3.06-4.38
总市值(百万元)	16,322
总资产(百万元)	40,019
每股净资产(元)	3.09

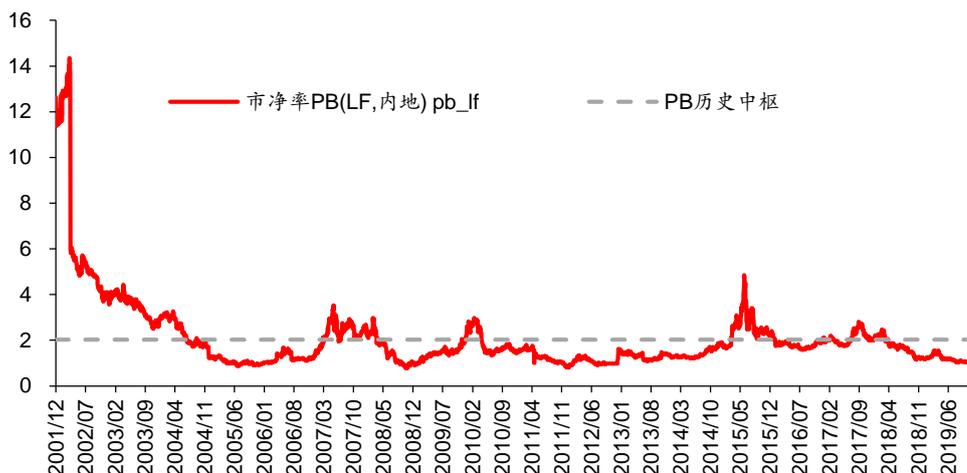
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	17,470	24,367	23,811	30,297	36,327
+/-%	43.96	39.48	(2.28)	27.24	19.90
归属母公司净利润(百万元)	2,015	3,204	1,854	2,339	2,845
+/-%	471.00	59.04	(42.13)	26.14	21.65
EPS(元, 最新摊薄)	0.44	0.70	0.40	0.51	0.62
PE(倍)	8.10	5.09	8.80	6.98	5.74

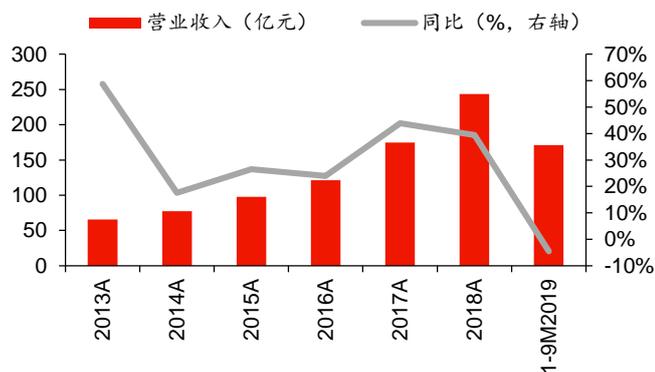
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 山鹰纸业 PB (LF) 及历史中枢



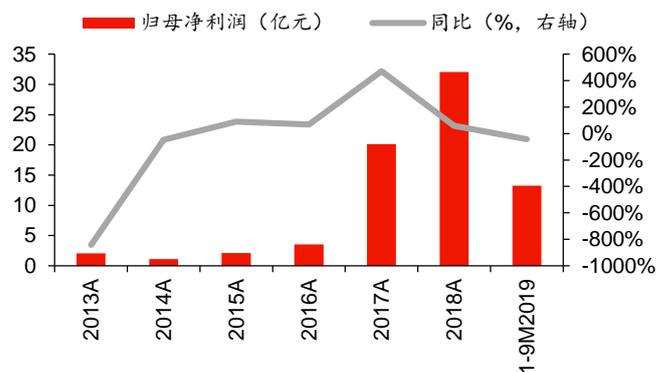
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 山鹰纸业 2013 年以来营业收入及增速



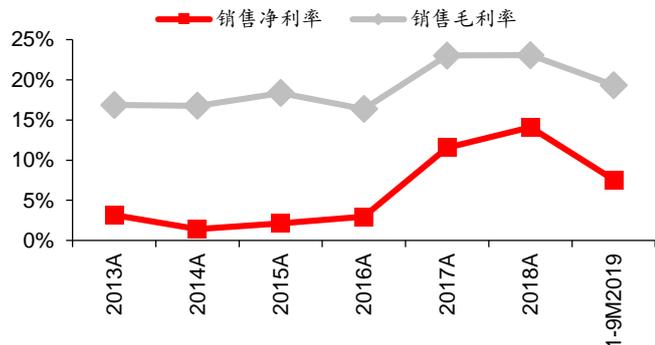
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表3: 山鹰纸业 2013 年以来归母净利润及增速



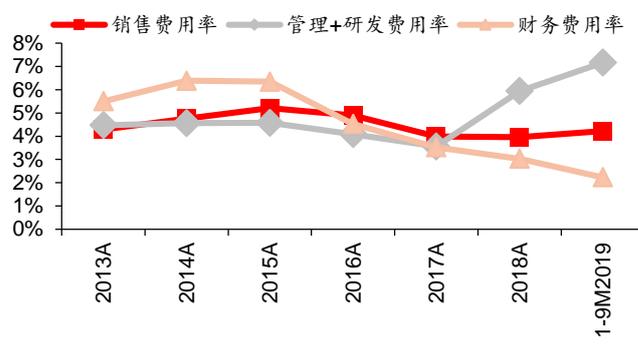
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表4: 山鹰纸业 2013 年以来销售净利率、毛利率情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表5: 山鹰纸业 2013 年以来各项费用率情况



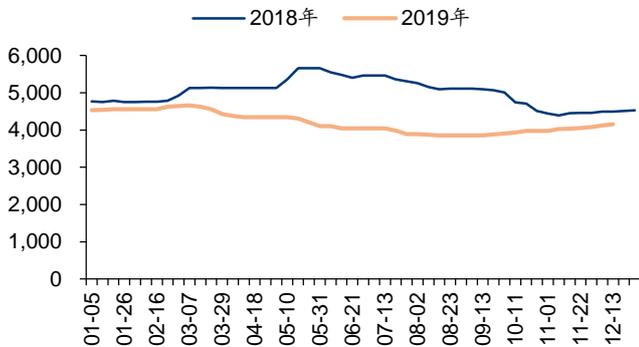
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表6: 外废进口核定额度情况

加工利用单位	2019年额度 (万吨)	占比 (%)	同比 (%)	2018年额 度(万吨)	占比 (%)
玖龙纸业	339.29	32%	-45%	621.79	34%
山鹰(含联盛)	177.58	17%	-42%	304.31	17%
理文造纸	147.07	14%	-45%	269.84	15%
广州造纸	73.00	7%	-3%	75.00	4%
华泰纸业	68.00	6%	-24%	90.00	5%
其他纸业	270.25	25%	-41%	454.64	25%
合计	1075.19	100%	-41%	1815.57	100%

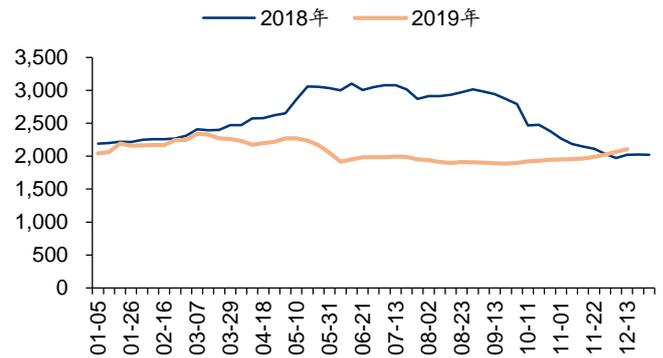
资料来源: 生态环境部, 华泰证券研究所

图表8: 箱板纸价格走势(元/吨)



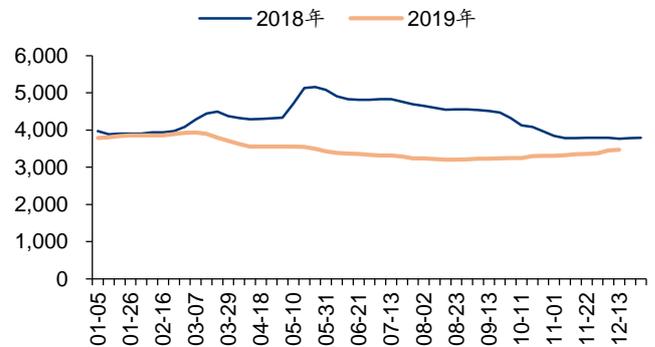
资料来源: 卓创资讯, 华泰证券研究所

图表7: 国内废纸到厂价(不含税)(元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 华泰证券研究所

图表9: 瓦楞纸价格走势(元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 华泰证券研究所

盈利预测调整:

1) 造纸业务: 2019年上半年公司造纸吨纸均价为3974元/吨, 考虑到下半年箱板瓦楞纸价格在9月触底后逐步企稳、四季度价格提涨顺利, 我们预计全年造纸业务均价将略有上行; 2020-2021年在“零外废进口”政策指导下废纸缺口将进一步扩大, 支撑原材料价格上行、进而支撑包装纸价格上涨, 预计2020/2021年公司吨纸均价有望提升至4512/4651元/吨。毛利率方面, 2019年上半年造纸业务毛利率为20.9%, 考虑到三季度吨净利下行至低点、四季度吨利有所修复, 我们预计2019年全年造纸毛利率为19.4%; 2020年公司原材料成本优势有望带动盈利逐步修复, 但考虑到新产能2019年12月投产、产能尚处爬坡期, 预计2020年毛利率基本持平, 2021年随着原材料布局进一步完善、新增产能逐步释放, 毛利率有所上行, 预计2020/2021年毛利率分别为19.3%/19.6%。

2) 包装业务: 2019年上半年公司包装业务均价为3.4元/平方米, 考虑到下半年下游需求好于预期、四季度旺季原材料包装纸价格提涨, 我们预计全年包装业务均价有望达到3.5元/平方米; 2020年包装纸价格预计有所上行, 包装纸箱均价有较好支撑, 预计2020/2021年均价3.6/3.6元/平米。毛利率方面, 2019年上半年包装业务毛利率为12.4%, 预计2019年包装业务毛利率较为稳定, 为12.3%; 2020-2021年包装纸价格上行有望支撑纸箱提价, 公司包装业务部分原材料为自供, 毛利率稳中上行, 预计2020-2021年包装业务毛利率为12.5%/13.0%。

3) 费用率：2019年前三季度公司销售/管理+研发费用率分别为4.2%/7.2%，管理费用率同比提升主要系并表WPT及凤凰纸业使得相关管理费用支出增加以及管理类员工薪酬增加所致，我们预计下半年随着凤凰纸业技改产线顺利开工、旺季涨价带动收入快速增长，费用率有望改善，预计2019年销售/管理+研发费用率分别为4.1%/6.7%。2020-2021年随着管理逐步改善、协同效应增强、新增产能利用率持续提升，预计费用率同比有所下行，预计2020-2021年销售费用率分别为4.0%/4.0%，管理+研发费用率分别为6.4%/6.0%。

综上，我们调整山鹰纸业盈利预测，预计公司2019~2021年归母净利润18.5、23.4、28.5亿元（前值29.2、33.2、38.1亿元），对应EPS为0.40、0.51、0.62元，BPS为3.28、3.71、4.13元。公司2001年上市以来PB(LF)均值为2.03x，考虑行业及公司基本面有触底企稳迹象，但盈利修复尚需时间，给予公司2020年1.20-1.25x目标PB估值，对应目标价4.45~4.64元，当前产业链库存回落、需求边际回暖，原材料缺口持续扩大加速中小产能出清，行业供需关系有望改善，催化行业景气上行，公司当前低估值具备投资吸引力，上调至“买入”评级。

图表10：山鹰纸业盈利预测核心假设对比表

	调整前			调整后		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
造纸吨纸均价(元/吨)	4928	4536	4473	4058	4512	4651
造纸业务毛利率(%)	22.6%	23.1%	23.3%	19.4%	19.3%	19.6%
包装业务均价(元/亿平米)	3.6	3.6	3.8	3.5	3.6	3.6
包装业务毛利率(%)	13.5%	13.5%	13.5%	12.3%	12.5%	13.0%
销售费用率	3.6%	3.6%	3.6%	4.1%	4.0%	4.0%
管理+研发费用率	5.7%	5.7%	5.7%	6.7%	6.4%	6.0%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

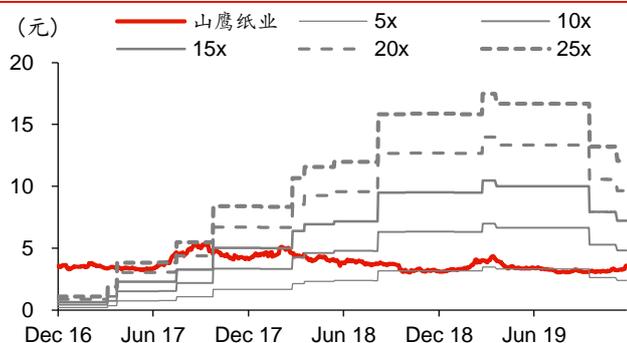
风险提示

下游需求不及预期：若下游需求不及预期，行业供需格局或将走弱，纸价支撑因素走弱直接影响到公司营收表现。

原材料大幅波动：若废纸供需缺口超预期扩张、原材料价格大幅上升，公司盈利能力将受到影响，进而影响业绩表现。

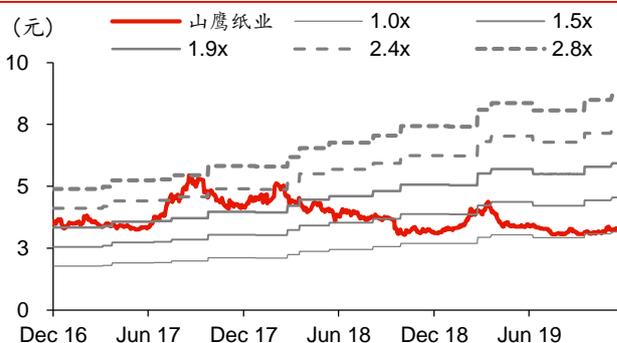
PE/PB - Bands

图表11：山鹰纸业历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表12：山鹰纸业历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	9,175	12,034	12,764	14,623	17,242
现金	2,319	3,522	4,650	4,865	5,967
应收账款	2,208	2,945	2,550	3,243	3,887
其他应收账款	176.15	354.52	346.43	440.81	528.53
预付账款	116.44	113.13	114.65	146.45	175.54
存货	2,328	2,475	2,490	3,184	3,819
其他流动资产	2,028	2,624	2,613	2,743	2,865
非流动资产	17,755	23,873	25,099	26,893	29,201
长期投资	739.56	1,046	1,046	1,046	1,046
固定投资	10,685	12,836	12,496	12,387	12,535
无形资产	1,181	1,413	1,048	695.85	357.24
其他非流动资产	5,149	8,578	10,510	12,764	15,263
资产总计	26,931	35,906	37,863	41,516	46,443
流动负债	12,331	15,114	14,190	15,769	18,544
短期借款	5,039	9,194	8,985	9,008	10,801
应付账款	2,121	2,558	2,593	3,312	3,970
其他流动负债	5,171	3,362	2,612	3,449	3,774
非流动负债	4,155	7,257	8,201	8,202	8,317
长期借款	1,960	3,645	5,507	5,507	5,622
其他非流动负债	2,195	3,612	2,695	2,695	2,695
负债合计	16,485	22,371	22,391	23,971	26,861
少数股东权益	77.46	354.09	436.90	541.36	668.43
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
留存公积	2,724	5,320	6,081	8,049	9,959
归属母公司股东权益	10,368	13,181	15,036	17,004	18,913
负债和股东权益	26,931	35,906	37,863	41,516	46,443

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	2,780	3,248	3,569	3,476	4,176
净利润	2,015	3,204	1,854	2,339	2,845
折旧摊销	648.91	858.73	963.26	979.91	1,008
财务费用	615.69	738.25	765.01	785.12	844.83
投资损失	29.42	7.59	(180.00)	(144.00)	(115.20)
营运资金变动	(563.57)	(1,790)	79.22	(592.00)	(538.72)
其他经营现金	34.91	229.62	86.81	108.46	131.07
投资活动现金	(5,195)	(3,827)	(2,010)	(2,630)	(3,201)
资本支出	794.30	1,680	2,143	2,727	3,269
长期投资	695.32	358.92	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	3,706	1,788	(133.07)	(97.07)	(68.27)
筹资活动现金	2,665	866.72	(430.34)	(631.88)	127.55
短期借款	(346.59)	4,155	(209.62)	23.75	1,793
长期借款	1,142	1,686	1,861	0.33	115.13
普通股增加	19.06	14.27	1,310	0.00	0.00
资本公积增加	50.18	30.80	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	1,800	(5,020)	(3,392)	(655.96)	(1,780)
现金净增加额	249.53	287.83	1,128	214.85	1,102

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	17,470	24,367	23,811	30,297	36,327
营业成本	13,449	18,749	19,002	24,273	29,094
营业税金及附加	170.74	258.29	226.20	287.83	345.11
营业费用	695.90	965.13	976.25	1,212	1,453
管理费用	622.03	1,448	1,602	1,947	2,189
财务费用	615.69	738.25	765.01	785.12	844.83
资产减值损失	39.91	(94.63)	(92.47)	(117.66)	(141.08)
公允价值变动收益	0.63	(0.03)	(0.03)	(0.03)	(0.03)
投资净收益	(29.42)	(7.59)	180.00	144.00	115.20
营业利润	2,291	3,339	2,212	2,789	3,392
营业外收入	13.01	599.10	10.00	10.00	10.00
营业外支出	74.29	21.97	15.00	15.00	15.00
利润总额	2,230	3,916	2,207	2,784	3,387
所得税	209.93	479.67	270.36	341.03	414.87
净利润	2,020	3,437	1,937	2,443	2,972
少数股东损益	5.71	232.84	82.81	104.46	127.07
归属母公司净利润	2,015	3,204	1,854	2,339	2,845
EBITDA	3,175	3,797	2,965	3,553	4,248
EPS (亿元, 基本)	0.44	0.70	0.40	0.51	0.62

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	43.96	39.48	(2.28)	27.24	19.90
营业利润	1,028	45.73	(33.75)	26.08	21.61
归属母公司净利润	471.00	59.04	(42.13)	26.14	21.65
获利能力 (%)					
毛利率	23.01	23.05	20.20	19.89	19.91
净利率	11.53	13.15	7.79	7.72	7.83
ROE	21.49	27.21	13.14	14.60	15.84
ROIC	16.85	12.99	7.20	8.52	9.89
偿债能力					
资产负债率 (%)	61.21	62.30	59.14	57.74	57.84
净负债比率 (%)	45.84	63.47	69.00	66.64	66.57
流动比率	0.74	0.80	0.90	0.93	0.93
速动比率	0.56	0.63	0.72	0.73	0.72
营运能力					
总资产周转率	0.74	0.78	0.65	0.76	0.83
应收账款周转率	9.31	9.46	8.67	10.46	10.19
应付账款周转率	7.46	8.01	7.38	8.22	7.99
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.44	0.70	0.40	0.51	0.62
每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	0.71	0.78	0.76	0.91
每股净资产(最新摊薄)	2.26	2.88	3.28	3.71	4.13
估值比率					
PE (倍)	8.10	5.09	8.80	6.98	5.74
PB (倍)	1.57	1.24	1.09	0.96	0.86
EV_EBITDA (倍)	10.07	8.42	10.78	9.00	7.53

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com