

山鹰纸业(600567)

【东吴轻工】山鹰纸业一季报点评：可比口径业绩增长表现靓丽，箱板龙头成长无忧

买入(维持)

2018年4月12日

证券分析师 史凡可

执业证书编号：

S0600517070002

shifk@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证书编号：

S0600517050002

010-66573557

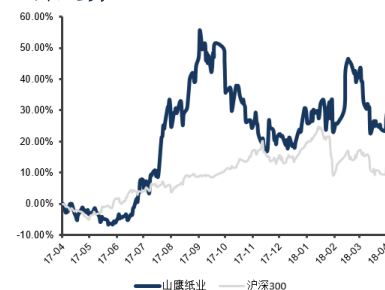
mal@dwzq.com.cn

投资要点

- **公司发布一季度报告：**报告期内实现营业收入 54.19 亿，同比增长 60.60%；实现归母净利润 6.05 亿，同比增长 39.85%；实现扣非净利润 4.89 亿，同比增长 13.72%。根据我们判断，期内报表口径的非经营性损益 1.16 亿（政府补贴 1.21 亿）较去年同期发生较大变化，主要原因是由于会计核算差异导致，预期公司剔除这一因素后可比口径下业绩增速 25%+，符合预期。
- **收入大幅增长，毛利率受损明显：**报告期内，公司收入实现 60.6% 的大幅增长，预计为纸价较去年同期高位继续上行（箱板均价 4900 元/吨，同比上涨 11.6%）及北欧纸业（17 年 10 月底）、福建联盛（18 年 1 月）外延并表所致。综合实现销售毛利率 21.27%，较去年同期下滑 4pct，预计为成本价格上涨（固废使用比例提升且固废均价同比上涨 40%+）及福建联盛毛利率相对较低并表拖累。根据我们的测算，预期公司 Q1 实现销量近 100 万吨，其中内生 70 万吨（较去年同期持平）、北欧纸业 5 万吨（去年 2 个月并表 4+万吨）、福建联盛 20 万吨（上半年持续进行产线改造至下半年产能将达到 105 万吨）。
- **财务费用率略有提升，净利率小幅下滑：**费用方面，公司整体管控良好。期内合计实现三费率 11.4%，较去年同期增长 0.2pct，主要受到福建联盛并表、内生财务费用率提升所致。具体来看实现销售费用率 4.43%（同比+0.21pct），管理费用率 3.46%（同比-0.36pct），财务费用率 3.54%（同比+0.39pct）。值得注意的是，由于积极进行外延扩张及资金成本上升，公司财务费用同比提升 80.04%至 1.92 亿，此前年报预期 18 年全年财务费用将不超过 9 亿（17 年为 6.16 亿），无需对此过分担忧。综合来看，公司实现销售净利率 11.2%，同比下降 1.7pct。
- **非经营性损益大幅增长为会计核算口径变化导致，可比口径业绩增速预期 25%+：**报表口径来看，期内公司实现非经营性损益 1.16 亿（政府补贴 1.21 亿），较去年同期的 269 万（政府补贴 598 万）同比大幅增长，导致表观扣非净利润增速较低。根据我们和公司的沟通，报告期内 1.2 亿的政府补助中部分来自于会计核算变化所致：即 17Q1 公司废纸回收业务计入上市公司主体，增值税 50%的税收返还计入主营，而 18Q1 该废纸补贴会计核算至其废纸贸易子公司，因此计入非经营性损益。剔除这一因素后，可比口径下，公司的业绩增长预计 25%+。
- **资产负债率有所上行，经营性现金流趋势向好：**报告期内，公司短期借款由期初 50.38 亿增加 32.92%至 66.98 亿（合并报表所致）；其他流动负债由期初 36 亿增长 30.56%至 47 亿（发行短融所致）。存货方面，公司期末存货 24.94 亿，较年初余额 23.28 亿略有提升，基本实现产销平衡。综合来看，公司的资产负债率为 64.49%，较去年同期的 58.54%略有提升。期内公司的经营性现金流净额为-6508 万，较去年同期的-5.07 亿趋势向好。
- **政策红利逻辑不变，箱板龙头成长无忧：**我们认为，环保政策将持续对废纸系龙头进行定点发糖，且长期利好于箱板系市场份额加速向龙头进行集中。一方面，从外废配额发放的角度来看，山鹰在 18 年目前发放的前 9 个批次中获得外废配额占比 13.41%，较去年同期 8.21%大幅提升，将持续享受内外废剪刀差红利；另一方面，经营效率较低的中小企业由于成本上涨及原料问题生存艰难，为龙头产量扩张提供良机。我们认为，山鹰箱板系龙头定位明确，发展思路完全对标国际纸业，长期成长无忧。根据公司公告，目前公司湖北新建项目（外延类）已经开工建设，未来三期合计产能将达到 220 万吨（其中 127 万吨预计将于 19Q1 投产），为公司持续成长提供保障。
- **造纸基本面扎实，或有独立行情：**国家统计局此前公布 3 月的 PPI 数据，主要行业分项显示造纸和纸制品业上涨 1.3%，涨幅扩大 1.2pct，大幅好于其他原料类产品，表现出极强的 α 属性。从我们草根调研的造纸产业链供需及库存情况来看：（1）需求端由于包装纸下游的客户结构多以消费类产品为主，实际终端需求虽有后置但并不悲观，3 月中后半段加速回暖；（2）供给端外废进口管控严格，原料供应严重限制新增产能投放；（3）目前产业链库存十分健康，终端库存处于绝对低位。我们认为造纸产业链的基本面始终较为扎实，环保新政的本质大幅提升了行业的进入壁垒，必将加速产业结构优化，而市场份额将向龙头企业加速进行集中。尤以废纸系龙头为代表，长期量利表现或持续好于预期。
- **盈利预测和投资建议：**我们预计公司 18、19 年净利润 26.79/28.33 亿元，EPS 为 0.59、0.62 元，当前市值对应 7.80、7.37 倍 PE，考虑到环保趋严下龙头具有向上的盈利弹性、且公司估值处于底部，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**环保政策低于预期

股价走势



市场数据

收盘价（元）	4.57
一年最低/最高价	3.30/5.75
市净率（倍）	1.90
流通 A 股市值（百万元）	20886

基础数据

每股净资产（元）	2.40
资本负债率（%）	64.49
总股本（百万股）	4,570.31
流通 A 股（百万股）	4,570.31

相关研究

1. 山鹰纸业年报点评：业绩表现符合预期，18 年相伴龙头成长无忧-20180320
2. 山鹰纸业：业绩预告符合预期，18 年持续成长性凸显 - 20180116

山鹰纸业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	7,461.06	9,175.27	11,936.43	11,829.42	12,506.68	营业收入	12,134.81	17,469.68	23,841.32	25,215.85	26,740.34
货币资金	2,197.27	2,319.15	3,337.78	3,530.22	3,743.65	营业成本	10,149.89	13,449.42	17,904.57	19,114.12	20,278.46
应收款项	2,522.34	3,155.39	4,791.72	4,377.68	4,535.76	营业税金及附加	107.02	170.74	233.02	246.45	261.35
存货	1,686.20	2,327.72	3,282.00	3,442.23	3,688.53	销售费用	593.55	695.90	930.60	979.75	1,002.98
其他	1,055.24	1,373.01	524.93	479.29	538.74	管理费用	496.07	622.03	833.06	853.95	905.30
非流动资产	12,587.87	17,755.30	18,008.17	18,772.98	19,647.67	财务费用	549.06	615.69	886.06	794.67	769.82
长期股权投资	97.43	739.56	741.99	744.43	746.86	投资净收益	-4.19	-29.42	-7.74	-9.93	-12.82
固定资产	9,636.04	10,685.02	10,704.85	11,393.26	12,290.39	其他	1.02	(30.05)	(5.84)	(9.46)	(11.08)
无形资产	959.39	1,181.39	1,156.84	1,129.95	1,101.37	营业利润	203.20	2,291.44	2,993.95	3,168.95	3,463.19
其他	1,895.00	5,149.32	5,404.49	5,505.34	5,509.04	营业外净收支	246.46	(61.28)	(32.63)	(36.51)	(42.26)
资产总计	20,048.93	26,930.57	29,944.60	30,602.40	32,154.34	利润总额	449.67	2230.16	2961.32	3132.43	3420.93
流动负债	8,906.38	12,330.79	12,238.79	11,763.63	11,576.68	所得税费用	90.78	209.93	278.75	294.86	322.02
短期借款	5,385.54	5,038.95	3,976.67	3,514.46	3,280.55	少数股东损益	6.09	5.71	3.42	5.07	4.73
应付账款	1,484.03	2,121.30	2,925.08	2,886.98	2,837.65	归属母公司净利润	352.80	2014.52	2679.15	2832.50	3094.18
其他	2,036.80	5,170.54	5,337.05	5,362.19	5,458.47	EBIT	895.30	2,702.33	4,173.09	4,268.02	4,553.60
非流动负债	2,715.21	4,154.51	5,668.65	5,100.55	4,984.21	EBITDA	1,739.78	3,345.60	5,502.45	5,204.63	5,556.37
长期借款	817.70	1,959.56	3,594.56	3,000.00	2,851.37						
其他	1,897.51	2,194.95	2,074.09	2,100.55	2,132.84	重要财务与估值指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
负债总计	11,621.59	16,485.30	17,907.44	16,864.18	16,560.89	每股收益(元)	0.09	0.44	0.59	0.62	0.68
少数股东权益	50.80	77.46	104.13	130.79	157.45	每股净资产(元)	1.84	2.27	2.61	2.98	3.38
归属母公司股东权益	8,376.53	10,367.81	11,933.03	13,607.42	15,436.00	发行在外股份(百万股)	4,551.25	4,551.25	4,570.31	4,570.31	4,570.31
负债和股东权益总计	20,048.93	26,930.57	29,944.60	30,602.40	32,154.34	ROIC(%)	4.35%	12.73%	17.67%	17.55%	17.55%
						ROE(%)	4.87%	21.49%	24.03%	22.18%	21.31%
现金流量表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	毛利率(%)	16.36%	23.01%	24.90%	24.20%	24.17%
经营活动现金流净额	942.93	2779.87	3523.26	4936.98	4561.44	EBIT Margin(%)	7.38%	15.47%	17.50%	16.93%	17.03%
投资活动现金流净额	(1166.93)	(5195.29)	(4364.69)	(4855.33)	(5215.49)	销售净利率(%)	2.96%	11.56%	11.25%	11.25%	11.59%
筹资活动现金流净额	1167.31	2664.95	1860.06	110.78	867.47	资产负债率(%)	57.97%	61.21%	59.80%	55.11%	51.50%
现金净增加额	894.53	252.48	1018.63	192.43	213.43	收入增长率(%)	23.99%	43.96%	36.47%	5.77%	6.05%
折旧与摊销	844.48	643.26	1329.36	936.61	1002.77	净利润增长率(%)	68.76%	471.00%	32.99%	5.72%	9.24%
资本开支	1021.34	794.30	2831.81	3322.46	3682.61	P/E	59.20	10.37	7.80	7.37	6.75
营运资本变动	(876.42)	(527.54)	(1364.50)	293.21	(392.21)	P/B	2.49	2.01	1.75	1.53	1.35
企业自由现金流	2418.51	5805.94	10357.22	12284.81	12543.09	EV/EBITDA	17.42	10.48	6.44	6.57	6.07

数据来源: wind 资讯; 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

