

业绩翻倍增长符合预期，外延保障成本优势 可持续

买入（维持）

2018 年 08 月 31 日

证券分析师 史凡可

执业证号：S0600517070002

021-60199793

shifk@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	17,470	27,567	32,793	39,409
同比（%）	44.0%	57.8%	19.0%	20.2%
归母净利润（百万元）	2,015	3,412	4,075	5,015
同比（%）	471.0%	69.4%	19.4%	23.1%
每股收益（元/股）	0.44	0.75	0.89	1.10
P/E（倍）	8.49	5.01	4.20	3.41

投资要点

■ **公司发布 18 年半年报：**期内实现营收 119.54 亿（+60.21%），归母净利润 17.06 亿（+106.48%），扣非净利润 14.86 亿（+84.6%）；原纸销量 228.45 万吨（+51.8 万吨），剔除包装后单吨净利约 747 元，较去年同期的 468 元大幅增长。Q2 单季公司实现营收 65.35 亿（+59.89%），归母净利 11.01 亿（+179.80%），扣非净利 9.97 亿（+165.97%）；我们估算 Q2 单季原纸销量约 120 万吨，剔除包装后对应单吨净利约 914 元/吨，创历史新高。

■ **同口径下扣非净利润实现高增长。**期内公司非经营性损益 2.2 亿较去年同期的 0.21 亿大幅增加，预计主要是会计核算差异所致。由于 17 年度纸回收收入计入母公司而 18 年该项业务部分计入废纸贸易子公司，导致上半年因废纸贸易产生的再生能源企业增值税即征即退补贴 2.46 亿中预计约 1 亿左右计入非经营性损益。此外，期内公司话语权提升、回款效率提高，因此变更坏账准备的会计估计，转回坏账准备 7726 万（预计增加期内净利润 5783 万）。剔除上述两者影响，公司上半年同口径下的扣非净利润增速约 90%。

■ **成本优势及外延扩张助力，造纸业务表现靓丽。**期内公司造纸业务实现收入 94.91 亿（+77.39%，占比收入 79.39%），其中北欧纸业/福建联盛并表分别贡献收入 12.12 亿/15.67 亿，剔除后内生实现收入 67.12 亿（+25.45%），纸价上涨和外延扩张同时保障营收高增长。受益于内外废价差带来的成本红利，期内公司造纸业务的毛利率同增 1.13pct 至 26.06%，对应细分纸种箱板原纸/新闻纸/特种纸/废纸的毛利率分别为 22.91% /32.51% /30.92% /3.25%。期内公司包装业务实现收入 20.97 亿（+32.26%，占比收入 17.54%），受上游原材料价格上涨影响，毛利率下滑 2.61pct 至 11.55%，目前客户范围已经覆盖海尔、格力、百威英博等一批海内外知名企业。

■ **短期获取充裕外废配额，内外废价差保障盈利。**受到政策的严格管控，1-7 月我国仅实现废纸进口 853 万吨，较 17 年同期大幅下滑 49.8%。外废进口和使用比例的下降推动内外废价差持续扩大（目前在 1400 元/吨），对应获得较高外废进口配额和使用比例的造纸企业获得大幅超越行业的成本红利。2018 年前 17 个批次外废进口配额的发放中，上市公司累计获得进口配额 203.89 万吨（其中福建联盛预计贡献进口配额 44.6 万吨），占比 14.52%仅次于玖龙纸业，推动公司上半年的单吨盈利创历史新高。

■ **受中美贸易战加征关税，减少美废采购降低影响。**此前商务部公告于 8 月 23 日起对美国进口废纸加征 25% 关税，以当前美废 13 号的单吨价格区间测算，预计使得每吨进口美废的价格提升 500 元上下。一般来说山鹰纸业的美废采购量占比其外废采购总量的一半，贸易摩擦升级后公司主动调整不同国家的废纸采购比例，美废采购比例在 6-7 月已经下降至 38%，且临近征税该比例进一步降低。综合来看，预计此次征税对公司吨纸净利润的影响在 50 元/吨左右。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	3.74
一年最低/最高价	3.53/5.57
市净率(倍)	1.49
流通 A 股市值(百万元)	17094.25

基础数据

每股净资产(元)	2.50
资产负债率(%)	64.16
总股本(百万股)	4570.66
流通 A 股(百万股)	4570.66

相关研究

1、《【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》

2018-04-12

2、《山鹰纸业年报点评：业绩表现符合预期，18 年箱板龙头成长无忧》2018-03-20

3、《山鹰纸业：业绩预告符合预期，18 年持续成长性凸显》

2018-01-15

- **外延完善产业链闭环，保障高盈利可持续。**公司持续通过外延扩张版图。期内较去年同期新增并表北欧纸业和福建联盛，扩张产能的同时增厚业绩，其中北欧纸业贡献净利润 1.51 亿（对应单吨盈利 1113 元/吨）、福建联盛贡献净利润 1.51 亿（对应单吨盈利 342 元/吨）。此外，公司公告其海外子公司于上半年收购荷兰废纸企业 WPT（17 年再生资源贸易量近 150 万吨、收入 16.96 亿、净利润 0.23 亿），整合后公司的废纸贸易量将超过 300 万吨；母公司于 8 月收购美国 Verso Wickliffe，改造产线扩大包装纸产能的同时建立废纸浆产线提升进口原料的供给能力。在外废进口持续缩减的大背景下，公司对上游废纸原料海内外的持续布局有利于保障其高盈利的可持续性。
- **费用管控效益渐显，净利率有所持续提升。**报告期内公司综合实现毛利率 23.16%（同增 1.2pct），三费率 9.9%（同减 0.87pct）。分项来看，期内公司实现销售费用 4.26 亿元（销售费用率下降 0.55pct 至 3.56%），其中运杂费同增 36%至 3.06 亿元；管理费用由于并表增至 3.83 亿元（管理费用率同减 0.11pct 至 3.21%），其中职工薪酬同增 43%至 2.01 亿、办公经费同增 95%至 0.59 亿；财务费用 3.74 亿元（财务费用率同减 0.21pct 至 3.13%），其中利息净支出 3.23 亿元（同比+53%），汇兑损益 3389 万元（同比+20%）。综合来看公司归母净利率 14.27%（+3.2pct），经营效率持续向好。
- **存货、应收周转加快，应付大幅增加，经营性现金流向好。**期末公司账上存货 27.41 亿元（较期初增加 4.13 亿），主要系联盛纸业并表增加（购买日账面存货 2.06 亿元），存货周转天数同比下降 10.63 天至 49.66 天；应收账款及票据合计 34.61 亿（较期初增加 3.06 亿），系销售规模扩大所致，应收周转天数同比下降 3.39 天至 38.81 天；账上应付账款及票据合计 32.46 亿（较期初增加 10.9 亿），系生产规模扩大、原材料价格上涨以及并购联盛纸业所致（购买日账面应付账款 1.49 亿）。期内公司经营性现金流净额 24.22 亿，较去年同期（-2.7 亿）显著改善，系销售收现比大幅提高所致。
- **产能建设稳步推进，持续扩张夯实龙头地位。**公司原有包装纸产能 358 万吨，并表北欧纸业和福建联盛后合计产能提升至近 500 万吨。在建工程来看，期内华中纸业高档包装纸项目、莆田包装纸制品生产线工程的期末建设进度已达 100%，预计华中基地一期二期 127 万吨箱板纸产能将于 2019 年一季度顺利投产。此外浙江海盐造纸生产线项目一期、二期技改进度分别为 98%、45.93%，技改推进顺利；三期工程预算 27.7 亿，预计该项目将于 2020 年实现投产。产能持续的大幅扩张有力夯实山鹰纸业的龙头地位。
- **设立创享激励基金，彰显发展信心。**公司目前是我国唯一一家集再生纤维回收、包装原纸生产、纸板纸箱制造、物流于一体的纸业集团公司，产业链一体化布局充分提升公司对抗单一环节风险的能力。期内公司设立规模 5.2 亿的创享激励基金，激励对象覆盖董监高及员工在内的 463 人（董监高出资比例 7.69%），预期业绩目标为 18/19/20 年净利润不低于 30/40/50 亿，且提取激励基金后年度净资产收益率不低于 15%。
- **盈利预测与投资评级：**预计 18-20 年公司营收 275.67 /327.93 /394.09 亿(+57.8% /19.0% /20.2%)，归母净利 34.12 /40.75 /50.15 亿(+69.4% /19.4% /23.1%)，当前股价对应 PE 分别为 5.01X /4.20X /3.41X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动，纸价涨幅不达预期

表 1：山鹰纸业季度财务数据一览

单位：百万元	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业总收入	2,457.22	2,945.59	3,064.44	3,667.56	3,374.20	4,087.29	4,922.66	5,085.54	5,418.91	6,535.11
YOY	21.76%	30.11%	2.63%	45.59%	37.32%	38.76%	60.64%	38.66%	60.60%	59.89%
归母净利润	60.50	89.46	57.06	145.78	432.88	393.35	604.58	583.70	605.40	1,100.61
YOY	10.43%	12.95%	-20.98%	4983.56%	615.46%	339.70%	959.64%	300.39%	39.85%	179.80%
毛利率	16.71%	16.97%	13.31%	18.17%	25.33%	19.19%	24.91%	22.71%	21.27%	24.73%
期间费用率	14.96%	14.39%	12.06%	13.03%	11.21%	10.39%	10.40%	12.16%	11.42%	8.63%
其中：销售费用率	5.10%	4.86%	4.48%	5.12%	4.22%	4.02%	3.54%	4.23%	4.43%	2.85%
管理费用率	4.61%	3.88%	3.88%	4.07%	3.84%	2.88%	2.74%	4.71%	3.46%	2.99%
财务费用率	5.24%	5.64%	3.70%	3.84%	3.15%	3.49%	4.12%	3.22%	3.54%	2.79%
归母净利率	2.46%	3.04%	1.86%	3.97%	12.83%	9.62%	12.28%	11.48%	11.17%	16.84%
ROE	0.98%	1.45%	0.79%	1.76%	5.04%	4.39%	6.42%	5.81%	5.67%	9.82%
YOY (±)	0.07%	0.14%	-0.39%	1.71%	4.05%	2.95%	5.63%	4.05%	0.64%	5.43%
资产负债率	66.91%	67.48%	58.68%	57.97%	58.54%	60.82%	58.17%	61.21%	64.49%	64.16%
YOY (±)	-1.06%	-0.18%	-9.31%	-8.50%	-8.38%	-6.66%	-0.51%	3.25%	5.95%	3.34%
存货周转天数	82.76	73.25	69.48	61.53	74.43	60.30	55.14	53.72	50.86	49.66
较上年同期增减	-9.23	-14.10	-6.16	-15.32	-8.33	-12.95	-14.34	-7.81	-23.57	-10.63
应收账款天数	56.53	54.50	51.06	44.37	44.46	42.20	40.46	38.66	41.11	38.81
较上年同期增减	-9.28	-10.85	-6.96	-6.58	-12.08	-12.30	-10.60	-5.71	-3.34	-3.39
经营性现金流净额	314.21	-56.49	499.69	185.50	-507.07	236.56	851.33	2199.04	-65.08	2487.43
较上年同期增减	284.31	-324.68	208.69	-608.79	-821.28	293.05	351.64	2013.54	441.99	2250.87
筹资性现金流净额	115.07	617.17	363.84	71.24	323.68	1512.22	-862.10	1691.15	1509.78	-2036.68
较上年同期增减	151.78	200.36	459.74	1359.06	208.61	895.06	-1225.94	1619.92	1186.10	-3548.90
资本开支	257.20	412.63	255.27	96.24	46.86	70.95	177.54	498.95	265.62	471.48
较上年同期增减	32.71	67.78	222.55	339.20	-210.34	-341.68	-77.73	402.71	218.76	400.53

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 2：山鹰纸业收入拆分

(百万元)	2016H1	2016H2	2016	2017H1	2017H2	2017	2018H1
营业总收入	5402.81	6732.00	12134.81	7461.48	10008.20	17469.68	11954.01
YOY	26.18%	22.29%	23.99%	38.10%	48.67%	43.96%	60.21%
造纸业务	3908.33	4840.09	8748.42	5350.11	7226.09	12576.19	9490.56
YOY	-	-	-	36.89%	49.30%	43.75%	77.39%
占比	72.34%	71.90%	72.09%	71.70%	72.20%	71.99%	79.39%
毛利率	18.50%	18.50%	18.50%	24.93%	27.30%	26.29%	26.06%
销量(万吨)	169.00	194.00	363.00	176.65	176.96	353.61	228.45
单价(元)	2312.62	2494.89	2410.03	3028.65	4083.46	3556.52	4154.32
包装业务	1249.39	1440.03	2689.42	1585.48	2063.91	3649.39	2097.03
YOY	-	-	-	26.90%	43.32%	35.69%	32.26%
占比	23.12%	21.39%	22.16%	21.25%	20.62%	20.89%	17.54%
毛利率	12.55%	11.77%	12.13%	14.16%	16.02%	15.21%	11.55%
销量(亿平)	5.10	6.49	11.59	4.89	6.81	11.70	5.83
单价(元/平)	2.45	2.22	2.32	3.24	3.03	3.12	3.60
归母净利润	149.96	202.84	352.80	826.23	1188.29	2014.52	1706.00
YOY	11.92%	170.19%	68.76%	450.95%	485.82%	471.00%	106.48%
吨净利(元)	88.74	104.56	97.19	467.72	671.50	569.70	746.77

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 3：山鹰纸业季度吨净利一览（元/吨）

	2017Q1	2017Q2	2017H1	2017Q3	2017Q4	2017H2	2018Q1	2018Q2	2018H1
归母净利（亿元）	4.33	3.93	8.26	6.06	5.83	11.89	6.05	11.01	17.06
扣非净利（亿元）	4.30	3.75	8.05	5.99	5.97	11.96	4.89	9.97	14.86
其中：包装业务	0.23	0.23	0.46	0.27	0.6	0.87	0.21	0.19	0.40
其中：坏账准备转回带来	-	-	-	-	-	-	0.45	0.32	0.77
其中：北欧纸业并表带来	-	-	-	-	0.44	0.44	0.70	0.81	1.51
其中：福建联盛并表带来	-	-	-	-	-	-	0.70	0.81	1.51
销量（万吨）	70	99	169	90	95	185	108	120	228
其中：北欧纸业销量	-	-	-	-	4.17	4.17	6	8	14
其中：福建联盛销量	-	-	-	-	-	-	19	25	44
吨净利（总）	619	397	489	673	616	644	561	914	747
吨净利（北欧纸业）	-	-	-	-	1055	1055	1167	1069	1113
吨净利（福建联盛）	-	-	-	-	-	-	368	321	342
吨净利（除包装、会计核算、北欧、联盛）	494	309	386	587	474	530	481	1012	754

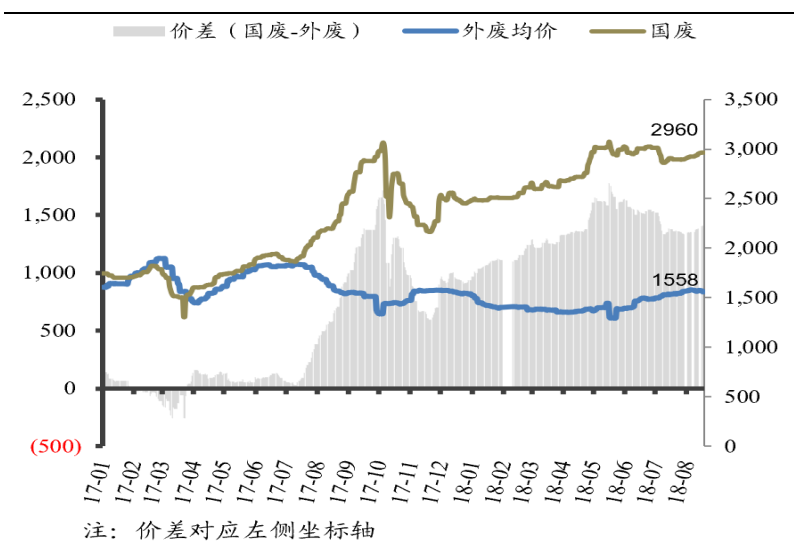
数据来源：Wind，公司年报东吴证券研究所

表 4：2018 年前 17 个批次外废进口配额发放一览

单位（万吨）		2018		2017		2016	
序号	企业	前17个批次	占比	总计	占比	总计	占比
1	玖龙纸业	498.15	35.17%	847	27.17%	1317	32.28%
2	理文造纸	211.82	14.95%	398	12.77%	533	13.06%
3	广州造纸	75.00	5.30%	62	1.99%	83	2.03%
4	山鹰纸业	159.29	11.25%	256	8.21%	305	7.48%
5	联盛纸业	96.16	6.79%	166	5.33%	179	4.39%
6	华泰纸业	90.00	6.35%	93	2.98%	121	2.97%
7	东莞建晖	39.31	2.78%	100	3.21%	101	2.48%
8	山东世纪阳光	30.82	2.18%	51	1.64%	53	1.30%
9	景兴纸业	28.37	2.00%	48	1.54%	68	1.67%
10	宁波亚洲	30.38	2.14%	36	1.15%	41	1.00%
11	东莞金州	21.84	1.54%	55	1.76%	51	1.25%
12	荣成环保	20.96	1.48%	57	1.83%	65	1.59%
13	其他	114.33	8.07%	948	30.41%	1163	28.50%
总配额		1416.43		3117		4080	

数据来源：中国固废化学品管理网，东吴证券研究所

图 1：内外废价差（元/吨）



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

山鹰纸业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	9175	14673	15655	19461	营业收入	17470	27567	32793	39409
现金	2319	3859	4591	5517	减:营业成本	13449	20417	24617	29657
应收账款	2208	4221	4122	5069	营业税金及附加	171	269	321	385
存货	2328	4159	4586	5923	营业费用	696	1076	1274	1478
其他流动资产	2321	2434	2355	2951	管理费用	622	963	1111	1334
非流动资产	17755	18039	18836	19753	财务费用	616	961	857	880
长期股权投资	740	742	744	747	资产减值损失	40	73	67	83
固定资产	10685	10705	11393	12290	加:投资净收益	-29	-8	-10	-13
在建工程	1540	1739	1827	1817	其他收益	451	0	0	0
无形资产	1181	1157	1130	1101	营业利润	2291	3802	4538	5580
其他非流动资产	3610	3696	3741	3797	加:营业外净收支	-61	-32	-34	-39
资产总计	26931	32713	34491	39214	利润总额	2230	3770	4504	5541
流动负债	12331	14537	14412	16213	减:所得税费用	210	355	424	522
短期借款	5039	5398	4901	5711	少数股东损益	6	3	5	5
应付账款	2121	3643	3862	4542	归属母公司净利润	2015	3412	4075	5015
其他流动负债	5171	5496	5648	5960	EBIT	2702	5111	5791	6940
非流动负债	4155	5705	5175	5109	EBITDA	3346	6440	6728	7943
长期借款	1960	3595	3000	2851					
其他非流动负债	2195	2111	2175	2258					
负债合计	16485	20243	19587	21322	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	77	104	131	157	每股收益(元)	0.44	0.75	0.89	1.10
归属母公司股东权益	10368	12366	14773	17735	每股净资产(元)	2.28	2.71	3.23	3.88
负债和股东权益	26931	32713	34491	39214	发行在外股份(百万股)	4551	4571	4571	4571
					ROIC(%)	12.7%	19.9%	21.3%	22.3%
					ROE(%)	21.5%	30.0%	30.0%	30.9%
					毛利率(%)	23.0%	25.9%	24.9%	24.7%
					销售净利率(%)	11.6%	12.4%	12.4%	12.7%
					资产负债率(%)	61.2%	61.9%	56.8%	54.4%
					收入增长率(%)	44.0%	57.8%	19.0%	20.2%
					净利润增长率(%)	471.0%	69.4%	19.4%	23.1%
					P/E	8.49	5.01	4.20	3.41
					P/B	1.65	1.38	1.16	0.96
					EV/EBITDA	9.34	5.20	4.77	4.14
现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E					
经营活动现金流	2780	3045	6133	5204					
投资活动现金流	-5195	-4365	-4855	-5215					
筹资活动现金流	2665	2859	-546	938					
现金净增加额	252	1540	732	926					
折旧和摊销	643	1329	937	1003					
资本开支	794	2832	3322	3683					
营运资本变动	-1710	3291	1107	2005					

数据来源: 贝格数据, Wind, 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>