



2018-08-30

公司点评报告

买入/首次

山鹰纸业(600567)

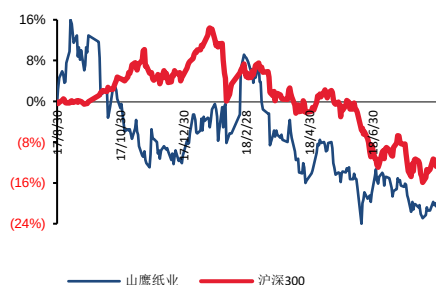
目标价: 4.30

昨收盘: 3.74

轻工制造

联盛、北欧并表增厚公司业绩，长期境外原料渠道优势显著

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	4,571/4,571
总市值/流通(百万元)	17,094/17,094
12 个月最高/最低(元)	5.63/3.58

证券分析师: 陈天蛟

电话: 13601877996

E-MAIL: chentj@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110002

事件:

公司发布 2018 年中报: 2018 上半年公司实现营收 119.54 亿元, 同比增长 60.21%, 归母净利润 17.06 亿元, 同比增长 106.48%, 归母扣非净利 14.86 亿元, 同比增长 84.6%, 经营活动产生的现金流量净额 24.22 亿元, 同比增长 995.48%, 基本每股收益 0.37 元。Q2 单季度实现营收 63.35 亿元, 同比增长 59.9%, 归母净利润 11.01 亿元, 同比增长 179.8%, 归母扣非净利 9.97 亿元, 同比增长 165.97%。

点评:

造纸: 原纸业务量价齐升, 联盛、北欧并表提升公司业绩。 上半年造纸营收 94.9 亿元, 同比增长 77.39%, 毛利率 26.06%, 同比增加 1.13pct, 原纸产/销量分别为 231.5/228.45 万吨, 同比增长 30.86%/35.19%, 产销率 98.68%, 同比增加 3.16pct。箱板原纸、新闻纸、特种纸分别实现营收 85.25/4.4/11.96 亿元, 毛利率分别为 22.91%/32.5%/30.94%。造纸业务营收大幅增长主要系联盛、北欧并表, 上半年联盛贡献营收 15.67 亿元、净利润 1.51 亿元, 北欧贡献营收 12.12 亿元、净利润 1.51 亿元。联盛技改完成后产能将达 105 万吨, 加上北欧 50 万吨, 公司产能规模将超 500 万吨。

包装: 原纸成本走高毛利率承压, 未来有望放量增厚业绩规模。 上半年公司包装业务实现营收 20.97 亿元, 同比增长 32.26%, 毛利率 11.55%, 同比下滑 2.61pct, 主要系原纸成本走高。瓦楞箱板纸箱产量 5.82 亿平方米, 同比增长 19.26%, 销量 5.83 亿平方米, 同比增长 19.22%, 产销率 100.17%, 同比去年基本持平。随着公司对旗下包装板块公司进行业务梳理和内部管理提升, 包装业务放量有望增厚公司业绩规模。

废纸贸易: 受外废进口受限及贸易战影响, 废纸贸易业务下滑。 上半年公司废纸贸易业务实现营收 1.76 亿元, 同比下滑 52.71%, 毛利率 0.53%, 同比下滑 4.19pct。外废进口政策趋严使废纸贸易量急剧下滑, 贸易战升级导致美废进口成本增加, 公司废纸贸易业务大幅下滑。

成本优势叠加运营效率提升, 增强公司盈利能力。 2018 上半年公司毛利率 23.16%, 同比增加 1.2pct, 净利率 14.28%, 同比增加 3.15pct, 期间费用率 9.9%, 同比下滑 0.87pct, 其中销售/管理/财务费用率分别为 3.56%/3.21%/3.13%, 同比下滑 0.55/0.11/0.21pct。受益外废进口配额公司享受成本优势, 工业自动化及信息系统深入应用带动

运营效率提升、业务单元之间及产业链协同效应增强，控费效果显著，盈利能力提升。

短期来看，纸价下跌空间有限，公司受益外废进口配额带来的成本优势。外废进口受限，今年以来国废价格大幅上涨，二季度下游需求低迷致国废价格短暂小幅下滑，四季度旺季成品纸存在刚需，国废或将维持高位震荡，成本向下游转移，箱板瓦楞纸价有望上涨，未来虽有新增产能投放，纸价下跌空间有限。2018 年截至目前废纸进口核准数量共计 1433 万吨，同比下滑 49%，山鹰获批 204 万吨，占比 14.24%，公司稳定的境外废纸采购渠道及外废进口配额使公司获得成本优势。

长期来看，为应对外废禁止进口，公司积极进行境内外原料渠道建设，保证原料供应。截至今年 7 月份我国废纸累计进口量 853 万吨，同比下滑 49.8%，废纸进口数量大幅减少已成定局，并将于 2020 年废纸进口力争为 0，面对这一问题，公司积极开拓境外制浆、造纸渠道，参股从事欧废收购的 WPT、收购美国 Verso Wickliffe 建设包装用纸及废纸浆生产线，同时增强国废回收渠道的拓展，保证原料供应。

预计公司 2018-2019 年 EPS 分别为 0.62 和 0.71 元，对应 2018-2019PE 分别为 6.08 和 5.25 倍，考虑到未来纸价下跌空间有限，公司产能扩张及包装业务放量，原料供应有保障，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：纸价上涨不及预期，包装业务发展不及预期。

■ 盈利预测和财务指标：

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	17470	25017	29219	33456
(+/-%)	44.0	43.2	16.8	14.5
净利润(百万元)	2020	2847	3278	3800
(+/-%)	471.00	39.67%	15.65%	15.68%
摊薄每股收益(元)	0.44	0.62	0.71	0.82
市盈率(PE)	9.86	6.08	5.25	4.54

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	2197	2319	1120	1201	3577	营业收入	12135	17470	25017	29219	33456
应收和预付款项	1645	2324	3062	3455	4026	营业成本	10150	13449	19138	22382	25627
存货	1686	2328	3063	3461	4033	营业税金及附加	107	171	300	351	401
其他流动资产	1933	2204	1894	3079	3482	销售费用	594	696	1051	1344	1572
流动资产合计	7461	9175	9140	11196	15117	管理费用	496	622	1051	1286	1472
长期股权投资	97	740	740	740	740	财务费用	549	616	212	120	26
投资性房地产	124	240	240	240	240	资产减值损失	37	40	0	0	0
固定资产	9636	10685	10224	10162	9842	投资收益	-4	-29	-17	-23	-20
在建工程	1542	1540	2106	2388	2812	公允价值变动	5	-1	0	0	0
无形资产开发支出	959	1181	1242	1361	1446	营业利润	203	2291	3249	3714	4337
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	246	-61	93	16	54
其他非流动资产	12588	17755	17079	17838	17816	利润总额	450	2230	3341	3729	4391
资产总计	20049	26931	26218	29034	32933	所得税	91	210	495	451	591
短期借款	5386	5039	810	0	0	净利润	359	2020	2847	3278	3800
应付和预收款项	1572	2216	2810	3222	3726	少数股东损益	6	6	33	24	36
长期借款	818	1960	1960	1960	1960	归母股东净利润	353	2015	2814	3254	3764
其他负债	3846	7271	7708	8128	8147						
负债合计	11622	16485	13287	13310	13832						
股本	3241	4571	4571	4571	4571	预测指标					
资本公积	4289	4339	4339	4339	4339		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
留存收益	823	2724	5177	7946	11288	毛利率	16.36%	23.01%	23.50%	23.40%	23.40%
归母公司股东权益	8377	11679	14131	16901	20242	销售净利率	2.91%	11.53%	11.25%	11.14%	11.25%
少数股东权益	51	77	111	134	170	销售收入增长率	23.99%	43.96%	43.20%	16.80%	14.50%
股东权益合计	8427	11756	14242	17035	20412	EBIT 增长率	9.10%	184.95%	24.85%	8.34%	14.74%
负债和股东权益	20049	28241	27529	30345	34244	净利润增长率	68.76%	471.00%	39.67%	15.65%	15.68%
						ROE	4.21%	17.25%	19.91%	19.25%	18.60%
						ROA	1.76%	7.13%	10.22%	10.72%	10.99%
						ROIC	5.43%	15.29%	17.41%	18.57%	19.89%
现金流量表(百万)						EPS (X)	0.09	0.44	0.62	0.71	0.82
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	PE (X)	40.22	9.86	6.08	5.25	4.54
经营性现金流	943	2780	2304	4011	3783	PB (X)	1.40	1.70	1.21	1.01	0.84
投资性现金流	-1167	-5195	-59	-1552	-806	PS (X)	0.97	1.14	0.68	0.59	0.51
融资性现金流	1167	2665	-4510	-1311	-602	EV/EBITDA (X)	9.90	7.69	5.08	4.36	3.38
现金增加额	-49	3	0	0	0						

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com

广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。