

Q3 增速略有趋缓，海外布局及产业链一体化助力成长

买入 (维持)

2018 年 10 月 23 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	25,051	29,509	35,886
同比 (%)	44.0%	43.4%	17.8%	21.6%
归母净利润 (百万元)	2,015	3,003	3,431	4,023
同比 (%)	471.0%	49.1%	14.2%	17.3%
每股收益 (元/股)	0.44	0.66	0.75	0.88
P/E (倍)	7.40	4.96	4.34	3.70

投资要点

■ 公司发布 18 年三季报: 18Q1-Q3 公司实现收入 179.38 亿 (+44.85%), 归母净利 23.17 亿 (+61.94%), 扣非净利 19.39 亿 (+38.13%), 非经常性损益 3.79 亿 (政府补助 3.99 亿); 其中 Q3 单季实现收入 59.84 亿 (+21.56%), 归母净利 6.11 亿 (+1.08%), 扣非净利 4.53 亿 (-24.38%), 非经常性损益 1.58 亿 (政府补助 1.73 亿)。Q1-Q3 北欧纸业、福建联盛并表贡献利润 4.08 亿, 其中 Q3 单季 1.07 亿 (北欧纸业 0.28 亿, 预计受汇率影响有所下滑; 福建联盛 0.78 亿)。剔除并表利润贡献, Q3 内生净利润约为 5.04 亿元 (未剔除包装、坏账转回), 同比下滑 16.7%。

据我们估计 18Q3 公司销量 116 万吨左右, 吨净利约 528 元/吨; 其中内生部分 (剔除包装利润约 0.2 亿、坏账转回 0.58 亿) 销量 89 万吨, 较同期有所下滑, 吨净利约 480 元/吨; 北欧纸业销量 6 万吨, 吨净利约 512 元/吨 (预计汇率导致吨利大幅走低); 福建联盛销量 21 万吨, 吨净利约 369 元/吨。此外值得注意的是, 公司 Q1-Q3 非经常性损益主要是政府补贴, 其中 Q3 单季政府补贴 1.73 亿元, 预计其中部分是由于废纸销售口径变更所致。此外由于公司对应收账款坏账计提规则做出改变, 资产减值损失项冲回增加 5789 万元。

■ 需求不旺纸价走低, 收入增速放缓。受纸价回落, 需求旺季不旺影响, 18Q3 公司收入 59.84 亿, 较同期增长 21.65%, 增速有所放缓。6 月-9 月, 箱板/瓦楞纸市场价从 5560/4995 元/吨下跌至 4910/4258 元/吨, 降幅达 11.7%/14.8%。进入 10 月后纸价继续走低, 目前箱板/瓦楞纸价格为 4510/3970 元/吨。同时, 据 17Q3 销量 90 万吨估计, 18Q3 内生销量 89 万吨左右, 拖累收入增速。预计随着双十一临近, 纸价和下游包装需求将逐渐企稳。

■ 美废到港受限致毛利率下滑, 内外价差减小压缩成本红利。18Q3 公司毛利率 20.26%, 同比-4.65%, 预计是受贸易战影响, 公司部分美废滞留港口, 影响实际到港美废数量, 从而固废使用比例增加所致。预计 8 月中至 9 月固废: 外废使用比例约 6.5:3.5, 高于上半年的 5:5。而从前 22 批次外废配额发放情况来看, 山鹰纸业 (含福建联盛) 获得配额 235.62 万吨, 占比 13.34%, 外废比例仍能保持较高水平, 预计 Q4 随着配额陆续到港, 外废使用比例将有所回升, 吨净利有望维持稳定。另一方面, 受固废价格走低以及外废价格上升影响, 目前内外废价差在 783 元/吨, 同时受到 25%关税影响, 内外价差带来的成本红利将有所减小。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	3.26
一年最低/最高价	3.00/5.30
市净率(倍)	1.24
流通 A 股市值(百万元)	14900.34

基础数据

每股净资产(元)	2.64
资产负债率(%)	63.63
总股本(百万股)	4570.66
流通 A 股(百万股)	4570.66

相关研究

- 1、《山鹰纸业 (600567): 业绩翻倍增长符合预期, 外延保障成本优势可持续》2018-08-31
- 2、《【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
- 3、《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

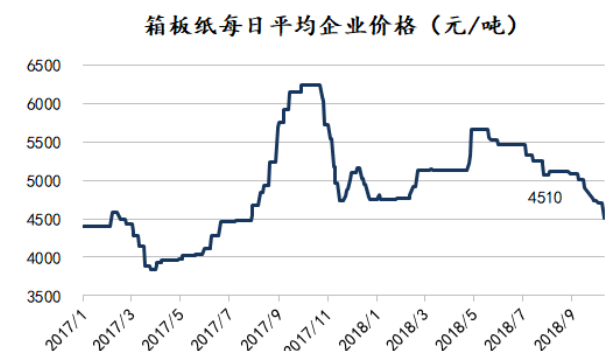
- **费用总体管控良好，现金流状况向好。**18Q1-Q3 公司期间费用率 10.56%，较同期小幅减少 0.06pct。其中销售费用率 3.56%，较同期减少 0.33pct；管理费用率同增 0.37pct 至 3.46%（研发费用均为 0），其中 Q3 单季管理费用率 3.98%，较同期+1.23pct，预计系职工薪酬和办公费用增长所致；财务费用率同减 0.10pct 至 3.55%。综合来看公司 Q1-Q3 归母净利率 12.92%，较同期+1.36pct，其中 Q3 单季受成本增长影响，净利率有所下滑，较同期减少 2.07pct 至 10.21%。Q1-Q3 公司销售收现增加，经营性现金流净额 32.71 亿，较同期 5.81 亿大幅增长，现金流状况向好。
- **存货、在建工程投入增加，应付款大幅增长。**截至报告期末，公司应收账款 27.87 亿，较 18H1 减少 1.61 亿，应收款周转天数 37.59，较同期减少 2.87 天；存货 33.96 亿，较 18H1 增 6.55 亿，周转天数小幅同增 0.23 天至 55.37 天；在建工程 22.70 亿，较 18H1 增 5.25 亿；其他非流动资产较 18H1 增 1.97 亿至 2.18 亿，预计为增加创享激励基金 1.9 亿所致。截至 18Q3 公司应付款项较 18H1 增 9.46 亿至 41.92 亿，增幅较大，预计系存货、在建工程投入增加所致。而超短期融资券较 18H1 减少 9 亿至 19 亿，同时公司短期借款较 18H1 增 6.65 亿至 85.56 亿。
- **海外原料布局完善产业链闭环，产能扩张保障长期成长。**公司积极布局海外原料，上半年收购荷兰废纸企业 WPT 的 100% 股权（17 年再生资源贸易量近 150 万吨、收入 16.96 亿、净利润 0.23 亿）；随后又于 8 月收购美国 Verso Wickliffe 的 100% 股权，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。通过外延布局上游废纸原料，在外废紧缩情况下保证原料供应，完成废纸-原纸-包装-废纸的产业链闭环。同时随着 220 万吨包装纸项目建设投产（120 万吨预计 19Q1 投产，100 万吨预计 20 年投产），将为公司贡献业绩增量，长期成长可持续。
- **盈利预测与投资评级：**预计 18-20 年公司营收 250.5/295.1/358.9 亿（+43.4%/17.8%/21.6%），内生归母净利 30.0/34.3/40.2 亿（+49.1%/14.2%/17.3%），对应 PE 为 4.96X/4.34X/3.70X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格上涨，下游需求增长不及预期

表 1：山鹰纸业季度吨净利测算

	2017Q1	2017Q2	2017H1	2017Q3	2017Q4	2017H2	2018Q1	2018Q2	2018H1	2018Q3
归母净利（亿元）	4.33	3.93	8.26	6.05	5.84	11.89	6.05	11.01	17.06	6.11
其中：内生部分 （剔除包装、坏账转回）	4.10	3.70	7.80	5.78	4.80	10.58	4.00	8.88	12.87	4.27
北欧纸业	-	-	-	-	0.44	0.44	0.70	0.81	1.51	0.28
福建联盛	-	-	-	-	-	-	0.70	0.81	1.51	0.78
销量（万吨）	70	99	169	90	95	185	108	120	228	116
其中：内生	70	99	169	90	90	180	83	88	171	89
北欧纸业	-	-	-	-	4.17	4.17	6	8	14	6
福建联盛	-	-	-	-	-	-	19	25	44	21
吨净利（总，元/吨）	619	397	489	672	617	644	561	914	747	528
吨净利（内生，元/吨）	586	374	462	642	531	586	481	1011	754	480
吨净利（北欧纸业，元/吨）	-	-	-	-	1055	1055	1167	1069	1113	512
吨净利（福建联盛，元/吨）	-	-	-	-	-	-	368	321	342	369

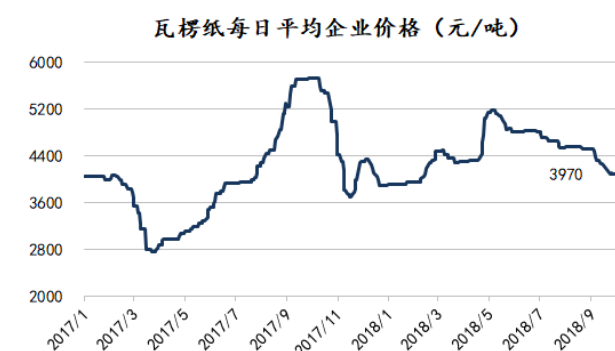
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 1：箱板纸价格走势



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 2：瓦楞纸价格走势



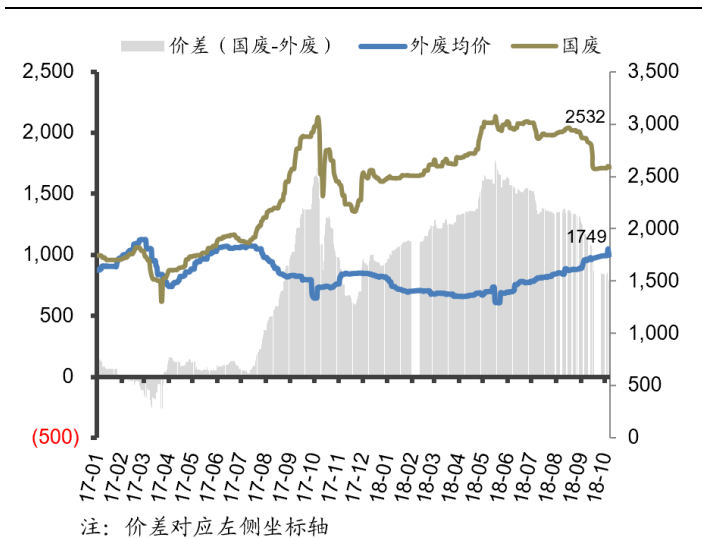
数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

表 2：外废配额发放情况一览（截至 181018）

序号	单位（万吨） 企业	2018		2017		2016	
		前22个批次	占比	总计	占比	总计	占比
1	玖龙纸业	621.79	35.20%	847	27.17%	1317	32.28%
2	理文造纸	282.45	15.99%	398	12.77%	533	13.06%
3	广州造纸	75.00	4.25%	62	1.99%	83	2.03%
4	山鹰纸业（含福建联盛）	235.62	13.34%	256	8.21%	305	7.48%
5	联盛（龙海）	64.22	3.64%	166	5.33%	179	4.39%
6	华泰纸业	98.40	5.57%	93	2.98%	121	2.97%
7	东莞建晖	56.81	3.22%	100	3.21%	101	2.48%
8	山东世纪阳光	30.82	1.74%	51	1.64%	53	1.30%
9	景兴纸业	35.46	2.01%	48	1.54%	68	1.67%
10	宁波亚洲	37.17	2.10%	36	1.15%	41	1.00%
11	东莞金洲	31.73	1.80%	55	1.76%	51	1.25%
12	荣成环保	33.06	1.87%	57	1.83%	65	1.59%
13	其他	164.05	9.29%	948	30.41%	1163	28.50%
总配额		1766.57		3117		4080	

数据来源：中国固废化学品管理网，东吴证券研究所

图 3：内外废价差一览



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

表 3：山鹰纸业重点季度数据一览

单位: 百万元	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
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	5,983.85
YOY	21.76%	30.11%	2.63%	45.59%	37.32%	38.76%	60.64%	38.66%	60.60%	59.89%	21.56%
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	611.11
YOY	10.43%	12.95%	-20.98%	4983.56%	615.46%	339.70%	959.64%	300.39%	39.85%	179.80%	1.08%
毛利率	16.71%	16.97%	13.31%	18.17%	25.33%	19.19%	24.91%	22.71%	21.27%	24.73%	20.26%
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%	11.90%
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%	3.54%
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%	3.98%
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%	4.38%
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%	10.21%
ROE	0.98%	1.45%	0.79%	1.76%	5.04%	4.39%	6.42%	5.81%	5.67%	9.82%	5.20%
YOY (±)	0.07%	0.14%	-0.39%	1.71%	4.05%	2.95%	5.63%	4.05%	0.64%	5.43%	-1.22%
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%	63.63%
YOY (±)	-1.06%	-0.18%	-9.31%	-8.50%	-8.38%	-6.66%	-0.51%	3.25%	5.95%	3.34%	5.46%
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	55.37
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	0.23
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	37.59
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	-2.87
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	848.88
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	-2.46
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	-714.36
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	147.75
资本开支	257.20	412.63	255.27	96.24	46.86	70.95	177.54	498.95	265.62	471.48	333.01
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	155.47

数据来源: Wind, 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)					利润表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	9175	10436	12331	14283	营业收入	17470	25051	29509	35886
现金	2319	2505	2951	3589	减:营业成本	13449	19140	22573	27744
应收账款	2208	2800	3363	3811	营业税金及附加	171	245	288	351
存货	2328	3366	4012	4533	营业费用	696	978	1147	1346
其他流动资产	2321	1765	2006	2351	管理费用	622	875	999	1215
非流动资产	17755	21366	22527	23485	财务费用	616	859	1059	1125
长期股权投资	740	742	744	747	资产减值损失	40	47	57	60
固定资产	10685	12013	13250	14285	加:投资净收益	-29	-8	-10	-13
在建工程	1540	2151	2061	1956	其他收益	451	451	451	451
无形资产	1181	1157	1130	1101	营业利润	2291	3351	3828	4486
其他非流动资产	3610	5303	5342	5396	加:营业外净收支	-61	-32	-35	-40
资产总计	26931	31802	34858	37768	利润总额	2230	3319	3793	4446
流动负债	12331	14787	15733	16159	减:所得税费用	210	312	357	419
短期借款	5039	7394	7877	6719	少数股东损益	6	3	5	5
应付账款	2121	3699	4016	5320	归属母公司净利润	2015	3003	3431	4023
其他流动负债	5171	3694	3839	4120	EBIT	2702	4057	4790	5581
非流动负债	4155	4786	4843	4923	EBITDA	3346	5466	5856	6741
长期借款	1960	2700	2700	2700					
其他非流动负债	2195	2086	2143	2223					
负债合计	16485	19573	20576	21082	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	0.66	0.75	0.88
归属母公司股东权益	10368	12124	14152	16528	每股净资产(元)	2.28	2.65	3.10	3.62
负债和股东权益	26931	31802	34858	37768	发行在外股份(百万股)	4551	4571	4571	4571
					ROIC(%)	12.7%	15.2%	16.3%	18.1%
					ROE(%)	21.5%	26.7%	26.1%	26.2%
					毛利率(%)	23.0%	23.6%	23.5%	22.7%
现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	11.6%	12.0%	11.6%	11.2%
经营活动现金流	2780	3698	4692	6751	资产负债率(%)	61.2%	61.5%	59.0%	55.8%
投资活动现金流	-5195	-5753	-5945	-5744	收入增长率(%)	44.0%	43.4%	17.8%	21.6%
筹资活动现金流	2665	2241	1699	-369	净利润增长率(%)	471.0%	49.1%	14.2%	17.3%
现金净增加额	252	186	446	638	P/E	7.40	4.96	4.34	3.70
折旧和摊销	643	1409	1066	1160	P/B	1.44	1.23	1.05	0.90
资本开支	794	4220	4413	4212	EV/EBITDA	8.69	5.85	5.55	4.81
营运资本变动	-1710	-1196	950	1525					

数据来源: 贝格数据, 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>