



2018-10-22

公司点评报告

买入/维持

山鹰纸业(600567)

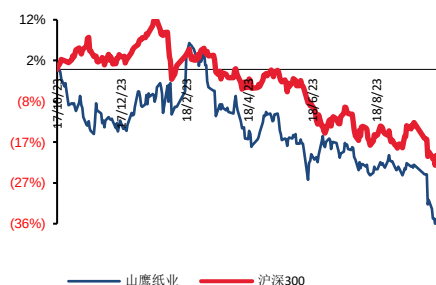
目标价: 4.30

昨收盘: 3.26

轻工制造

三季度纸价走势疲软拖累业绩，长期原材料渠道优势显著

■ 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)	14,306/14,306
12 个月最高/最低(元)	5.30/3.08

山鹰纸业(600567)《联盛、北欧并表增厚公司业绩，长期境外原料渠道优势显著》——2018/08/31

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 年三季报: 2018 年前三季度公司实现营业收入 179.38 亿元, 同比增长 44.85%, 归母净利润 23.17 亿元, 同比增长 61.94%, 扣非净利润 19.39 亿元, 同比增长 38.12%, 其中 Q3 单季实现营业收入 59.84 亿元, 同比增长 21.55%, 归母净利润 6.11 亿元, 同比增长 1%, 扣非净利润 4.53 亿元, 同比下滑 24.38%。非经常性损益 3.8 亿元, 大幅增加主要系废纸回收补贴收入、科技奖励资金增加所致。

点评:

北欧、联盛并表增厚公司业绩，剔除并表影响后 Q3 单季利润下滑。 公司业绩增加主要系北欧纸业、联盛纸业并表，两者合计贡献净利润约 4.5 亿元，剔除并表影响后，公司前三季度实现净利润 18.64 亿元，同比增长 29.8%，上半年北欧、联盛合计贡献净利润约 3 亿元，Q3 单季贡献净利润约 1.5 亿元，剔除并表影响后公司 Q3 单季实现净利润 4.57 亿元，同比下滑 24.59%。

需求疲软纸价震荡下滑，公司业绩承压。 理论上三季度是造纸需求旺季，但受经济低迷影响，今年包装纸需求旺季不旺，三季度箱板瓦楞纸价格整体呈震荡下滑态势，原材料端三季度国废黄板纸 A 级均价 2926 元/吨，环比上涨 2.05%，同比上涨 32.10%，外废价格依然坚挺，且受贸易战、人民币贬值等影响成本进一步提升，因此在原材料成本高企、纸价承压双重作用下削弱纸企盈利水平。展望四季度，随着双十一、元旦等节假日备货，纸价有望止跌，同时外废配额缓解公司成本压力。

外废进口收紧趋势延续，公司原材料渠道优势显著。 截至目前公示的二十二批外废进口名单，总核定量 1754 万吨，同比去年大幅下滑，其中玖龙、理文、山鹰（包括联盛纸业）分别占比 36%、16%、13.5%，我们估计今年废纸进口总合定量约 2000 万吨，同比去年下滑约 28%，中长期外废进口将全面禁止。原材料成纸企提高市占率、维持盈利水平的制胜法宝，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。

原纸、特种纸、包装多点开花，产能扩张驱动增长。 公司收购北欧纸业，切入高盈利的特种纸，废纸-原纸-包装实现产业链一体化，工业自动化应用及产业链协同带动内部运营效率提升。公司现有马鞍山、海盐、湖北、福建、重庆五大生产基地，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，造纸业务持续扩张驱动业绩增长。

我们预计 2018-2019 年 EPS 分别为 0.74 和 0.84 元，当前股价对应 PE 分别为 4.4 和 3.88 倍，考虑纸价下跌空间有限、公司外废配额及原材料渠道优势，产能扩张、特种纸、包装业务放量，维持“买入”评级。

风险提示：箱板瓦楞纸价格大幅波动，废纸价格大幅波动。

■ 盈利预测和财务指标：

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	17470	24370	28464	32876
(+/-%)	44.0	39.5	16.8	15.5
净利润(百万元)	2020	2422	2750	3241
(+/-%)	471.0	19.84%	13.53%	17.87%
摊薄每股收益(元)	0.44	0.74	0.84	0.99
市盈率(PE)	9.86	4.40	3.88	3.29

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	1257	1780	2228	营业收入	12135	17470	24370	28464	32876
应收和预付款项	1645	2324	2779	3248	3752	营业成本	10150	13449	18716	22060	25545
存货	1686	2328	2793	3292	3812	营业税金及附加	107	171	292	342	395
其他流动资产	1933	2204	1235	1301	3107	销售费用	594	696	999	1210	1414
流动资产合计	7461	9175	8064	9621	12899	管理费用	496	622	877	1082	1282
长期股权投资	97	740	740	740	740	财务费用	549	616	521	446	373
投资性房地产	124	240	240	240	240	资产减值损失	37	40	200	200	200
固定资产	9636	10685	11063	11378	11631	投资收益	-4	-29	-29	-29	-29
在建工程	1542	1540	1537	1534	1531	公允价值变动	5	-1	0	0	0
无形资产开发支出	959	1181	1362	1537	1707	营业利润	203	2291	2735	3097	3639
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	246	-61	-61	-61	-61
其他非流动资产	12588	17755	18311	18798	19218	利润总额	450	2230	2673	3035	3578
资产总计	20049	26931	26375	28419	32117	所得税	91	210	252	286	337
短期借款	5386	5039	1132	0	0	净利润	359	2020	2422	2750	3241
应付和预收款项	1572	2216	2641	3111	3602	少数股东损益	6	6	8	9	10
长期借款	818	1960	1960	1960	1960	归母股东净利润	353	2015	2414	2741	3231
其他负债	3846	7271	8010	8199	8398						
负债合计	11622	16485	13742	13270	13960						
股本	3241	3260	3260	3260	3260	预测指标					
资本公积	4289	4339	4339	4339	4339		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
留存收益	823	2724	4705	7012	9809	毛利率	16.36%	23.01%	23.20%	22.50%	22.30%
归母公司股东权益	8377	10368	12348	14656	17453	销售净利率	2.91%	11.53%	9.91%	9.63%	9.83%
少数股东权益	51	77	85	94	104	销售收入增长率	23.99%	43.96%	39.50%	16.80%	15.50%
股东权益合计	8427	10445	12433	14749	17557	EBIT 增长率	9.10%	184.95%	12.24%	8.97%	13.49%
负债和股东权益	20049	26931	26175	28019	31517	净利润增长率	68.76%	471.00%	19.84%	13.53%	17.87%
						ROE	4.21%	19.43%	19.55%	18.70%	18.51%
						ROA	1.76%	7.48%	9.22%	9.78%	10.25%
						ROIC	5.43%	16.58%	18.04%	18.67%	20.20%
						EPS (X)	0.09	0.44	0.74	0.84	0.99
						PE (X)	40.22	9.86	4.40	3.88	3.29
						PB (X)	1.40	1.36	0.86	0.73	0.61
						PS (X)	0.97	0.81	0.44	0.37	0.32
						EV/EBITDA (X)	9.90	6.06	4.14	3.45	2.65

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
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华东销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com

华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@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。