

业绩表现略超预期，低估优质长线布局 买入（维持）

2019年01月15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	24,687	30,549	36,926
同比(%)	44.0%	41.3%	23.7%	20.9%
归母净利润(百万元)	2,015	3,381	3,449	4,051
同比(%)	471.0%	67.8%	2.0%	17.5%
每股收益(元/股)	0.44	0.74	0.75	0.89
P/E(倍)	7.37	4.39	4.31	3.67

投资要点

■ **公司发布18年度业绩预增公告**：预计公司报告期内实现归母净利33.8亿(+68%)，扣非净利27.6亿(+38%)，非经常性损益6.1亿(其中因收购凤凰纸业产生营业外收入3.6亿)；其中Q4单季度实现归母净利10.63亿(+82%)，扣非净利8.21亿(+38%)，非经常性损益2.31亿，略超预期。根据公告，报告期内北欧纸业、福建联盛并表合计贡献利润6.3亿，预期Q4单季贡献利润2.23亿；因收购凤凰纸业，Q4单季产生营业外收入3.6亿；因会计估计变更转回坏账准备，全年增厚净利润约0.57亿。剔除上述影响预计18年公司的内生归母净利同增18%至23.33亿，单Q4同比下滑11%至4.81亿。

■ **单吨盈利处于高位，进一步外延扩张**：根据公司的产能情况，我们推算山鹰纸业全年实现总销量约470+万吨，其中内生部分销量350+万吨；对应测算得到公司全年的单吨净利700+元，其中内生的单吨净利约为650+元。由于Q4北欧纸业恢复生产(Q3停产1个月导致销量和利润贡献较少)，我们预期公司Q4单季度的单吨净利在800元+，较Q3环比提升；其中内生部分的单吨净利约500+元，持续处于高位。此外，公司于18年7月通过控股孙公司Global Win出资1600万美元购买凤凰纸业100%股权，并于18年9月6日完成交割。

■ **加码外延贡献增量，切入北美包装纸市场**：由于凤凰纸业的净资产评估值为1.34亿美元，公司18年将确认因此产生的约3.6亿元人民币的营业外收入。根据中国纸业网，凤凰纸业位于美国肯塔基州，主营纸浆及新闻纸，拥有木材厂、一条纸浆生产线和一台造纸机的完备产业链布局，年产28.5万吨高档铜版纸和3万吨商品浆，但自2015年11月以来处于停产状态。本次收购完成后，公司将对凤凰纸业进行设备改造、转产包装纸，助力公司打开北美市场，预期后续将贡献公司年20-30万吨的产能。

■ **内外废价差略有扩张，短期关注废纸系提价**：1月1日-14日，国废单吨价格上涨112元达到2333元，短期我们判断废纸系纸价和盈利均将小幅回升，原因包括：(1)此前库存清理至较低水平(12月31日箱板/瓦楞纸厂的库存较9月高点分别下滑38.38%/44.99%)，叠加春节备货需求拉动；(2)中美贸易战略有缓和导致美废顺利通关，美废13#/欧废/日废的单吨价格均有下滑，我们预计国内外废价差略扩至700-800元/吨；(3)人民币汇率升值为纸企带来成本结余。但我们认为下游需求预期偏弱，持续观察纸价涨幅。

■ **长期成长可持续，PB处于历史底部**：我们认为，本轮供给侧改革持续利好具有资金和原料优势的龙头企业。山鹰纸业现有产能约500+万吨，且随着220万吨包装纸项目建设投产(其中120万吨预计19Q1投产，100万吨预计20年投产)和外延项目，公司的市场份额将持续提升。此外在原料大势短缺的背景下，预期龙头公司得以凭借资金优势前瞻布局海外，完善产业链闭环并强化原料获取能力，从而获得长期具备比较优势。当前公司PB处于历史底部，建议持续关注。

■ **盈利预测与投资评级**：预计18-20年公司营收246.9/305.5/369.3亿(+41.3%/23.7%/20.9%)，归母净利33.8/34.5/40.5亿(+67.8%/2.0%/17.5%)，对应PE为4.39X/4.31X/3.67X，维持“买入”评级。

■ **风险提示**：下游需求持续偏弱，原材料价格大幅波动

股价走势



市场数据

收盘价(元)	3.25
一年最低/最高价	2.97/5.30
市净率(倍)	1.23
流通A股市值(百万元)	14854.63

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)：Q3增速略有趋缓，海外布局及产业链一体化助力成长》2018-10-23
- 2、《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
- 3、《【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

图 1：箱板纸价格走势（截止 2019 年 1 月 14 日）



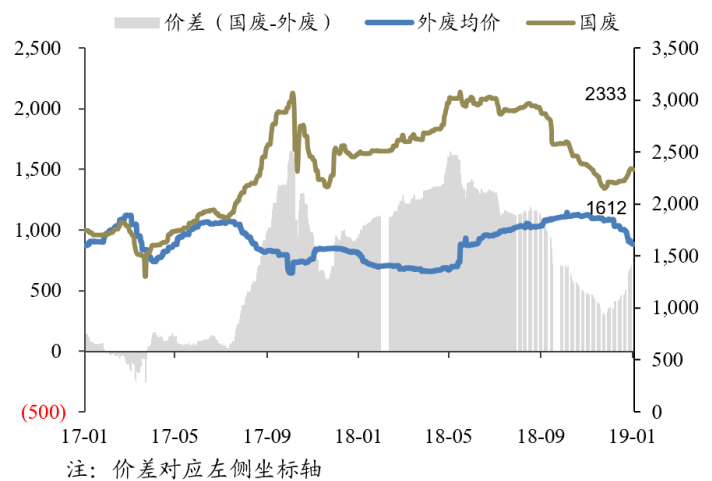
数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 2：瓦楞纸价格走势（截止 2019 年 1 月 14 日）



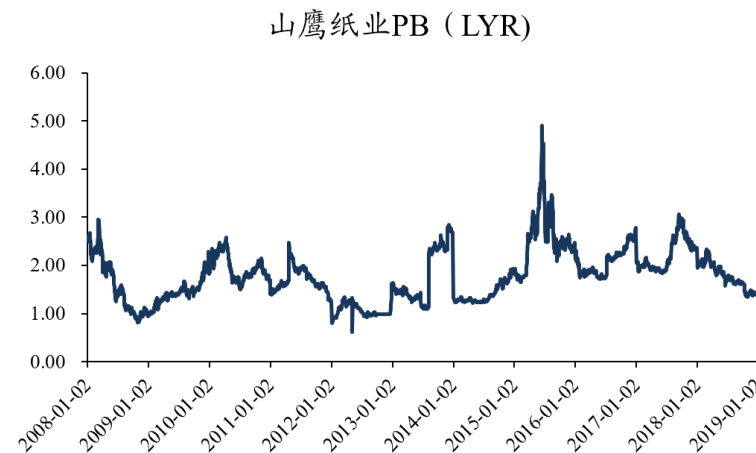
数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 3：内外废价差一览（截止 2019 年 1 月 14 日）



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 4：公司 PB 处于历史底部



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 1：外废配额发放情况一览（截至 181229）

序号	单位（万吨） 企业	2019		2018		2017		2016	
		前 2 批次	占比	前 26 批次	占比	总计	占比	总计	占比
1	玖龙纸业	140.95	25.78%	621.79	34.01%	841.10	28.95%	1317	32.28%
2	理文造纸	62.44	11.42%	282.45	15.45%	398.25	13.71%	533	13.06%
3	广州造纸	73.00	13.35%	75.00	4.10%	62.24	2.14%	83	2.03%
4	山鹰纸业（含福建联盛）	65.51	11.98%	246.05	13.46%	141.20	4.86%	305	7.48%
5	联盛（龙海）	15.41	2.82%	64.22	3.51%	166.2	5.72%	179	4.39%
6	华泰纸业	74.00	13.54%	98.40	5.38%	86.02	2.96%	121	2.97%
7	东莞建晖	13.63	2.49%	70.81	3.87%	100.00	3.44%	101	2.48%
8	山东世纪阳光	11.77	2.15%	35.72	1.95%	50.60	1.74%	53	1.30%
9	景兴纸业	8.51	1.56%	35.46	1.94%	48.17	1.66%	68	1.67%
10	宁波亚洲	8.95	1.64%	37.17	2.03%	54.58	1.88%	41	1.00%
11	东莞金洲	5.01	0.92%	39.64	2.17%	55.00	1.89%	51	1.25%
12	荣成环保	3.71	0.68%	33.06	1.81%	57.20	1.97%	65	1.59%
13	其他	63.77	11.67%	188.31	10.30%	844.58	29.07%	1163	28.50%
总配额		546.67		1828.07		2905.14		4080	

数据来源：中国固废化学品管理网，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	10206	13235	14169	营业收入	17470	24687	30549	36926
现金	2319	2469	3055	3693	减:营业成本	13449	19062	23772	28990
应收账款	2208	2727	3653	3729	营业税金及附加	171	241	299	361
存货	2328	3283	4354	4438	营业费用	696	964	1187	1385
其他流动资产	2321	1727	2172	2310	管理费用	622	863	1035	1250
非流动资产	17755	21363	22535	23494	财务费用	616	839	1077	1096
长期股权投资	740	742	744	747	资产减值损失	40	46	64	56
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	3118	3559	4229
其他非流动资产	3610	5300	5350	5404	加:营业外净收支	-61	618	254	247
资产总计	26931	31569	35770	37663	利润总额	2230	3736	3812	4477
流动负债	12331	14335	16400	15793	减:所得税费用	210	352	359	421
短期借款	5039	6982	8060	6339	少数股东损益	6	3	5	5
应付账款	2121	3675	4453	5305	归属母公司净利润	2015	3381	3449	4051
其他流动负债	5171	3678	3887	4150	EBIT	2702	3798	4556	5301
非流动负债	4155	4782	4853	4933	EBITDA	3346	5208	5622	6461
长期借款	1960	2700	2700	2700					
其他非流动负债	2195	2082	2153	2233	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	16485	19117	21254	20727	每股收益(元)	0.44	0.74	0.75	0.89
少数股东权益	77	104	131	157	每股净资产(元)	2.28	2.70	3.15	3.67
	10368	12348	14385	16778	发行在外股份(百万股)	4551	4571	4571	4571
归属母公司股东权益					ROIC(%)	12.7%	14.4%	15.3%	17.3%
负债和股东权益	26931	31569	35770	37663	ROE(%)	21.5%	29.8%	25.8%	26.0%
					毛利率(%)	23.0%	22.8%	22.2%	21.5%
现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	11.6%	13.7%	11.3%	11.0%
经营活动现金流	2780	4204	4281	7293	资产负债率(%)	61.2%	60.6%	59.4%	55.0%
投资活动现金流	-5195	-5753	-5945	-5744	收入增长率(%)	44.0%	41.3%	23.7%	20.9%
筹资活动现金流	2665	1698	2251	-911	净利润增长率(%)	471.0%	67.8%	2.0%	17.5%
现金净增加额	252	150	586	638	P/E	7.37	4.39	4.31	3.67
折旧和摊销	643	1409	1066	1160	P/B	1.43	1.20	1.03	0.89
资本开支	794	4220	4413	4212	EV/EBITDA	8.67	6.05	5.88	4.94
营运资本变动	-1710	-973	963	1542					

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>

