山鹰纸业（600567）

公司研究/点评报告

归母净利润预增约 68%，关注海外原材料渠道布局

—山鹰纸业（600567）2018 年业绩预增点评

点评报告/轻工制造　　2019 年 01 月 15 日

一、事件概述

1 月 14 日，公司发布 2018 年业绩预增公告。报告期内，公司预计实现归母净利润约 33.8 亿元，同比增长约 68%；预计实现扣非归母净利润约 27.6 亿元，同比增长约 38%。

二、分析与判断

➢ **北欧纸业、联盛纸业并表增厚公司业绩**

2018 年公司预计实现归母净利润约 33.8 亿元，其中北欧纸业、联盛纸业预计贡献净利润增量约 6.3 亿元。报告期内，公司非经常性损益约 6.1 亿元，其中收购凤凰纸业产生的营业外收入约 3.6 亿元（收购对价低于其可辨认净资产的公允价值），政府补助约 1 亿元。

➢ **需求疲软导致近期终端纸价及原材料废纸价格下跌，外废配额优势减弱**

受需求疲软影响，18 年年中以来箱板、瓦楞、国废价格明显下跌，箱板纸由约 5650 元/吨跌至约 4550 元/吨，跌幅约 1100 元/吨；瓦楞纸由约 5200 元/吨跌至约 3800 元/吨，跌幅约 1400 元/吨；国废由约 3000 元/吨跌至约 2300 元/吨，跌幅约 700 元/吨。目前美废价格约 2000 元/吨，外废仍有价格优势，但相对去年年中已明显减弱。

➢ **原材料端持续紧俏，外废配额依旧维持较高集中度**

2018 年我国共发放外废进口额度 1816 万吨，同比下降 35%；前 11 月我国累计进口废纸 1466 万吨，同比下降 41%。国废回收率短时间难以提升，废纸整体供给仍然偏紧。目前 2019 年前两批额度总计发放 547 吨，其中玖龙、理文、山鹰三家合计获批 287 万吨，占比 53%，外废配额依旧维持较高集中度。

三、投资建议

公司通过收购美国造纸企业 Verso、欧洲废纸贸易企业 WPT 整合海外原材料供应渠道，收购北欧纸业打开国际市场，同时在成本端享有外废配额优势。预计公司 2018、2019、2020 年基本每股收益为 0.62 元、0.71 元、0.83 元，对应 2018、2019、2020 年 PE 分别为 5X、5X、4X。**维持公司“推荐”评级。**

四、风险提示

原材料价格大幅波动；箱板瓦楞下游需求下滑；环保政策出现较大变化。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	17,470	24,635	29,191	33,208
增长率（%）	44.0%	41.0%	18.5%	13.8%
归属母公司股东净利润（百万元）	2,015	2,851	3,264	3,784
增长率（%）	471.0%	41.5%	14.5%	15.9%
每股收益（元）	0.44	0.62	0.71	0.83
PE（现价）	7	5	5	4
PB	1.0	0.8	0.6	0.5

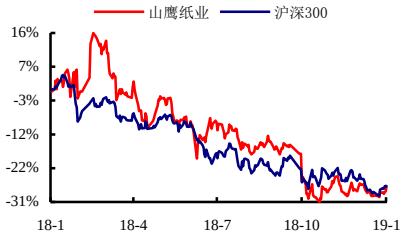
资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐　维持评级

当前价格：　3.25 元

交易数据	2019-1-14
近 12 个月最高/最低(元)	5.3/3.04
总股本（百万股）	4,571
流通股本（百万股）	4,571
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	149
流通市值（亿元）	149

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：陈柏儒

执业证号：　S0100512100003

电话：　010-85127729

邮箱：　chenbairu@mszq.com

研究助理：聂贻哲

执业证号：　S0100117110075

电话：　01085127729

邮箱：　nieyizhe@mszq.com

相关研究

1.山鹰纸业（600567）2018 年三季报点评：业绩快速增长，四季度成本优势或将有所减弱

2.山鹰纸业（600567）2018 年三季度业绩预增公告点评：行业持续景气，北欧联盛并表增厚公司业绩

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	17,470	24,635	29,191	33,208
营业成本	13,449	18,863	22,244	25,326
营业税金及附加	171	208	263	301
销售费用	696	936	1,080	1,328
管理费用	622	788	934	1,129
EBIT	2,532	3,839	4,669	5,124
财务费用	616	577	674	592
资产减值损失	40	38	30	25
投资收益	(29)	(17)	(23)	(20)
营业利润	2,291	3,207	3,943	4,487
营业外收支	(61)	360	0	0
利润总额	2,230	3,567	3,943	4,487
所得税	210	702	648	681
净利润	2,020	2,866	3,295	3,806
归属于母公司净利润	2,015	2,851	3,264	3,784
EBITDA	3,180	4,665	5,527	6,021

资产负债表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	2319	10240	10451	12292
应收账款及票据	3155	4621	5302	5987
预付款项	116	164	197	222
存货	2328	3153	3599	4090
其他流动资产	1075	1075	1075	1075
流动资产合计	9175	19459	20861	23934
长期股权投资	740	740	740	740
固定资产	10685	11440	12096	12851
无形资产	1181	1259	1345	1441
非流动资产合计	17755	16957	17212	17373
资产合计	26931	36416	38073	41307
短期借款	5039	4886	2636	1422
应付账款及票据	2156	2774	3179	3628
其他流动负债	3730	3730	3730	3730
流动负债合计	12331	12951	11313	10741
长期借款	1960	4960	4960	4960
其他长期负债	2195	5195	5195	5195
非流动负债合计	4155	10155	10155	10155
负债合计	16485	23105	21467	20895
股本	4571	4571	4571	4571
少数股东权益	77	92	123	146
股东权益合计	10445	13311	16606	20412
负债和股东权益合计	26931	36416	38073	41307

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	44.0%	41.0%	18.5%	13.8%
EBIT 增长率	221.2%	51.7%	21.6%	9.7%
净利润增长率	471.0%	41.5%	14.5%	15.9%
盈利能力				
毛利率	23.0%	23.4%	23.8%	23.7%
净利润率	11.5%	11.6%	11.2%	11.4%
总资产收益率 ROA	7.5%	7.8%	8.6%	9.2%
净资产收益率 ROE	19.4%	21.6%	19.8%	18.7%
偿债能力				
流动比率	0.7	1.5	1.8	2.2
速动比率	0.6	1.3	1.5	1.8
现金比率	0.2	0.8	0.9	1.1
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	39.2	43.2	42.2	42.0
存货周转天数	54.5	61.0	59.1	58.9
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8
每股指标（元）				
每股收益	0.4	0.6	0.7	0.8
每股净资产	3.2	4.1	5.1	6.2
每股经营现金流	0.9	0.7	1.3	1.5
每股股利	0.1	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	7.4	5.2	4.6	3.9
PB	1.0	0.8	0.6	0.5
EV/EBITDA	6.9	4.2	3.1	2.4
股息收益率	4.1%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	2,020	2,866	3,295	3,806
折旧和摊销	689	864	887	922
营运资金变动	(514)	(1,590)	(578)	(591)
经营活动现金流	2,780	2,373	4,301	4,750
资本开支	787	(294)	1,143	1,083
投资	(2,874)	0	0	0
投资活动现金流	(5,195)	278	(1,166)	(1,103)
股权募资	81	0	0	0
债务募资	141	6,000	0	0
筹资活动现金流	2,665	5,270	(2,924)	(1,806)
现金净流量	250	7,921	211	1,841

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

陈柏儒，北京交通大学技术经济学硕士，2012年加盟民生证券研究院，从事轻工行业及上市公司研究。

聂贻哲，浙江大学工学硕士，2017年加入民生证券研究院，从事轻工行业及上市公司研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元；200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。