

吨盈利持续高位，外延巩固长期竞争力 买入（维持）

2019 年 03 月 19 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	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	24,367	30,726	35,331	37,841
同比（%）	39.5%	26.1%	15.0%	7.1%
归母净利润（百万元）	3,204	3,524	3,979	4,232
同比（%）	59.0%	10.0%	12.9%	6.4%
每股收益（元/股）	0.70	0.77	0.87	0.92
P/E（倍）	5.80	5.27	4.67	4.39

投资要点

■ **公司发布 18 年报：**公司报告期内实现营收 243.67 亿（+39%），归母净利润 32.04 亿（+59%），扣非净利 26.77 亿（+34%），非经常性损益 5.27 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 8.87 亿（+52%），扣非净利 7.38 亿（+23.69%），非经常性损益 1.48 亿。报告期内北欧纸业、福建联盛并表合计贡献营收 55.45 亿、利润 6.45 亿，预计 Q4 单季贡献利润 2.35 亿；因收购凤凰纸业，Q4 单季产生营业外收入 3.49 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 18 年公司的内生收入同增 10%至 188.22 亿，内生归母净利同增 30%至 25.53 亿，单 Q4 同比下滑 12%至 4.72 亿。董事会通过预案，同意于 12 个月内以自有资金 3.75 亿-7.5 亿回购普通股股票，回购价不超过 5.58 元/股，彰显管理层对未来发展的信心。

■ **Q4 内生吨盈利受到压制，全年仍处于高位：**期内公司造纸业务实现收入 185.94 亿元（+47.85%），毛利率为 26.59%（+0.3pct）；包装业务实现收入 43.69 亿元（+19.72%），毛利率为 13.22%（-1.99pct）。其中造纸业务全年实现总销量 460.63 万吨，其中预计北欧纸业、福建联盛合计贡献 120 万吨，内生部分销量约 341 万吨；我们据此测算得到公司 18 年全年的单吨净利约 696 元，其中内生单吨净利约为 749 元，仍处于高位。从单 Q4 表现来看，内生单吨净利在需求不振、中美贸易战等因素压制下预计仅 550+元，环比 Q3 下滑超过 20%。

■ **完善纵向产业链闭环，提升一体化竞争力：**期内公司不断向下游延伸包装产业，培育智能包装、互联网驱动的服务能力，目前已有 23 家包装印刷企业，年产超过 12 亿平方米，全年包装业务实现收入 43.69 亿元（+19.72%）；并通过环宇国际打造全球回收纤维全球采购体系，18 年 7 月收购荷兰的 Waste Paper Trade C.V，增加欧洲纤维回收量，提升上游原材料获取能力。

■ **加码外延贡献增量，切入北美包装纸市场：**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。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 3.49 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，拥有纸浆年产能 36 万吨，文化纸年产能 30 万吨，但自 2015 年 11 月以来处于停产状态。本次收购完成后，公司计划投入 4200 万美元对凤凰纸业进行设备改造、转产包装纸，改造后凤凰纸业将具备 36 万吨的高端牛卡纸/木浆的产能，有助于公司打开北美包装市场。

■ **内外废价差扩大，短期关注废纸系提价：**年初至今，国废单吨价格上涨 147 元达到 2368 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，国内外废价差略已扩至 1072 元/吨；（3）人民币汇率升值（年初至今升值幅度超过 2.1%）为纸企带来成本结余。综合来看我们认为公司 19 年一季度盈利能力有望回暖。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	4.05
一年最低/最高价	2.97/4.69
市净率(倍)	1.44
流通 A 股市值(百万元)	18567.57

基础数据

每股净资产(元)	2.81
资产负债率(%)	62.30
总股本(百万股)	4584.58
流通 A 股(百万股)	4584.58

相关研究

- 1、《山鹰纸业（600567）：业绩表现略超预期，低估优质长线布局》2019-01-15
- 2、《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
- 3、《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

- **毛利率基本持平，费用率小幅上升。**报告期内公司综合毛利率 23.05%（同增 0.04pct），在 18 下半年行业不景气下仍然与去年同期基本持平。期间费用率合计 12.93%（同增 1.87pct），主要系研发费用增加较多。分项来看，销售费用合计 9.65 亿元（销售费用率下降 0.02pct 至 3.96%）；管理费用合计 8.57 亿元（管理费用率同减 0.04pct 至 3.52%）；期内发生研发费用 5.91 亿元，对应研发费用率约 2.43%；财务费用合计 7.38 亿元（财务费用率同减 0.49pct 至 3.03%）。综合来看公司销售净利率 14.10%（+2.54pct），经营效率持续向好。
- **资金雄厚提前备料，经营性现金流向好。**基于未来销售乐观预期期内公司增加备货，期末账上存货金额较期初增加 1.47 亿元至 24.75 亿元，存货周转天数同比减少 7.61 天至 46.11 天；同时，由于期内销售规模增大，期末账上应收账款及票据合计 34.36 亿（较期初增加 2.81 亿），但销售与收款统一管理导致收款效率提升，应收周转天数同比下降 0.6 天至 38.06 天；账上应付账款及票据合计 27.50 亿（较期初增加 5.94 亿）。期内公司经营性现金流净额 32.48 亿（同比+16.84%），持续巩固资金优势。
- **产能持续扩张，长期具备竞争优势。**公司现有产能约 500 万吨，未来 2 年将由 220+万吨包装纸项目（其中 120 万吨预计 19 年陆续投产，100 万吨于 20 年投产）以及凤凰纸业改造扩建项目陆续投产，后续产能扩张节奏较快，有望持续巩固业绩增长。短期来看，下游补库、纸价有望企稳回升，内外废价差带来的成本红利重新扩大，且人民币汇率持续走强，或利好公司 19 年业绩修复；中长期来看，公司有望凭借资金优势通过外延整合加速海外布局、扩大自身产能，持续巩固龙头地位，建议长线布局。
- **盈利预测与投资评级：**预计 19-21 年公司营收 307.26/353.31/378.41 亿（+26.1%/15.0%/7.1%），归母净利 35.24/39.79/42.32 亿（+10.0%/12.9%/6.4%），对应 PE 为 5.27X/4.67X/4.39X，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

表 1：山鹰纸业季度财务数据一览

单位：百万元	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
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	6,428.67
YOY	21.76%	30.11%	2.63%	45.59%	37.32%	38.76%	60.64%	38.66%	60.60%	59.89%	21.56%	26.41%
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	886.75
YOY	10.43%	12.95%	-20.98%	4983.56%	615.46%	339.70%	959.64%	300.39%	39.85%	179.80%	1.08%	51.92%
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%	25.45%
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%	10.35%
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%	5.09%
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%	3.67%
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%	1.59%
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%	13.79%
存货	1,980.70	1,872.40	1,895.87	1,686.20	2,481.12	2,214.93	2,201.73	2,327.72	2,494.30	2,740.94	3,396.31	2,475.45
较上年同期增减	218.95	145.91	187.11	-97.36	500.42	342.53	305.86	641.52	13.18	526.01	1194.58	147.73
应收账款	1,640.45	1,825.08	1,756.31	1,544.82	1,788.79	1,953.87	2,167.01	2,207.76	2,743.25	2,947.45	2,786.85	2,944.91
较上年同期增减	12.85	39.86	-43.76	98.39	148.34	128.79	410.70	662.94	954.46	993.58	619.83	737.15
应付账款及应付票据	1,418.73	1,474.39	1,465.17	1,485.21	1,738.98	1,804.83	1,782.60	2,155.91	2,106.17	3,246.34	4,191.94	2,750.24
较上年同期增减	-255.01	-62.25	-35.41	58.07	320.26	330.45	317.43	670.70	367.19	1,441.51	2,409.34	594.33
预收账款	79.64	51.49	76.42	88.00	96.38	84.87	119.37	94.73	123.18	115.83	241.75	91.28
较上年同期增减	-31.55	-18.95	10.83	47.87	16.74	33.38	42.95	6.73	26.81	30.96	122.38	-3.45
经营性现金流净额	314.21	-56.49	499.69	185.50	-507.07	236.56	851.33	2,199.04	-65.08	2,487.43	848.88	-23.23
较上年同期增减	284.31	-324.68	208.69	-608.79	-821.28	293.05	351.64	2,013.54	441.99	2,250.87	-2.46	-2,222.27
筹资性现金流净额	115.07	617.17	363.84	71.24	323.68	1,512.22	-862.10	1,691.15	1,509.78	-2,036.68	-714.36	2,107.97
较上年同期增减	151.78	200.36	459.74	1,359.06	208.61	895.06	-1,225.94	1,619.92	1,186.10	-3,548.90	147.75	416.82
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	610.14
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	111.19
ROE	0.98%	1.45%	0.79%	1.76%	5.04%	4.39%	6.42%	5.81%	5.67%	9.82%	5.20%	7.03%
YOY (±)	0.07%	0.14%	-0.39%	1.71%	4.05%	2.95%	5.63%	4.05%	0.64%	5.43%	-1.22%	1.21%
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%	62.30%
YOY (±)	-1.06%	-0.18%	-9.31%	-8.50%	-8.38%	-6.66%	-0.51%	3.25%	5.95%	3.34%	5.46%	1.09%

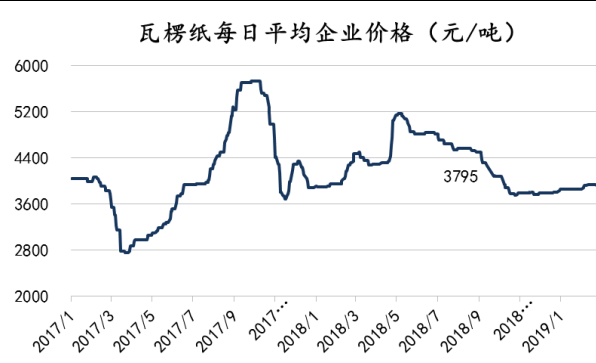
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 1：箱板纸价格走势（截止 2019 年 3 月 15 日）



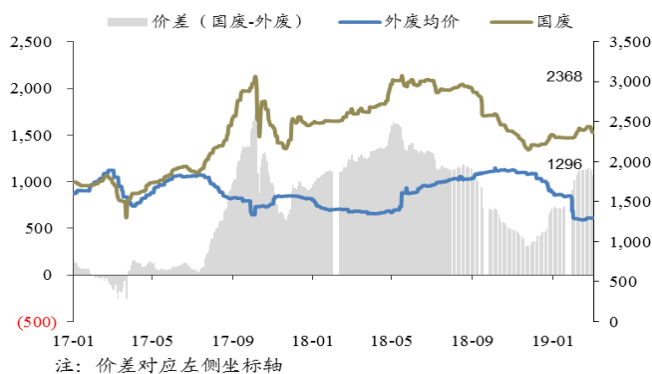
数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 2：瓦楞纸价格走势（截止 2019 年 3 月 15 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 3 月 15 日）



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 190219）

序号	单位（万吨） 企业	2019		2018		2017		2016	
		前4批次	占比	前26个批次	占比	总计	占比	总计	占比
1	玖龙纸业	140.95	25.46%	621.79	34.01%	847	27.17%	1317	32.28%
2	理文造纸	62.44	11.28%	282.45	15.45%	398	12.77%	533	13.06%
3	广州造纸	73.00	13.18%	75.00	4.10%	62	1.99%	83	2.03%
4	山鹰纸业（含福建联盛）	65.51	11.83%	246.05	13.46%	256	8.21%	305	7.48%
5	联盛（龙海）	15.41	2.78%	64.22	3.51%	166	5.33%	179	4.39%
6	华泰纸业	74.00	13.37%	98.40	5.38%	93	2.98%	121	2.97%
7	东莞建晖	13.63	2.46%	70.81	3.87%	100	3.21%	101	2.48%
8	山东世纪阳光	11.77	2.13%	35.72	1.95%	51	1.64%	53	1.30%
9	景兴纸业	8.51	1.54%	35.46	1.94%	48	1.54%	68	1.67%
10	宁波亚洲	8.95	1.62%	37.17	2.03%	36	1.15%	41	1.00%
11	东莞金洲	5.01	0.91%	39.64	2.17%	55	1.76%	51	1.25%
12	荣成环保	3.71	0.67%	33.06	1.81%	57	1.83%	65	1.59%
13	其他	70.79	12.78%	188.31	10.30%	948	30.41%	1163	28.50%
总配额		553.68		1828.07		3117		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)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	12034	13423	14883	13850	营业收入	24367	30726	35331	37841
现金	3522	4609	4593	3784	减:营业成本	18749	23751	27358	29066
应收账款	2945	3251	3874	3757	营业税金及附加	258	326	375	401
存货	2475	2646	3243	3064	营业费用	965	1186	1315	1407
其他流动资产	3091	2917	3173	3244	管理费用	1448	724	825	873
非流动资产	23873	23436	25937	27759	财务费用	738	849	1002	1321
长期股权投资	1046	1246	1446	1646	资产减值损失	-95	49	56	48
固定资产	12836	12933	15001	16294	加:投资净收益	-8	-10	-13	-15
在建工程	3567	3065	3036	3125	其他收益	0	0	0	0
无形资产	1413	1427	1660	1884	营业利润	3339	3832	4389	4710
其他非流动资产	5011	4765	4794	4810	加:营业外净收支	577	277	267	272
资产总计	35906	36859	40820	41608	利润总额	3916	4109	4656	4982
流动负债	15114	14265	15533	17749	减:所得税费用	480	503	570	610
短期借款	9194	6076	5779	7160	少数股东损益	233	82	107	140
应付账款	2558	2995	4437	4867	归属母公司净利润	3204	3524	3979	4232
其他流动负债	3362	5193	5317	5722	EBIT	3204	5065	5833	6496
非流动负债	7257	6927	7005	7057	EBITDA	4055	6080	7034	7838
长期借款	3645	3645	3645	3645					
其他非流动负债	3612	3282	3360	3412	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	22371	21192	22539	24807	每股收益(元)	0.70	0.77	0.87	0.92
少数股东权益	354	631	907	1184	每股净资产(元)	2.88	3.28	3.79	3.41
归属母公司股东权益	13181	15036	17373	15618	发行在外股份(百万股)	4571	4585	4585	4585
负债和股东权益	35906	36859	40820	41608	ROIC(%)	9.6%	15.7%	16.7%	18.6%
					ROE(%)	27.2%	25.0%	24.6%	25.7%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	毛利率(%)	23.1%	22.7%	22.6%	23.2%
经营活动现金流	3248	6827	6491	8117	销售净利率(%)	14.1%	11.7%	11.6%	11.6%
投资活动现金流	-3827	-6828	-6331	-5659	资产负债率(%)	62.3%	57.5%	55.2%	59.6%
筹资活动现金流	867	1088	-176	-3266	收入增长率(%)	39.5%	26.1%	15.0%	7.1%
现金净增加额	217	1087	-16	-809	净利润增长率(%)	59.0%	10.0%	12.9%	6.4%
折旧和摊销	851	1014	1201	1342	P/E	5.80	5.27	4.67	4.39
资本开支	1680	6761	6265	5593	P/B	1.41	1.23	1.07	1.19
营运资本变动	75	2238	191	-3249	EV/EBITDA	9.23	5.78	5.19	5.05

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>