

山鹰纸业 (600567)

公司研究/点评报告

业绩持续快速增长，华中基地产能释放有望增厚 19 年业绩

—山鹰纸业 (600567) 2018 年业绩预增点评

点评报告/轻工制造

2019 年 03 月 19 日

一、事件概述

3 月 18 日，公司发布 2018 年年报。报告期内，公司实现营收 243.67 亿元，同比增长 39.48%；实现归母净利润 32.04 亿元，同比增长 59.04%；实现基本每股收益 0.70 元。

二、分析与判断

➤ 全年业绩保持快速增长

2018 年公司营收、归母净利润分别同比增长 39%、59%，业绩保持快速增长。分产品看，原纸实现收入 185.94 亿元，同比增长 47.85%；实现销量 460.63 万吨，同比增长 30.26%。纸制品实现收入 43.69 亿元，同比增长 19.72%；实现销量 12.18 亿平米，同比增长 4.18%。再生纤维贡献收入 10.54 亿元，同比增长 26.49%。

➤ 期间费用率有所上升，盈利能力达到近年最高

报告期内，公司销售费用率同比下降 0.02pct 至 3.96%，管理费用中员工薪酬、办公经费增长较多使管理费用率上升 2.49pct 至 3.52%，研发费用率下降 0.11pct 至 2.43%，财务费用率下降 0.49pct 至 3.03%，期间费用率整体上升 1.87pct 至 12.93%。

18 年原材料国废价格中枢相对 17 年上移，但由于终端纸品提价以及北欧纸业高毛利率的特种纸对整体毛利率的提振作用，整体毛利率同比提升 0.04pct 至 23.05%。尽管期间费用率有所上升，但收购凤凰纸业时净资产评估值高于收购对价带来的营业外收入使得净利率提升 2.54pct 至 14.10%，公司盈利水平达到近年最高。

➤ 废纸进口配额审批趋紧，外废价格下跌带来成本端优势

2018 年全年我国共进口废纸 1703 万吨，同比下降 34%，19 年外废额度审批持续缩量，需求减少使外废价格下跌，目前美废均价降至约 1950 元/吨，国废降至约 2450 元/吨。19 年至今已批复外废额度约 554 万吨，其中山鹰获批 79 万吨，占比达 14%，在配额集中于大厂的背景下公司在成本端具备优势。

➤ 产能布局持续推进，华中基地产能释放有望增厚公司业绩

海外方面，北欧纸业具备 26 万吨纸产能及 24 万吨浆产能，公司通过收购北欧纸业进入食品级包装纸市场；美国凤凰纸业具备 30 万吨文化纸及 36 万吨纸浆产能，改造后公司将在美国拥有 36 万吨高端牛卡纸产能。国内方面，华中基地一、二期顺利推进，项目有望于今年完工，达产后年产能可达 127 万吨，新增产能有望增厚公司业绩。

三、投资建议

公司在成本端享有外废配额优势，同时通过收购欧洲废纸贸易企业 WPT 整合海外原材料供应渠道，收购美国凤凰纸业、北欧纸业打开国际市场，国内华中基地产能落地亦将进一步增厚业绩。预计公司 2019、2020、2021 年基本每股收益为 0.73 元、0.83 元、0.93 元，对应 PE 分别为 6X、5X、4X。维持公司“推荐”评级。

推荐

维持评级

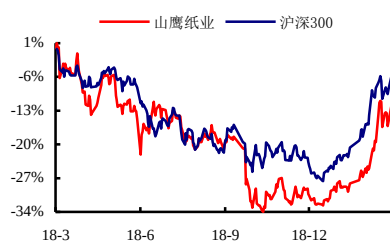
当前价格： 4.05 元

交易数据

2019-3-18

近 12 个月最高/最低(元)	4.78/3.04
总股本(百万股)	4,585
流通股本(百万股)	4,585
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	186
流通市值(亿元)	186

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 年业绩预增公告点评：归母净利润预增约 68%，关注海外原材料渠道布局

2.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

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、废纸政策出现较大变化；产能推进不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	24,367	28,022	31,846	35,829
增长率（%）	39.5%	15.0%	13.6%	12.5%
归属母公司股东净利润（百万元）	3,203	3,325	3,814	4,273
增长率（%）	59.0%	3.8%	14.7%	12.0%
每股收益（元）	0.70	0.73	0.83	0.93
PE（现价）	6	6	5	4
PB	1.0	0.8	0.7	0.5

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	24,367	28,022	31,846	35,829
营业成本	18,749	21,146	23,716	26,824
营业税金及附加	258	273	320	363
销售费用	965	967	1,099	1,236
管理费用	857	521	620	700
研发费用	591	600	654	733
EBIT	3,537	4,516	5,437	5,973
财务费用	738	860	957	875
资产减值损失	(95)	38	30	25
投资收益	(8)	(19)	(13)	(16)
营业利润	3,339	3,599	4,437	5,056
营业外收支	599	360	0	0
利润总额	3,916	3,959	4,437	5,056
所得税	480	531	495	593
净利润	3,437	3,428	3,942	4,463
归属于母公司净利润	3,203	3,325	3,814	4,273
EBITDA	4,396	5,484	6,492	7,149
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	3522	11050	10335	11146
应收账款及票据	3436	4226	4595	5138
预付款项	113	160	171	191
存货	2475	3009	3290	3705
其他流动资产	2126	2126	2126	2126
流动资产合计	12034	20836	20826	22658
长期股权投资	1046	1046	1046	1046
固定资产	12836	14190	15759	17354
无形资产	1413	1547	1697	1838
非流动资产合计	23873	24552	26825	28868
资产合计	35906	45388	47652	51526
短期借款	9194	9041	6791	5577
应付账款及票据	2750	2895	3231	3655
其他流动负债	488	488	488	488
流动负债合计	15114	15129	13450	12862
长期借款	3645	6645	6645	6645
其他长期负债	3612	6612	6612	6612
非流动负债合计	7257	13257	13257	13257
负债合计	22371	28386	26707	26119
股本	4571	4585	4585	4585
少数股东权益	354	456	584	774
股东权益合计	13535	17002	20944	25407
负债和股东权益合计	35906	45388	47652	51526

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	39.5%	15.0%	13.6%	12.5%
EBIT 增长率	39.7%	27.7%	20.4%	9.8%
净利润增长率	59.0%	3.8%	14.7%	12.0%
盈利能力				
毛利率	23.1%	24.5%	25.5%	25.1%
净利润率	13.1%	11.9%	12.0%	11.9%
总资产收益率 ROA	8.9%	7.3%	8.0%	8.3%
净资产收益率 ROE	24.3%	20.1%	18.7%	17.3%
偿债能力				
流动比率	0.8	1.4	1.5	1.8
速动比率	0.6	1.2	1.3	1.5
现金比率	0.2	0.7	0.8	0.9
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	38.6	39.9	39.3	39.4
存货周转天数	46.8	51.9	50.6	50.4
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7
每股指标 (元)				
每股收益	0.7	0.7	0.8	0.9
每股净资产	3.7	4.6	5.7	6.9
每股经营现金流	1.0	1.1	1.6	1.7
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	5.8	5.6	4.9	4.3
PB	1.1	0.9	0.7	0.6
EV/EBITDA	7.3	5.6	4.5	3.8
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	3,437	3,428	3,942	4,463
折旧和摊销	764	1,006	1,085	1,202
营运资金变动	(1,838)	(1,106)	(133)	(396)
经营活动现金流	3,248	3,847	5,864	6,160
资本开支	1,678	1,326	3,358	3,244
投资	(2,081)	0	0	0
投资活动现金流	(3,827)	(1,344)	(3,371)	(3,260)
股权募资	128	39	0	0
债务募资	6,450	6,000	0	0
筹资活动现金流	867	5,025	(3,207)	(2,089)
现金净流量	288	7,528	(715)	811

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。