

吨净利环比改善，产业互联生态平台可期 买入（维持）

2019 年 09 月 01 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

研究助理 傅嘉成

fujch@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	24,367	22,688	26,599	30,792
同比（%）	39.5%	-6.9%	17.2%	15.8%
归母净利润（百万元）	3,204	1,916	2,094	2,461
同比（%）	59.0%	-40.2%	9.3%	17.5%
每股收益（元/股）	0.70	0.42	0.46	0.54
P/E（倍）	4.38	7.32	6.70	5.70

投资要点

■ **公司发布 19 年半年报：**报告期内实现营收 111.70 亿（-6.56%），归母净利润 9.25 亿（-45.77%），扣非净利润 8.05 亿（-45.79%）；其中 Q2 单季实现营收 59.53 亿（-8.90%），归母净利 4.67 亿（-57.56%），扣非净利 4.61 亿（-53.77%）。Q2 扣非净利润环比上行，业绩增长符合预期。

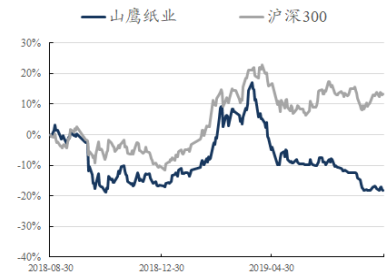
■ **扣非单吨利润环比提升，北欧纸业经营靓丽：**公司期内综合实现原纸销量 221.34 万吨（-3.11%），其中北欧纸业销量 13.84 万吨（+0.01%）、联盛纸业销量 38.55 万吨（+0.11%）；实现包装销量 5.88 亿平方米（+0.86%）。我们预期公司 Q2 单季度实现原纸销量 119.25 万吨（-2.04%），瓦楞箱板纸箱销量 3.08 亿平方米（-3.75%）；从而可以测算得到，19Q2 公司造纸业务的单吨净利 365 元/吨（19Q1 约 440 元/吨），扣非单吨净利 360 元/吨（19Q 约 330 元/吨）；其中本部+联盛的扣非单吨净利预期实现 311 元/吨（19Q1 约 263 元/吨）、北欧纸业单吨净利 1329 元/吨（19Q1 约 1125 元/吨）；箱板纸的扣非单吨盈利环比略有好转，北欧纸业的浆纸一体化优势持续凸显。截至 8 月 31 日，箱板纸、瓦楞纸的市场价格分别达 3860 元/吨（较年初-15.03%）、3208 元/吨（较年初-15.04%）处于底部区域，预期随着后续旺季到来纸价环比有所提振。

■ **内外废价差扩大，成本优势持续领先：**截止 19 年 8 月 30 日，国废单吨价格为 2059 元，而外废均价 1109 元，延续年初至今的走低趋势。由前期固废管理中心发放的配额显示，至 19H1 公司前 9 批次外废配额获批 90.20 万吨，我们测算其外废与国废使用比例约为 5:5，使得公司成本优势高于同行。考虑到外废配额持续限制，国废价格和外废价格价差有望延续，公司成本优势将持续凸显。本报告期内，公司美国凤凰纸业 12 万吨再生浆生产线技改启动；与战略合作伙伴通过创新合作模式达成 30 万吨再生浆供应协议。至年底公司将合计增加 42 万吨再生浆资源，可在未来外废额度进一步收紧的情况下保障公司优质再生纤维的供应。

■ **产能逆势扩张，外延夯实龙头地位：**公司不断深化产能布局，上半年华中造纸基地完工投产，箱板纸产能近 600 万吨，位列行业前三，公司在北美、欧洲、澳洲等地拥有再生纤维年 450 万吨的高效回收和物流能力（含国内回收网络则年回收量达到 660 万吨），在北欧地区拥有特种浆纸产能合计 50 万吨，位于美国的子公司凤凰纸业可提供 36 万吨浆纸和 12 万吨再生浆产能，公司还与战略合作伙伴达成 30 万吨再生浆供应协议。随着产能逐步释放，公司有望提高市场份额，巩固龙头地位。

■ **毛利率略有承压，期间费用率上升：**报告期内由于产品售价同比下降，公司综合毛利率 20.36%，同比下降 2.80pct。期间费用率上升至 13.63%（+3.73pct），其中管理与研发费用率 7.25%（+4.04pct），主要是由于公司新增荷兰 WPT 和凤凰纸业主体以及管理类员工薪酬增加所致，销售费用率 3.86%（+0.30pct），财务费用率 2.51%（-0.62pct），主要系本期利息收入较上期增加，汇兑损失较上期减少所致。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	3.06
一年最低/最高价	2.97/4.40
市净率(倍)	1.01
流通 A 股市值(百万元)	14029.20

基础数据

每股净资产(元)	3.02
资产负债率(%)	63.89
总股本(百万股)	4584.71
流通 A 股(百万股)	4584.71

相关研究

- 1、《山鹰纸业（600567）：控股云印公司，产业链一体化优势明显》2019-05-07
- 2、《山鹰纸业（600567）：业绩表现符合预期，关注产业链一体化优势》2019-04-14
- 3、《山鹰纸业（600567）：吨盈利持续高位，外延巩固长期竞争力》2019-03-19

- **经营现金流减少，营运能力稳定：**公司经营性现金净流量 5.48 亿元（-77.38%），主要系本期销售商品、接受劳务收到的现金减少所致。公司应收账款较年初减少 3.03%至 33.32 亿，应收账款周转天数 46.71 天，较同期增加 7.9 天，存货较年初增加 9.24%至 27.04 亿，存货周转天数 52.4 天，较同期增加 2.74 天，应付账款较年初增加 40.57%至 38.66 亿，应付账款周转天数为 62.39 天，较同期增加 10.69 天，净营业周期 36.72 天，较同期减少 0.05 天。
- **建立产业互联生态平台，强化企业竞争力：**公司上半年控股云印技术，旨在构建和谐共生、互利共赢的产业互联生态平台。通过云印微供互联网开放平台的运营和整合，一方面实现了公司资源与平台合作伙伴的共享，依托公司既有的再生纤维获取能力、布局于战略要地的造纸产能，以及紧贴客户的自有包装工厂的设计与交付能力，与平台合作伙伴共同服务区域市场，实现更开放、更高效的行业资源整合；另一方面实现了纸行业数据化打法的市场验证，以 SAAS 数据工具为载体赋能平台合作伙伴，共同提升公司与合作伙伴的区域影响力。
- **盈利预测与投资评级：**预计 19-21 年公司营收 226.88 /265.99 /307.92 亿（同比-6.9% /+17.2% /+15.8%），归母净利润 19.16 /20.94 /24.61 亿（同比-40.2% /+9.3% /+17.5%），对应 PE 为 7.32X /6.70X /5.70X，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。

图 1：山鹰纸业季度财务数据一览

单位：百万元	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
营业总收入	3,374.20	4,087.29	4,922.66	5,085.54	5,418.91	6,535.11	5,983.85	6,428.67	5,216.39	5,953.46
YOY	37.32%	38.76%	60.64%	38.66%	60.60%	59.89%	21.56%	26.41%	-3.74%	-8.90%
归母净利润	432.88	393.35	604.58	583.70	605.40	1,100.61	611.11	886.75	458.10	467.06
YOY	615.46%	339.70%	959.64%	300.39%	39.85%	179.80%	1.08%	51.92%	-24.33%	-57.56%
扣非归母净利润	430.18	374.70	598.68	596.76	489.22	996.59	452.75	738.21	344.71	460.77
YOY	953.37%	391.97%	1688.26%	357.16%	13.72%	165.97%	-24.38%	23.70%	-29.54%	-53.77%
毛利率	25.33%	19.19%	24.91%	22.71%	21.27%	24.73%	20.26%	25.45%	19.78%	20.87%
期间费用率	11.21%	10.83%	10.75%	11.01%	11.42%	8.84%	11.38%	12.62%	13.39%	13.92%
其中：销售费用率	4.22%	4.02%	3.54%	4.23%	4.43%	2.85%	3.54%	5.09%	4.50%	3.31%
管理+研发费用率	3.84%	3.32%	3.09%	3.56%	3.46%	3.21%	3.46%	5.94%	7.36%	7.25%
财务费用率	3.15%	3.49%	4.12%	3.22%	3.54%	2.79%	4.38%	1.59%	1.53%	3.37%
归母净利率	12.83%	9.62%	12.28%	11.48%	11.17%	16.84%	10.21%	13.79%	8.78%	7.85%
存货	2,481.12	2,214.93	2,201.73	2,327.72	2,494.30	2,740.94	3,396.31	2,475.45	2,715.42	2,704.20
较上年同期增减	500.42	342.53	305.86	641.52	0.53%	23.75%	54.26%	6.35%	8.87%	-1.34%
存货周转天数	74.43	60.30	55.14	53.72	50.86	49.66	55.37	46.11	55.82	52.40
较上年同期增减	-8.33	-12.95	-14.34	-7.81	-23.57	-10.63	0.23	-7.61	4.96	2.74
应收票据	1,518.47	1,874.20	1,420.79	947.63	925.91	513.68	397.29	491.22	525.22	480.32
较上年同期增减	876.00	1206.92	677.01	-29.89	-592.56	-1360.53	-1023.50	-456.41	-400.68	-33.36
应收账款	1,788.79	1,953.87	2,167.01	2,207.76	2,743.25	2,947.45	2,786.85	2,944.91	2,730.11	2,851.70
较上年同期增减	148.34	128.79	410.70	662.94	954.46	993.58	619.83	737.15	-13.14	-95.75
应收账款周转天数	44.46	42.20	40.46	38.66	41.11	38.81	37.59	38.06	48.96	46.71
较上年同期增减	-12.08	-12.30	-10.60	-5.71	-3.34	-3.39	-2.87	-0.60	7.84	7.89
应付账款及应付票据	1738.98	1804.83	1782.60	2155.91	2106.17	3246.34	4191.94	2750.24	3321.56	3865.97
较上年同期增减	320.26	330.45	317.43	670.70	367.19	1441.51	2409.34	594.33	1215.39	619.62
预收账款	96.38	84.87	119.37	94.73	123.18	115.83	241.75	91.28	104.08	97.81
较上年同期增减	16.74	84.87	42.95	94.73	26.81	30.96	122.38	-3.45	-19.10	-18.01
经营性现金流净额	-507.07	236.56	851.33	2199.04	-65.08	2487.43	848.88	-23.23	-399.46	947.36
较上年同期增减	-821.28	293.05	351.64	2013.54	441.99	2250.87	-2.46	-2222.27	-334.38	-1540.07
筹资性现金流净额	323.68	1512.22	-862.10	1691.15	1509.78	-2036.68	-714.36	2107.97	2019.14	-1000.74
较上年同期增减	208.61	895.06	-1225.94	1619.92	1186.10	-3548.90	147.75	416.82	509.36	1035.95
资本开支	46.86	70.95	177.54	498.95	265.62	471.48	333.01	610.14	457.50	1,020.09
较上年同期增减	-210.34	-341.68	-77.73	402.71	218.76	400.53	155.47	111.19	191.88	548.62
ROE	5.04%	4.39%	6.42%	5.81%	5.67%	9.82%	5.20%	7.03%	3.42%	3.40%
YOY (±)	4.05%	2.95%	5.63%	4.05%	0.64%	5.43%	-1.22%	1.21%	-2.25%	-6.42%
资产负债率	58.54%	60.82%	58.17%	61.21%	64.49%	64.16%	63.63%	62.30%	64.30%	63.89%
YOY (±)	-8.38%	-6.66%	-0.51%	3.25%	5.95%	3.34%	5.46%	1.09%	-0.19%	-0.27%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：外延内生吨净利

山鹰纸业季度数据	2017Q1	2017Q2	2017H1	2017Q3	2017Q4	2017H2	2017A	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2018A	2019Q1	2019Q2
归母净利润(亿元)	4.33	3.93	8.26	6.06	5.83	11.89	20.15	6.05	11.01	6.11	8.87	32.04	4.58	4.67
扣非净利(亿元)	4.30	3.75	8.05	5.99	5.97	11.96	20.00	4.89	9.97	4.53	7.38	26.77	3.45	4.61
其中:包装业务	0.23	0.23	0.46	0.27	0.60	0.87	1.79	0.21	0.19	0.20	1.30	1.90	0.05	0.35
其中:坏账准备转回带来								0.45	0.32	-0.19	-0.01	0.57		
其中:北欧纸业					0.44	0.44	0.44	0.70	0.81	0.28	0.66	2.45	0.90	0.78
其中:凤凰纸业(营业外收入)											3.49			
(内生+联盛)归母净利润(剔除并表、坏账)	4.10	3.70	7.80	5.79	4.79	10.58	17.92	4.70	9.68	5.82	3.43	23.63	3.63	3.54
YOY								15%	162%	1%	-28%	32%	-23%	-63%
(内生+联盛)扣非净利(剔除并表、坏账)	4.07	3.52	7.59	5.72	4.93	10.65	17.77	3.53	8.64	4.24	5.43	21.85	2.50	3.48
YOY								-29%	114%	-39%	-72%	-17%	-36%	-65%
预计总销量(万吨)	70.00	99.00	169.00	90.00	95.00	185.00	354.00	108	120	115	117	461	103	118
其中:内生+联盛销量	70.00	99.00	169.00	90.00	90.00	180.83	349.83	102	113	110	110	435	95	112
其中:北欧纸业销量					4.17	4.17	4.17	6	8	5	7	26	8	6
吨净利(总,元)	586	374	462	643	551	596	519	541	898	514	645	654	440	365
吨扣非净利(总,元)	582	355	449	635	565	599	514	434	811	377	519	540	330	360
吨净利(内生+联盛,元)	586	374	462	643	532	585	512	460	858	529	312	544	382	316
YOY								-21%	129%	-18%	-41%	6%	-17%	-63%
吨扣非净利(内生+联盛,元)	582	355	449	635	548	589	508	346	765	386	494	503	263	311
YOY								-40%	142%	-36%	-70%	-15%	-29%	-67%
吨净利(北欧纸业,元)					1055	1055		1167	1069	560	890	942	1125	1329

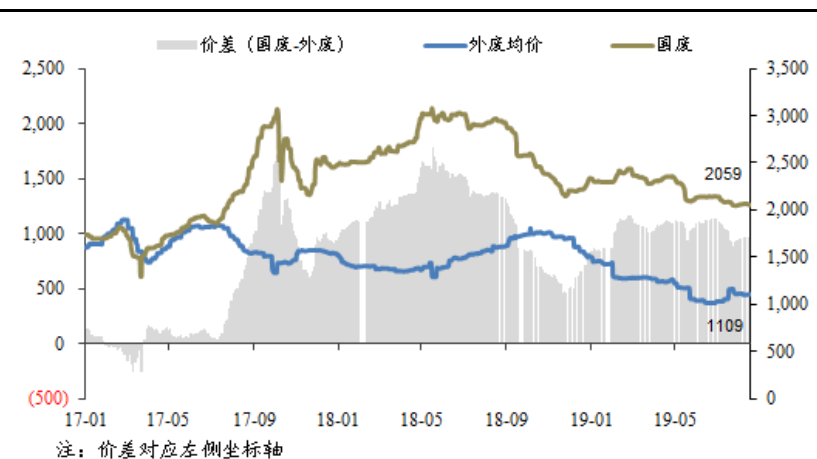
数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

图 3：外废配额发放一览(截至 2019 年第 9 批)

序号	单位(万吨) 企业	2019 前9批次	占比	2018 总计	占比	2017 总计	占比	2016 总计	占比
1	玖龙纸业	246.20	29.88%	621.79	34.01%	847	27.17%	1317	32.28%
2	理文造纸	104.11	12.64%	282.45	15.45%	398	12.77%	533	13.06%
3	广州造纸	73.00	8.86%	75.00	4.10%	62	1.99%	83	2.03%
4	山鹰纸业(含福建联盛)	90.20	10.95%	246.05	13.46%	256	8.21%	305	7.48%
5	联盛(龙海)	25.04	3.04%	64.22	3.51%	166	5.33%	179	4.39%
6	华泰纸业	84.00	10.20%	98.40	5.38%	93	2.98%	121	2.97%
7	东莞建晖	29.42	3.57%	70.81	3.87%	100	3.21%	101	2.48%
8	山东世纪阳光	17.13	2.08%	35.72	1.95%	51	1.64%	53	1.30%
9	景兴纸业	13.83	1.68%	35.46	1.94%	48	1.54%	68	1.67%
10	宁波亚洲	14.54	1.76%	37.17	2.03%	36	1.15%	41	1.00%
11	东莞金洲	11.66	1.42%	39.64	2.17%	55	1.76%	51	1.25%
12	荣成环保	6.03	0.73%	33.06	1.81%	57	1.83%	65	1.59%
13	其他	108.74	13.20%	188.31	10.30%	948	30.41%	1163	28.50%
总配额		823.90		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

图 4：内外废价差(截至 2019.08.30)



数据来源: 卓创资讯, 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	10184	12370	11065	营业收入	24367	22688	26599	30792
现金	3522	3403	3458	3079	减:营业成本	18749	18022	21253	24535
应收账款	2945	2240	3459	2751	营业税金及附加	258	241	282	326
存货	2475	2062	2371	2366	营业费用	965	876	990	1145
其他流动资产	3091	2478	3083	2869	管理费用	1448	535	621	711
非流动资产	23873	25549	28448	30144	财务费用	738	976	1151	1332
长期股权投资	1046	1246	1446	1646	资产减值损失	-95	30	49	36
固定资产	12836	13798	16527	18111	加:投资净收益	-8	-10	-13	-15
在建工程	3567	4365	4077	3738	其他收益	0	0	0	0
无形资产	1413	1427	1660	1884	营业利润	3339	2000	2241	2693
其他非流动资产	5011	4714	4739	4765	加:营业外净收支	577	277	267	272
资产总计	35906	35733	40818	41209	利润总额	3916	2276	2508	2965
流动负债	15114	15085	18593	19679	减:所得税费用	480	279	307	363
短期借款	9194	8735	9512	10675	少数股东损益	233	82	107	140
应付账款	2558	1563	4125	3669	归属母公司净利润	3204	1916	2094	2461
其他流动负债	3362	4787	4956	5335	EBIT	3204	3256	3735	4402
非流动负债	7257	5929	6005	6063	EBITDA	4055	4306	5034	5880
长期借款	3645	3645	3645	3645					
其他非流动负债	3612	2284	2360	2418					
负债合计	22371	21015	24598	25742	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	354	631	907	1184	每股收益(元)	0.70	0.42	0.46	0.54
	13181	14087	15312	14283	每股净资产(元)	2.88	3.07	3.34	3.12
归属母公司股东权益					发行在外股份(百万股)	4571	4585	4585	4585
负债和股东权益	35906	35733	40818	41209	ROIC(%)	9.6%	9.8%	10.4%	12.2%
					ROE(%)	27.2%	14.1%	14.2%	16.6%
					毛利率(%)	23.1%	20.6%	20.1%	20.3%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	14.1%	8.8%	8.3%	8.4%
经营活动现金流	3248	5525	5351	6278	资产负债率(%)	62.3%	58.8%	60.3%	62.5%
投资活动现金流	-3827	-7728	-8391	-7128	收入增长率(%)	39.5%	-6.9%	17.2%	15.8%
筹资活动现金流	867	2084	3095	471	净利润增长率(%)	59.0%	-40.2%	9.3%	17.5%
现金净增加额	217	-119	55	-379	P/E	4.38	7.32	6.70	5.70
折旧和摊销	851	1050	1299	1478	P/B	1.06	1.00	0.92	0.98
资本开支	1680	7661	8325	7061	EV/EBITDA	8.11	7.35	6.99	6.24
营运资本变动	75	-1821	-1321	-2391					

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>