

业绩受纸价影响继续承压，国内海外布局持续推进

投资要点

- **事件：**公司发布2019年三季报，前三季度实现营收171.3亿元，同比下降4.5%；实现归母净利润约13.2亿元，同比下降42.8%；实现扣非归母净利润约10.8亿元，同比下降44.3%。总体业绩受纸价下行影响，但Q3纸价下行幅度减小，公司业绩下滑幅度也相应收窄，单三季度公司营收同比下滑0.33%，环比上半年收窄2.1pp；归母净利润同比下滑34.6%，环比上半年收窄2.9pp。
- **毛利率仍处低位，下滑幅度开始收窄。**箱板瓦楞纸价从18年三季度开始逐季下行，尽管当前降幅收窄，但纸价仍处低位，公司毛利率受到显著影响，前三季度公司毛利率为19.3%，同比下降2.9pp，Q3单季度毛利率为17.4%，同比下降2.8pp。费用率方面，销售费用率4.2%，同比增加了0.6pp；财务费用率因汇兑损失的减少，同比下降近1.3pp至2.2%；由于新增了WPT和凤凰纸业两个主体及管理类员工薪酬增加，公司管理费用率同比上升了1.1pp至4.6%。综合之下，公司归母净利率同比下滑5.3pp至7.6%。产销数据上看，前三季度原纸产量为352.2万吨，销量为348.4万吨；瓦楞箱板纸箱产量为9.2亿平方米，销量9.4亿平方米。目前废纸系价格已处稳定状态，预计公司业绩压力或将逐步减小。
- **产能利用率高，国内海内外布局持续推进。**公司并购北欧和联盛之后，包装纸业产能近500万吨，纸箱产能超12亿平米。国内方面，华中山鹰220万吨高档包装用纸项目一、二期项目完工后预计年产能可达到127万吨，届时公司年规划产能规模将接近600万吨。公司继续加力海外产能布局，美国凤凰纸业于5月顺利开工，并于9月再次增资，公司在境外的再生纤维及木浆资源的布局持续推进，同时公司于9月份在东南亚地区完成战略合作部署，公司的成本优势有望进一步夯实。另外，公司开始着手华南地区的布局，6月在肇庆成立全资子公司，并于7月收购中山中健70%股份。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2019-2021年EPS分别为0.54元、0.63元、0.71元，对应PE分别为6倍、5倍和4倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动的风险；新增产能推进不及预期的风险。

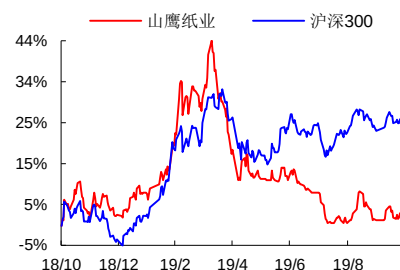
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	24366.54	24550.87	27730.28	30917.68
增长率	39.48%	0.76%	12.95%	11.49%
归属母公司净利润（百万元）	3203.86	2454.50	2887.29	3275.73
增长率	59.04%	-23.39%	17.63%	13.45%
每股收益EPS（元）	0.70	0.54	0.63	0.71
净资产收益率ROE	25.39%	16.05%	16.41%	16.21%
PE	4	6	5	4
PB	1.05	0.87	0.75	0.66

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：蔡欣
 执业证号：S1250517080002
 电话：023-67511807
 邮箱：cxin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	45.85
流通A股(亿股)	45.85
52周内股价区间(元)	3.04-4.38
总市值(亿元)	143.50
总资产(亿元)	400.19
每股净资产(元)	3.03

相关研究

1. 山鹰纸业（600567）：需求疲弱致业绩承压，新产能及海外产能将落地（2019-04-15）
2. 山鹰纸业（600567）：业绩稳定增长，海内外新产能布局持续推进（2019-03-19）

关键假设：

假设 1：纸价大幅下行影响公司 19 年造纸营收增速，预计 2020 年纸价或将止跌企稳；

假设 2：纸价下行影响公司 19 年毛利率，但公司在积极推进上游原材料的布局，预计 2019-2021 年公司毛利率分别为 22%、22.7%、23.2%。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入成本预测

百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
合计				
营业收入	24367	24551.3	27730.8	30918.3
yoy	39.5%	0.8%	13.0%	11.5%
营业成本	18749.5	19141.5	21438.0	23756.2
毛利率	23.1%	22.0%	22.7%	23.2%
造纸				
收入	18594.0	17850.2	19635.3	21598.8
yoy	47.9%	-4.0%	10.0%	10.0%
成本	13649.9	13387.7	14530.1	15875.1
毛利率	26.6%	25.0%	26.0%	26.5%
包装				
收入	4369.0	4805.9	5526.8	6079.5
yoy	19.7%	10.0%	15.0%	10.0%
成本	3791.4	4123.5	4725.4	5167.5
毛利率	13.2%	14.2%	14.5%	15.0%
商品流通				
收入	1054.0	1370.2	1781.3	2137.5
yoy	26.5%	30.0%	30.0%	20.0%
成本	1020.4	1315.4	1710.0	2052.0
毛利率	3.2%	4.0%	4.0%	4.0%
其他				
收入	350.0	525.0	787.5	1102.5
yoy	100.0%	50.0%	50.0%	40.0%
成本	287.9	315.0	472.5	661.5
毛利率	17.8%	40.0%	40.0%	40.0%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	24366.54	24550.87	27730.28	30917.68	净利润	3436.70	2632.88	3097.12	3513.79
营业成本	18749.28	19141.17	21437.60	23755.71	折旧与摊销	858.73	1974.71	1978.24	1982.25
营业税金及附加	258.29	253.48	288.85	321.11	财务费用	738.25	491.02	554.61	618.35
销售费用	965.13	982.03	1109.21	1236.71	资产减值损失	-94.63	0.00	0.00	0.00
管理费用	856.84	1227.54	1386.51	1545.88	经营营运资本变动	-3520.20	1256.38	-210.53	-638.80
财务费用	738.25	491.02	554.61	618.35	其他	1829.15	4.47	-0.28	0.59
资产减值损失	-94.63	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	3248.00	6359.45	5419.15	5476.19
投资收益	-7.59	-2.00	-1.00	0.00	资本支出	-6033.99	-40.00	-40.00	-45.00
公允价值变动损益	0.03	0.03	0.03	0.03	其他	2207.11	724.15	-10.02	1.92
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3826.88	684.15	-50.02	-43.08
营业利润	3339.24	2453.66	2952.53	3439.95	短期借款	4155.35	-5760.83	-3433.46	0.00
其他非经营损益	577.14	559.70	565.51	563.57	长期借款	1685.85	0.00	0.00	0.00
利润总额	3916.37	3013.36	3518.05	4003.52	股权融资	45.08	1310.36	0.00	0.00
所得税	479.67	380.48	420.92	489.73	支付股利	-607.85	-857.24	-623.93	-720.73
净利润	3436.70	2632.88	3097.12	3513.79	其他	-4411.71	-2066.19	-554.61	-618.35
少数股东损益	232.84	178.38	209.83	238.06	筹资活动现金流净额	866.72	-7373.90	-4612.00	-1339.08
归属母公司股东净利润	3203.86	2454.50	2887.29	3275.73	现金流量净额	217.37	-330.30	757.13	4094.03
资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	3521.91	3191.61	3948.74	8042.77	成长能力				
应收和预付款项	3903.77	4386.93	4700.12	5380.11	销售收入增长率	39.48%	0.76%	12.95%	11.49%
存货	2475.45	2902.01	3191.78	3494.51	营业利润增长率	45.73%	-26.52%	20.33%	16.51%
其他流动资产	2132.52	1215.96	1495.15	1597.94	净利润增长率	70.11%	-23.39%	17.63%	13.45%
长期股权投资	1045.84	1045.84	1045.84	1045.84	EBITDA 增长率	38.81%	-0.34%	11.51%	10.12%
投资性房地产	233.15	217.29	226.34	224.46	获利能力				
固定资产和在建工程	16402.35	14616.39	12828.79	11039.56	毛利率	23.05%	22.03%	22.69%	23.16%
无形资产和开发支出	4742.69	4599.30	4454.02	4311.35	三费率	10.51%	11.00%	11.00%	11.00%
其他非流动资产	1448.68	1443.32	1437.97	1432.61	净利率	14.10%	10.72%	11.17%	11.36%
资产总计	35906.37	33618.67	33328.75	36569.15	ROE	25.39%	16.05%	16.41%	16.21%
短期借款	9194.29	3433.46	0.00	0.00	ROA	9.57%	7.83%	9.29%	9.61%
应付和预收款项	3841.95	4003.03	4467.90	4936.20	ROIC	16.37%	10.14%	13.34%	16.16%
长期借款	3645.41	3645.41	3645.41	3645.41	EBITDA/销售收入	20.26%	20.04%	19.78%	19.54%
其他负债	5689.24	6132.23	6337.72	6316.76	营运能力				
负债合计	22370.90	17214.14	14451.03	14898.37	总资产周转率	0.78	0.71	0.83	0.88
股本	3274.35	4584.71	4584.71	4584.71	固定资产周转率	2.07	2.06	2.73	3.69
资本公积	4370.04	4370.04	4370.04	4370.04	应收账款周转率	9.46	8.24	8.67	8.63
留存收益	5320.04	6917.31	9180.67	11735.67	存货周转率	7.75	7.07	6.99	7.07
归属母公司股东权益	13181.37	15872.06	18135.42	20690.42	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	91.83%	—	—	—
少数股东权益	354.09	532.47	742.30	980.36	资本结构				
股东权益合计	13535.47	16404.53	18877.72	21670.78	资产负债率	62.30%	51.20%	43.36%	40.74%
负债和股东权益合计	35906.37	33618.67	33328.75	36569.15	带息债务/总负债	70.66%	58.36%	45.76%	44.39%
					流动比率	0.80	1.17	1.85	2.42
					速动比率	0.63	0.88	1.41	1.97
					股利支付率	18.97%	34.92%	21.61%	22.00%
					每股指标				
					每股收益	0.70	0.54	0.63	0.71
					每股净资产	2.95	3.58	4.12	4.73
					每股经营现金	0.71	1.39	1.18	1.19
					每股股利	0.13	0.19	0.14	0.16
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	4936.21	4919.38	5485.38	6040.55					
PE	4.44	5.79	4.92	4.34					
PB	1.05	0.87	0.75	0.66					
PS	0.58	0.58	0.51	0.46					
EV/EBITDA	4.39	3.87	2.70	1.77					
股息率	4.28%	6.03%	4.39%	5.07%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn