

19 年经营数据略超预期，满产满销彰显龙头实力

买入 (维持)

2020 年 01 月 08 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

ujch@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	24,367	22,535	29,791	31,613
同比 (%)	39.5%	-7.5%	32.2%	6.1%
归母净利润 (百万元)	3,204	1,803	2,115	2,316
同比 (%)	59.0%	-43.7%	17.3%	9.5%
每股收益 (元/股)	0.70	0.39	0.46	0.51
P/E (倍)	5.28	9.38	8.00	7.31

投资要点

■ **事件:** (1) 公司发布 2019 年经营数据, 销售数据超过年初经营计划预期: 国内外销量合计 475.71 万吨 (+3.19%, 19 年初计划全年完成产量 465 万吨), 包装销量 12.75 亿平米 (+4.66%), 产业互联网 (云印) GMV 大增 396.55%至 28.8 亿元, 再生纤维贸易 305 万吨 (-23.26%)。 (2) 公告累计新增借款情况: 19 年 12 月借款余额为 210.8 亿元 (较期初增加 34.38 亿元), 其中新增银行借款 39 亿元, 支撑产能建设。

■ **公司产销率保持高位, 行业实际市占率提升:** 19 年初以来箱板瓦楞持续低景气, 盈利低迷加之原料及环保限制, 大量中小产能开工率较低甚至停产出清, 而山鹰纸业的产能利用率在纸种供应稳定、下游客户有粘性的背景下持续保持在 90%以上水平, 市场份额实质加速向龙头企业集中。

■ **云印平台业绩大增, 包装业务增长可期:** 19 年产业互联生态平台云印 GMV 大增 396.55%至 28.8 亿元, 持续看好公司凭借云印平台对上下游资源的整合。2018 年公司包装业务营收约 40 亿, 下游包装板块体量仍然较小, 只占到自身箱板纸产量的 1/5, 未来持续提升自产箱板纸用于下游纸箱比例, 规模成长空间较大。

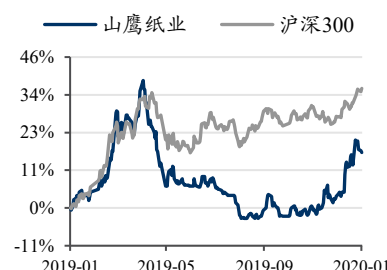
■ **成本逻辑持续演绎, 废纸原纸易涨难跌:** 展望后期纸价, 我们判断短期来看由于节前备货接近尾声、近期纸价以稳为主, 节后 2 月随着补库拉动纸价重启上涨; 中期来看, 20 年外废配额年底预期清零下, 高端箱板优质外废原料短缺, 固废成本上升逻辑如期推演, 供需格局良好下原纸价格基本能够传导成本上涨幅度; 截止 19 年底山鹰已拥有 42 万吨海外废纸浆布局, 保障公司高端箱板生产优质再生纤维供应及超额成本效益。

■ **产能扩张规划清晰, 全区域布局:** 公司造纸业务现有产能 509 万吨 (国内 459 万吨+北欧 50 万吨), 预计伴随华中基地 127 万吨产能于 20Q1 全部投产、2021 年广东肇庆新增 100 万吨箱板产能建设, 完成全国区域布局, 成长路径清晰。

■ **盈利预测与投资评级:** 预计 19-21 年公司营收 225.35/297.91/316.13 亿 (同比-7.5% /+32.2% /+6.1%), 归母净利 18.03/21.15/23.16 亿 (同比-43.7% /+17.3% /+9.5%), 对应 PE 为 9.38X /8.00X /7.31X, 维持“买入”评级!

■ **风险提示:** 纸价涨幅低于预期, 产能投放不达预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	3.69
一年最低/最高价	3.00/4.40
市净率(倍)	1.22
流通 A 股市值(百万元)	16917.63

基础数据

每股净资产(元)	3.03
资产负债率(%)	63.42
总股本(百万股)	4584.72
流通 A 股(百万股)	4584.72

相关研究

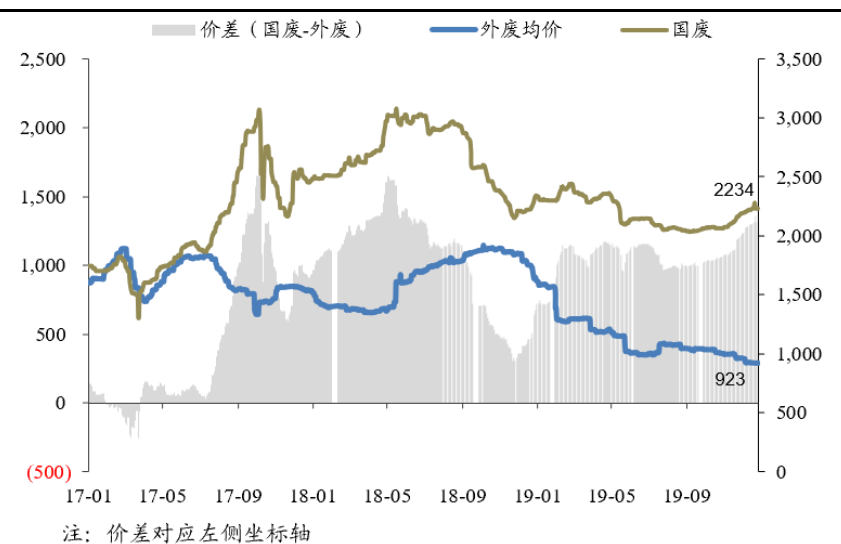
- 1、《山鹰纸业 (600567): 业绩走势短空长多, 禀赋掌控助力公司成长》2019-10-31
- 2、《山鹰纸业 (600567): 吨净利环比改善, 产业互联生态平台可期》2019-09-01
- 3、《山鹰纸业 (600567): 控股云印公司, 产业链一体化优势明显》2019-05-07

表 1：外废配额发放情况一览

序号	单位 (万吨) 企业	2020		2019		2018		2017		2016	
		第1批	占比	总计	占比	总计	占比	总计	占比	总计	占比
1	玖龙纸业	67.15	24.12%	337.47	31.39%	621.79	34.01%	847	27.17%	1317	32.28%
2	理文造纸	33.53	12.05%	147.07	13.68%	282.45	15.45%	398	12.77%	533	13.06%
3	广州造纸	55.00	19.76%	73.00	6.79%	75.00	4.10%	62	1.99%	83	2.03%
4	山鹰纸业 (含福建联盛)	37.46	13.46%	143.29	13.33%	246.05	13.46%	256	8.21%	305	7.48%
5	联盛 (龙海)	0.00	0.00%	34.29	3.19%	64.22	3.51%	166	5.33%	179	4.39%
6	华泰纸业	42.00	15.09%	84.00	7.81%	98.40	5.38%	93	2.98%	121	2.97%
7	东莞建晖	10.19	3.66%	41.31	3.84%	70.81	3.87%	100	3.21%	101	2.48%
8	山东世纪阳光	4.01	1.44%	22.27	2.07%	35.72	1.95%	51	1.64%	53	1.30%
9	景兴纸业	3.98	1.43%	18.93	1.76%	35.46	1.94%	48	1.54%	68	1.67%
10	宁波亚洲	4.18	1.50%	19.90	1.85%	37.17	2.03%	36	1.15%	41	1.00%
11	东莞金洲	5.36	1.93%	18.53	1.72%	39.64	2.17%	55	1.76%	51	1.25%
12	荣成环保	2.94	1.06%	22.24	2.07%	33.06	1.81%	57	1.83%	65	1.59%
13	其他	12.56	4.51%	112.88	10.50%	188.31	10.30%	948	30.41%	1163	28.50%
总配额		278.35		1075.19		1828.07		3117		4080	

数据来源：固废管理中心，东吴证券研究所

图 1：内外废价差 (截至 2019.12.31, 单位: 元/吨)



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

表 2：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	2019Q3
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	5,964.12
YOY	37.32%	38.76%	60.64%	38.66%	60.60%	59.89%	21.56%	26.41%	-3.74%	-8.90%	-0.33%
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	399.48
YOY	615.46%	339.70%	959.64%	300.39%	39.85%	179.80%	1.08%	51.92%	-24.33%	-57.56%	-34.63%
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	273.96
YOY	953.37%	391.97%	1688.26%	357.16%	13.72%	165.97%	-24.38%	23.70%	-29.54%	-53.77%	-39.49%
毛利率	25.33%	19.19%	24.91%	22.71%	21.27%	24.73%	20.26%	25.45%	19.78%	20.87%	17.40%
期间费用率	11.21%	10.39%	10.40%	12.16%	11.42%	8.63%	11.90%	19.55%	13.39%	13.83%	13.57%
其中：销售费用	142.34	164.23	174.15	215.18	239.84	185.99	212.07	327.24	234.90	196.82	290.44
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%	4.87%
其中：管理费用	129.55	117.91	135.00	239.57	187.45	195.70	237.88	235.82	234.42	272.56	287.54
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	591.41	149.45	153.66	129.52
管理+研发费用率	3.84%	2.88%	2.74%	4.71%	3.46%	2.99%	3.98%	12.87%	7.36%	7.16%	6.99%
其中：财务费用	106.41	142.71	202.77	163.80	191.58	182.46	261.96	102.24	79.82	200.40	101.77
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%	1.71%
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%	6.70%
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	2,446.72
较上年同期增减	25.26%	18.29%	16.13%	38.05%	0.53%	23.75%	54.26%	6.35%	8.87%	-1.34%	-27.96%
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	426.16
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	28.87
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	2,925.87
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	139.02
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	4462.57
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	270.63
预收账款	96.38	84.87	119.37	94.73	123.18	115.83	241.75	91.28	104.08	97.81	161.66
较上年同期增减	16.74	33.38	42.95	6.73	26.81	30.96	122.38	-3.45	-19.10	-18.01	-80.09
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	1823.36
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	974.48
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	-1316.72
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	-602.36
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	548.24
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	215.23
ROE	5.04%	4.39%	6.42%	5.81%	5.67%	9.82%	5.20%	7.03%	3.42%	3.40%	2.85%
YOY (±)	4.05%	2.95%	5.63%	4.05%	0.64%	5.43%	-1.22%	1.21%	-2.25%	-6.42%	-2.35%
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%	63.42%
YOY (±)	-8.38%	-6.66%	-0.51%	3.25%	5.95%	3.34%	5.46%	1.09%	-0.19%	-0.27%	-0.21%

数据来源：Wind，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	10740	13611	15007	营业收入	24367	22535	29791	31613
现金	3522	3606	3605	4710	减:营业成本	18749	18009	24188	25478
应收账款	2945	2573	3810	3931	营业税金及附加	258	239	316	335
存货	2475	2032	2934	3389	营业费用	965	870	1108	1175
其他流动资产	3091	2530	3263	2977	管理费用	1448	531	696	730
非流动资产	23873	25548	28468	30149	财务费用	738	972	1148	1300
长期股权投资	1046	1246	1446	1646	资产减值损失	-95	34	58	53
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	1870	2265	2527
其他非流动资产	5011	4713	4759	4771	加:营业外净收支	577	277	267	272
资产总计	35906	36288	42080	45157	利润总额	3916	2147	2531	2799
流动负债	15114	15708	19897	21303	减:所得税费用	480	263	310	343
短期借款	9194	9368	10674	10426	少数股东损益	233	82	107	140
应付账款	2558	1560	4103	5704	归属母公司净利润	3204	1803	2115	2316
其他流动负债	3362	4780	5121	5173	EBIT	3204	3125	3799	4230
非流动负债	7257	5929	6017	6066	EBITDA	4055	4175	5098	5708
长期借款	3645	3645	3645	3645					
其他非流动负债	3612	2283	2372	2421	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	22371	21637	25914	27369	每股收益(元)	0.70	0.39	0.46	0.51
少数股东权益	354	631	907	1184	每股净资产(元)	2.88	3.06	3.33	3.62
归属母公司股东权益	13181	14021	15258	16604	发行在外股份(百万股)	4571	4585	4585	4585
负债和股东权益	35906	36288	42080	45157	ROIC(%)	9.6%	9.2%	10.3%	11.0%
					ROE(%)	27.2%	13.3%	14.4%	14.5%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	毛利率(%)	23.1%	20.1%	18.8%	19.4%
经营活动现金流	3248	5047	4803	6623	销售净利率(%)	14.1%	8.4%	7.5%	7.8%
投资活动现金流	-3827	-7728	-8391	-7128	资产负债率(%)	62.3%	59.6%	61.6%	60.6%
筹资活动现金流	867	2765	3587	1610	收入增长率(%)	39.5%	-7.5%	32.2%	6.1%
现金净增加额	217	84	-1	1106	净利润增长率(%)	59.0%	-43.7%	17.3%	9.5%
折旧和摊销	851	1050	1299	1478	P/E	5.28	9.38	8.00	7.31
资本开支	1680	7661	8325	7061	P/B	1.28	1.21	1.11	1.02
营运资本变动	75	-1888	-1318	-10	EV/EBITDA	8.82	8.37	7.70	6.93

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>