

2020年04月14日

山鹰纸业 (600567.SH)

公司快报

剥离融资租赁业务，聚焦主业，期待市场回暖

投资要点

事件：公司拟向控股股东泰盛实业及其关联方香港泰盛出售融资租赁公司 100% 股权，股权转让价格为 5.6 亿元。

◆ **剥离融资租赁业务，聚焦主业发展。**融资租赁公司 2019 年业务运行稳定，但 2020Q1 受疫情影响，其部分客户出现流动性问题，导致部分应收融资租赁款和应收保理款在一季度出现风险，融资租赁公司于 2020Q1 相应计提减值准备，导致 2020Q1 亏损 3903 万元。为聚焦主业发展，控制类金融业务风险，降低新冠疫情带来的公司不确定性，4 月 12 日公司及全资子公司环宇国际与控股股东泰盛实业及其关联方香港泰盛签署《股权转让协议》，拟将公司持有的山鹰（上海）融资租赁有限公司的 75% 内资股转让给泰盛实业，环宇国际拟将其持有的融资租赁公司 25% 外资股转让给香港泰盛。

◆ **包装纸价处于年内低点，下半年或有迎来反弹。**受疫情影响，包装纸市场 3 月以来价格持续下跌至年内低位，以东莞玖龙为例，年初至今，瓦楞纸价格由 3530 元/吨下降至 3280 元/吨，累计下跌 250 元/吨，跌幅 8%；箱板纸由 4900 元/吨下降至 4600 元/吨，累计下跌 300 元/吨，跌幅 7%。从 Q2 来看，随着国内疫情的逐渐控制，包装纸市场或有一定的反弹，但受制于行业需求受疫情影响以及新增产能的投产，反弹空间或不大。从下半年来看，包装纸市场或迎来较大的反弹，主要为：1) 下半年是传统的消费旺季，并且随着疫情逐步控制，下游客户需求或迎来恢复；2) 从原料来看，2020 年底外废零进口大限接近，进口配额逐步减少，可能会造成原料紧缺，从而带来国废价格上涨，促进包装纸市场景气度回升。

◆ **产能陆续释放，奠定长期发展基础。**包装纸方面，2019 年 12 月初华中基地首条产线 PM21 成功开机，预计到 2020 年底公司包装纸产能或将达 500 万吨，产能的持续扩张有助于公司长期业绩增长。废纸浆方面，公司废纸浆项目预计陆续在 2020 年投产，废纸原料较为充足：北美凤凰纸业基地正进行 12 万吨废纸浆线技改，预计 2020 年年内投产；其次，公司已在东南亚有合作的废纸浆产能 30 万吨，公司正筹建东南亚 100 万吨废纸浆产能，预计 2020 年内建成投产；第三，公司已启动在北美建设废纸浆项目的可行性研究，积极布局废纸浆。

◆ **投资建议：**短期来看，疫情或对公司物流、原材料供应等方面的影响，短期或对公司箱板瓦楞纸产销量造成一定影响，随着疫情逐步控制，公司预计 4 月份产能全部达产，二季度业绩或环比改善。全年来看，从需求端来看，线上销售发展迅速，一定程度上提升包装纸的需求；从供给端来看，疫情或加速行业落后产能的出清，行业集中度提升，龙头企业首先受益。预测公司 2019 至 2021 年每股收益分别为 0.35 元、0.40 元和 0.47 元，对应 PE 分别为 9 倍、8 倍和 7 倍，维持“增持-A”建议。

◆ **风险提示：**短期疫情影响超预期；下游需求恢复不及预期；国废价格大幅波动的风险；原纸价格涨幅不及预期；行业竞争加剧风险。

轻工制造 | 造纸 III

投资评级

增持-A(维持)

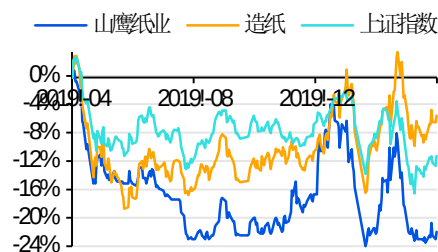
股价(2020-04-14)

3.10 元

交易数据

总市值(百万元)	14,246.13
流通市值(百万元)	14,246.13
总股本(百万股)	4,595.52
流通股本(百万股)	4,595.52
12个月价格区间	2.80/4.14 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.24	-6.05	-14.33
绝对收益	-4.32	-15.3	-25.66

分析师

叶中正

SAC 执业证书编号：S0910516080001
 yezhongzheng@huajinsec.cn
 0755-83224377

分析师

杨维维

SAC 执业证书编号：S0910519080004
 yangweiwei@huajinsec.cn
 0755-83231652

相关报告

山鹰纸业：北欧纸业拟海外上市，进一步推动公司国际化战略实施 2019-12-24

财务数据与估值

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	17,470	24,367	23,279	25,980	29,637
YoY(%)	44.0	39.5	-4.5	11.6	14.1
净利润(百万元)	2,015	3,204	1,589	1,843	2,159
YoY(%)	471.0	59.0	-50.4	16.0	17.1
毛利率(%)	23.0	23.1	19.7	18.9	20.0
EPS(摊薄/元)	0.44	0.70	0.35	0.40	0.47
ROE(%)	19.3	25.4	10.7	11.2	11.8
P/E(倍)	7.0	4.4	8.8	7.6	6.5
P/B(倍)	1.4	1.1	1.0	0.9	0.8
净利率(%)	11.5	13.1	6.8	7.1	7.3

数据来源：贝格数据，华金证券研究所