

疫情致业绩承压，左侧静待催化 买入（维持）

2020 年 05 月 05 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	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	23,241	27,331	32,156	38,863
同比（%）	-4.6%	17.6%	17.7%	20.9%
归母净利润（百万元）	1,362	1,549	1,786	2,110
同比（%）	-57.5%	13.7%	15.3%	18.1%
每股收益（元/股）	0.30	0.34	0.39	0.46
P/E（倍）	10.19	8.96	7.77	6.58

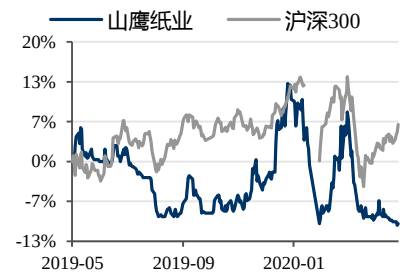
投资要点

■ 公司发布 2019 年报及 2020 年一季报：(1) 19A 公司实现营收 232.41 亿(-4.62%)，归母净利润 13.62 亿(-57.48%)，扣非净利 12.59 亿(-52.98%)；其中 Q4 实现营收 61.07 亿(-5.00%)，归母净利润 0.38 亿(-95.77%)，扣非净利 1.79 亿(-75.72%)。2019 年公司非经常损益较上年减少 4.23 亿元，主要系公司收购凤凰纸业（收购对价低于其可辨认净资产的公允价值）及政府补贴。(2) 20Q1 公司实现营收 38.36 亿元(-26.47%)，归母净利润 2.30 亿元(-49.69%)，扣非归母净利 2.71 亿元(-21.38%)。

■ 19Q3 盈利触底，预期疫情致盈利磨底时间延长：(1) 19A 公司实现原纸销量 475.71 万吨(+3.27%)，其中北欧纸业销量 24 万吨(-6.88%)；实现包装销量 12.75 亿平方米(+4.66%)。我们预期公司 19Q1/Q2/Q3/Q4 实现原纸销量 103/118/122/132 万吨，逐季走高；拆分来看，国内箱板瓦楞纸扣非吨净利实现 263/311/132/177 元/吨，19Q3 盈利触底，主要系箱板瓦楞纸价格自 19Q1 末开始下降，Q3 跌至低点，Q4 小幅回升；北欧纸业 Q1/Q2/Q3/Q4 吨净利分别为 1125/1329/1200/1106 元/吨，浆纸一体化优势持续凸显。(2) 20Q1 受疫情影响，销量仅约 68 万吨(-34.0%)；其中北欧纸业销量约 7 万吨(-12.5%)。根据我们计算，公司箱板瓦楞纸扣非吨净利回升至 271 元/吨，北欧纸业吨净利为 1143 元/吨。

■ 废纸系盈利回归历史低位，行业承压，利好格局优化：从单位价格来看，目前箱板纸/瓦楞纸价格分别跌至 3760/3108 元/吨（较 3 月初高点下降 17.9%/22.2%），而原材料废纸价格略有走强，预计箱板系的单位盈利和单位价格已经处于历史底部（跌至 19Q3 水平）、小企业出现大面积亏损所致。展望 Q2，需求受到出口冲击较大，预期纸价低位盘整，行业承压。中期来看，国内可循环的废纸逐渐减量（复工不足压缩国废循环总量），叠加进口配额不足（本周第六批配额发放、前 6 批配额合计 447.8 万吨、较去年同期-43.91%），原料限制的逻辑持续加强。山鹰纸业 20 年前 6 批外废配额合计 61.22 万吨，占总外废配额的 14.06%（仅次于玖龙），此外公司产业链纵向布局，上游搜罗全球再生纤维资源，下游开拓包装业务，看好公司持续提升市场份额。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	3.02
一年最低/最高价	2.80/3.94
市净率(倍)	0.98
流通 A 股市值(百万 元)	13878.48

基础数据

每股净资产(元)	3.10
资产负债率(%)	65.89
总股本(百万股)	4595.52
流通 A 股(百万股)	4595.52

相关研究

- 1、《山鹰纸业 (600567)：剥离融资租赁，持续聚焦主业》2020-04-14
- 2、《山鹰纸业 (600567)：变更募集资金投向，产能区位优势更加优化》2020-01-12
- 3、《山鹰纸业 (600567)：19 年经营数据略超预期，满产满销彰显龙头实力》2020-01-08

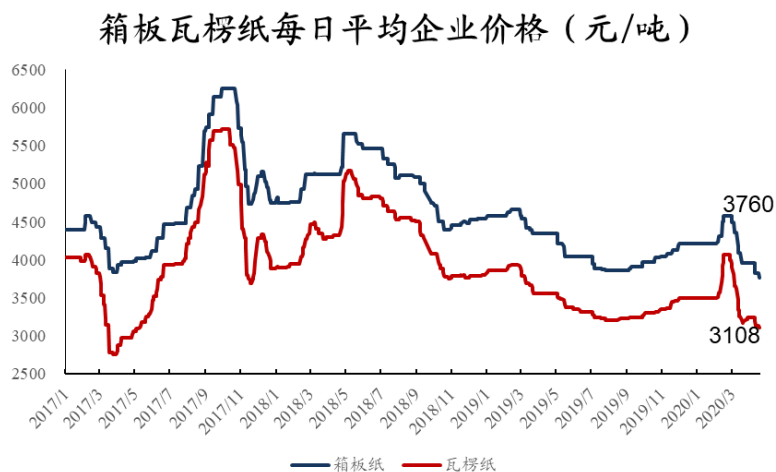
- **原纸产能投放有序，保障中期成长；依托云印平台，布局一体化产业链：**公司未来产能投放规划有序，（1）国内：公司通过自建和并购在国内布局主要集于浙江、福建、安徽的华东地区，随华中基地 127 万吨/年产能相继于 2019 年四季度投产及北美凤凰纸业技改完成后，2020 年底公司总产能达到近 600 万吨；2021 年广东肇庆新增 100 万吨箱板产能建设，规划 2022 年于浙江海盐/湖北华中基地再投建 100 万吨箱板瓦楞纸产能，至 22 年底公司落地产能将达到 800 万吨，未来成长路径清晰。（2）国外：美国凤凰纸业年产能 30 万吨的文化浆纸线已进入试生产阶段，另一条年产能 12 万吨的在建废纸浆线将于 2020 年中投产。此外，公司 2020 年底将在北美和东南亚地区建成年化 150 万吨再生浆产能，强化成本领先优势。2019 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，布局一体化产业链。其中公司包装业务营收约 43.93 亿，净利润 0.76 亿，体量较小，未来持续提升包装业务比例，规模成长空间较大。
- **盈利能力下滑，营运效率稳定：**19 年公司实现毛利率 19.06% (-3.99pct)，主要系箱板瓦楞纸价格下跌所致（19 年箱板纸-16.49%，瓦楞纸-19.45%）。19 年公司期间费用率 13.48% (+0.55pct)，其中销售费用率 4.63% (+0.67pct)，主要系运费增长较快；管理+研发费率 6.95% (+1.01pct)，财务费用率 1.90% (-1.13pct)。综合来看，公司归母净利率为 5.86% (-7.29pct)，盈利能力下滑。营运效率方面，19 年公司经营性现金净流量 13.35 亿元 (-58.91%)，中长期看公司剥离租赁业务，现金周转能力加强。公司应收账款和应收票据下降 11.12%至 30.54 亿，应收账款周转天数较去年同期增加 8.4 天至 46.46 天；存货减少 12.09%至 21.76 亿，存货周转天数较去年同期减少 1.6 天至 44.51 天，营运效率保持稳定。
- **盈利预测与投资评级：**山鹰纸业原纸及包装内延外生明晰有序，是造纸周期板块具备长期成长属性的优质资产，预计公司 20-22 年营收 273.31/321.56/388.63/亿元 (同比+17.6%/+17.7%/+20.9%)，归母净利 15.49/17.86/21.10 亿元 (同比 13.7%/+15.3%/+18.1%)，对应 PE 为 8.96X/7.77X/6.58X，维持“买入”评级！
- **风险提示：**纸价波动、疫情反复、原材料成本波动

表 1：山鹰纸业季度数据一览

单位: 百万元	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
营业总收入	5,418.91	6,535.11	5,983.85	6,428.67	5,216.39	5,953.46	5,964.12	6,106.98	3,835.85
YOY	60.60%	59.89%	21.56%	26.41%	-3.74%	-8.90%	-0.33%	-5.00%	-26.47%
归母净利润	605.40	1,100.61	611.11	886.75	458.10	467.06	399.48	37.54	230.45
YOY	39.85%	179.80%	1.08%	51.92%	-24.33%	-57.56%	-34.63%	-95.77%	-49.69%
扣非归母净利润	489.22	996.59	452.75	-124.08	344.71	460.77	273.96	179.24	271.03
YOY	8.84%	-48.62%	-24.38%	-120.79%	-29.54%	-53.77%	-39.49%	-244.46%	-21.38%
毛利率	21.27%	24.73%	20.26%	25.45%	19.78%	20.87%	17.40%	18.32%	23.12%
期间费用率	11.42%	8.63%	11.90%	19.55%	13.39%	13.83%	13.57%	13.12%	16.53%
其中: 销售费用	239.84	185.99	212.07	327.24	234.90	196.82	290.44	354.32	204.86
销售费用率	4.43%	2.85%	3.54%	5.09%	4.50%	3.31%	4.87%	5.80%	5.34%
其中: 管理费用	187.45	195.70	237.88	235.82	234.42	272.56	287.54	271.42	251.03
研发费用	0.00	0.00	0.00	591.41	149.45	153.66	129.52	116.78	69.51
管理+研发费用率	3.46%	2.99%	3.98%	12.87%	7.36%	7.16%	6.99%	6.36%	8.36%
其中: 财务费用	191.58	182.46	261.96	102.24	79.82	200.40	101.77	58.84	108.70
财务费用率	3.54%	2.79%	4.38%	1.59%	1.53%	3.37%	1.71%	0.96%	2.83%
归母净利率	11.17%	16.84%	10.21%	13.79%	8.78%	7.85%	6.70%	0.61%	6.01%
存货	2,494.30	2,740.94	3,396.31	2,475.45	2,715.42	2,704.20	2,446.72	2,176.10	2,918.91
较上年同期增减		23.75%	54.26%	6.35%	8.87%	-1.34%	-27.96%	-12.09%	7.49%
应收票据	925.91	513.68	397.29	491.22	525.22	480.32	426.16	0.00	0.00
较上年同期增减		-592.56	-1360.53	-456.41	-400.68	-33.36	28.87	-491.22	-525.22
应收账款	2,743.25	2,947.45	2,786.85	2,944.91	2,730.11	2,851.70	2,925.87	3,053.99	2,710.12
较上年同期增减		954.46	993.58	619.83	737.15	-13.14	-95.75	139.02	109.09
应付账款及应付票据	2106.17	3246.34	4191.94	2750.24	3321.56	3865.97	4462.57	4084.41	4014.52
较上年同期增减		367.19	1441.51	2409.34	594.33	1215.39	619.62	270.63	1334.17
预收账款	123.18	115.83	241.75	91.28	104.08	97.81	161.66	90.53	98.98
较上年同期增减		26.81	30.96	122.38	-3.45	-19.10	-18.01	-80.09	-0.76
经营性现金流净额	-65.08	2487.43	848.88	-23.23	-399.46	947.36	1823.36	-1036.51	-60.80
较上年同期增减		441.99	2250.87	-2.46	-2222.27	-334.38	-1540.07	974.48	-1013.28
筹资性现金流净额	1509.78	-2036.68	-714.36	2107.97	2019.14	-1000.74	-1316.72	2446.81	272.27
较上年同期增减		1186.10	-3548.90	147.75	416.82	509.36	1035.95	-602.36	338.84
资本开支	265.62	471.48	333.01	610.14	457.50	1,020.09	548.24	1,047.62	654.05
较上年同期增减		218.76	400.53	155.47	111.19	191.88	548.62	215.23	437.48
ROE	5.67%	9.82%	5.20%	7.03%	3.42%	3.40%	2.85%	0.26%	1.61%
YOY (±)	0.64%	5.43%	-1.22%	1.21%	-2.25%	-6.42%	-2.35%	-6.76%	-1.81%
资产负债率	64.49%	64.16%	63.63%	62.30%	64.30%	63.89%	63.42%	64.99%	65.89%
YOY (±)	5.95%	3.34%	5.46%	1.09%	-0.19%	-0.27%	-0.21%	2.69%	1.59%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 2：箱板瓦楞纸价格



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

表 3：外废配额

【东吴轻工 史凡可】外废配额发放情况一览（截至20/04/24）

单位（万吨）	2020		2019		2018		2017		2016	
企业	前6批次	占比	总计	占比	总计	占比	总计	占比	总计	占比
玖龙纸业	121.80	27.97%	337.47	31.39%	621.79	34.01%	847	27.17%	1317	32.28%
理文造纸	58.42	13.42%	147.07	13.68%	282.45	15.45%	398	12.77%	533	13.06%
广州造纸	55.00	12.63%	73.00	6.79%	75.00	4.10%	62	1.99%	83	2.03%
山鹰纸业（含福建联盛）	61.22	14.06%	143.29	13.33%	246.05	13.46%	256	8.21%	305	7.48%
联盛（龙海）	12.34	2.83%	34.29	3.19%	64.22	3.51%	166	5.33%	179	4.39%
华泰纸业	57.00	13.09%	84.00	7.81%	98.40	5.38%	93	2.98%	121	2.97%
东莞建晖	18.11	4.16%	41.31	3.84%	70.81	3.87%	100	3.21%	101	2.48%
山东世纪阳光	4.01	0.92%	22.27	2.07%	35.72	1.95%	51	1.64%	53	1.30%
景兴纸业	6.81	1.56%	18.93	1.76%	35.46	1.94%	48	1.54%	68	1.67%
宁波亚洲	6.15	1.41%	19.90	1.85%	37.17	2.03%	36	1.15%	41	1.00%
东莞金洲	9.35	2.15%	18.53	1.72%	39.64	2.17%	55	1.76%	51	1.25%
荣成环保	8.01	1.84%	22.24	2.07%	33.06	1.81%	57	1.83%	65	1.59%
其他	17.20	3.95%	112.88	10.50%	188.31	10.30%	948	30.41%	1163	28.50%
总配额	447.83		1075.19		1828.07		3117		4080	
配额同比	-43.91%		-41.18%		-41.35%		-23.60%		-	

数据来源：中国固废化学品管理网，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)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	14310	13624	15150	16723	营业收入	23241	27331	32156	38863
现金	4709	3553	3216	3886	减:营业成本	18810	21648	25355	30487
应收账款	3054	3954	4621	5095	营业税金及附加	194	228	269	325
存货	2176	2379	3467	3599	营业费用	1076	1321	1644	2106
其他流动资产	4371	3737	3846	4144	管理费用	1448	1949	2268	2839
非流动资产	28234	29080	32969	34663	财务费用	441	868	1050	1213
长期股权投资	1044	1244	1444	1644	资产减值损失	-23	51	62	63
固定资产	13494	14215	16760	18884	加:投资净收益	-57	-60	0	1
在建工程	7069	7232	8106	7200	其他收益	625	720	720	720
无形资产	1754	2181	2397	2610	营业利润	1569	1926	2228	2549
其他非流动资产	4873	4207	4262	4325	加:营业外净收支	-3	-44	-44	-42
资产总计	42545	42703	48119	51386	利润总额	1566	1882	2184	2508
流动负债	18398	17832	22001	23868	减:所得税费用	214	257	298	343
短期借款	11642	10570	14467	15785	少数股东损益	-10	76	100	55
应付账款	3810	2857	2932	3293	归属母公司净利润	1362	1549	1786	2110
其他流动负债	2946	4405	4602	4790	EBIT	1906	2413	2889	3431
非流动负债	9253	9092	9187	9210	EBITDA	2813	3503	4228	4959
长期借款	4862	4862	4862	4862					
其他非流动负债	4391	4230	4325	4347	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	27651	26924	31188	33078	每股收益(元)	0.30	0.34	0.39	0.46
少数股东权益	483	611	740	869	每股净资产(元)	3.14	3.30	3.52	3.79
归属母公司股东权益	14411	15168	16191	17440	发行在外股份(百万股)	4585	4596	4596	4596
负债和股东权益	42545	42703	48119	51386	ROIC(%)	4.7%	6.0%	6.2%	6.9%
					ROE(%)	9.9%	10.5%	11.4%	12.5%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	毛利率(%)	19.1%	20.8%	21.2%	21.6%
经营活动现金流	1335	2843	2760	4522	销售净利率(%)	5.8%	5.9%	5.9%	5.6%
投资活动现金流	-2818	-11212	-10643	-11280	资产负债率(%)	65.0%	63.0%	64.8%	64.4%
筹资活动现金流	2148	7213	7545	7429	收入增长率(%)	-4.6%	17.6%	17.7%	20.9%
现金净增加额	596	-1156	-338	671	净利润增长率(%)	-57.5%	13.7%	15.3%	18.1%
折旧和摊销	907	1090	1338	1529	P/E	10.19	8.96	7.77	6.58
资本开支	3073	11599	11030	11667	P/B	0.96	0.91	0.86	0.80
营运资本变动	-1007	-121	-2643	-293	EV/EBITDA	13.09	10.63	9.90	8.68

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>