

2020 年 06 月 04 日

证券分析师 史凡可

执业证号: S0600517070002

021-60199793

shifk@dwzq.com.cn

员工持股彰显信心，左侧布局机遇显现 买入（维持）

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	23,241	27,017	31,774	38,385
同比（%）	-4.6%	16.2%	17.6%	20.8%
归母净利润（百万元）	1,362	1,312	1,505	1,768
同比（%）	-57.5%	-3.7%	14.7%	17.5%
每股收益（元/股）	0.30	0.29	0.33	0.38
P/E（倍）	10.09	10.47	9.13	7.77

投资要点

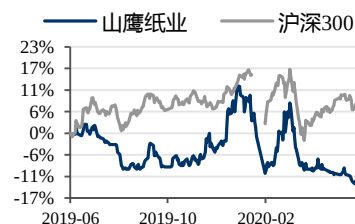
■ **公司推出 2020 年员工持股计划及发布使用募集资金对全资子公司增资：**（1）员工持股计划：份额合计不超过 966 万份，资金总额不超过 2580 万元，每份份额的认购价格为人民币 2.6733 元。（2）山鹰纸业变更募集资金投向：由原项目爱拓环保能源（浙江）有限公司造纸废弃物资源综合利用项目、山鹰国际控股股份公司资源综合利用发电项目变更为浙江山鹰纸业 77 万吨绿色环保高档包装纸升级改造项目，涉及变更募集资金金额为 110000 万元。

■ **员工持股计划彰显公司发展信心，投产高档包装纸平滑业绩波动：**（1）出资参加本员工持股计划的公司及下属子公司的监事和员工不超过 540 人，其中公司监事 3 人。通过利益绑定，此次员工持股计划将充分调动公司监事、员工的积极性，有助于公司业务增长，并彰显公司对中长期发展的信心。（2）变更项目新增高档包装纸 77 万吨，包含三条生产线：年产 35 万吨低定量强韧牛卡纸，年产 25 万吨精制多功能纸和年产 17 万吨食品纸袋纸（其中食品防油纸 10 万吨、食品包装纸 7 万吨）。新项目建成后将部分缓解国内中高端包装纸供给不足局面，同时有利于巩固公司在国内高端包装纸及高毛利特种纸的市场份额，降低箱板瓦楞纸价波动对公司业绩的影响。

■ **箱板纸盈利回归历史低位，龙头企业带头提价，后市易涨难跌：**从单位价格来看，目前箱板纸/瓦楞纸价格分别跌至 3810/3158 元/吨（较 3 月初高点下降 16.8%/22.4%），而原材料外废价格走强（美废/欧废/日废较 1 月初低点上升 120%/139%/37%），预计箱板纸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。中期来看，国内可循环的废纸逐渐减量（复工不足压缩固废循环总量），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）。近期受益于渠道库存消化（下游包装厂及贸易商备货）叠加需求逐步恢复，龙头企业带头提价（5 月 25 日玖龙东莞、重庆、太仓基地上调价格 50 元/吨），多家厂商跟涨，预计后市箱板纸价易涨难跌。

■ **原纸产能投放有序，保障中期成长。**（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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	2.99
一年最低/最高价	2.80/3.94
市净率(倍)	0.97
流通 A 股市值(百万元)	13740.62

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)：疫情致业绩承压，左侧静待催化》2020-05-06
- 2、《山鹰纸业 (600567)：剥离融资租赁，持续聚焦主业》2020-04-14
- 3、《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

■ **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 270.17/317.74/383.85/亿元(同比+16.2%/+17.6%/+20.8%)，归母净利 13.12/15.05/17.68 亿元(同比-3.7%/+14.7%/+17.5%)，对应 PE 为 10.47X/9.13X/7.77X，维持“买入”评级！

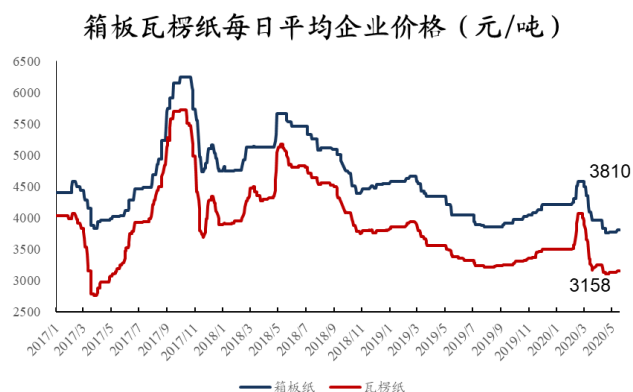
■ **风险提示：**纸价波动、疫情反复、原材料成本波动

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	-1023.50	-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	-19.99
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	692.96
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	-5.11
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	338.66
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	-1746.87
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	196.55
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%

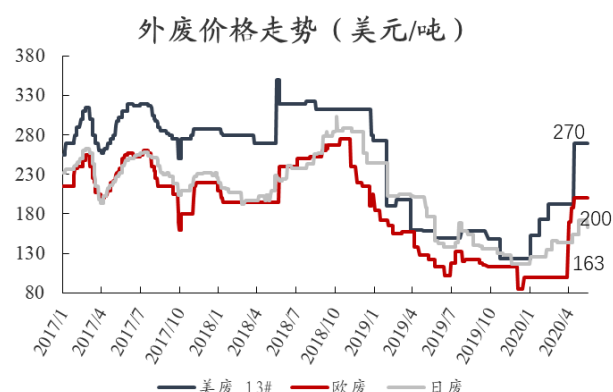
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 1：箱板瓦楞纸每日平均价格（元/吨）



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 2：外废价格走势

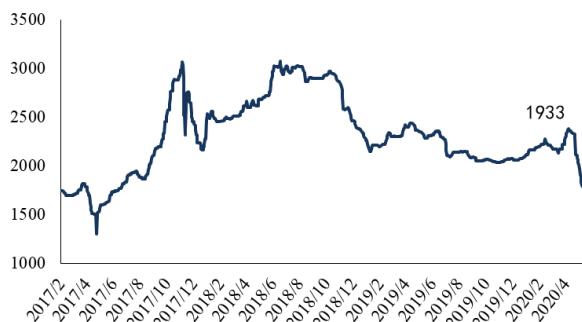


数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 3：国废价格走势

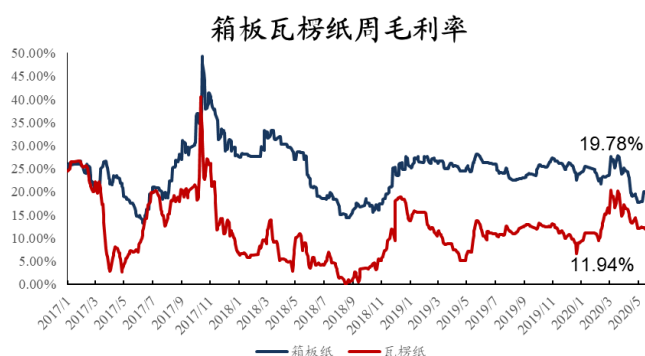
图 4：外废价格走势（元/吨）

图 4: 国废价格走势 (元/吨)



数据来源: 卓创资讯, 东吴证券研究所

图 5: 箱板瓦楞纸周毛利率

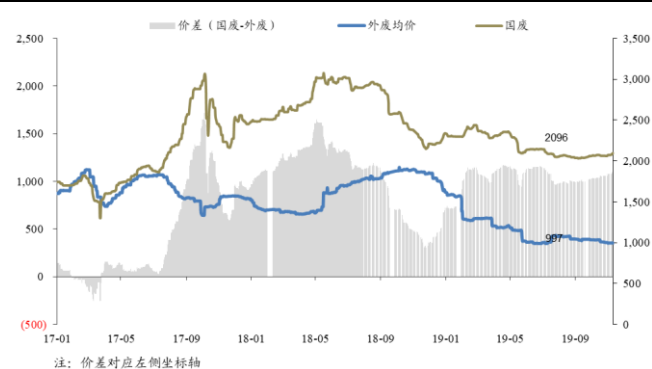


数据来源: 卓创资讯, 东吴证券研究所

图 7: 外废配额发放情况

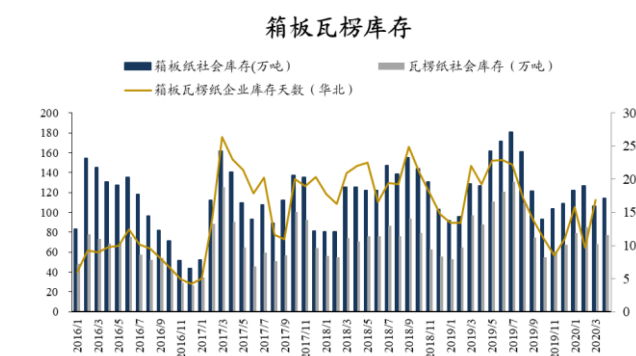
单位 (万吨)	2020		2019		2018		2017		2016	
企业	前6批次	占比	总计	占比	总计	占比	总计	占比	总计	占比
玖龙纸业	121.80	27.97%	337.47	31.39%	621.79	34.01%	847	27.17%	1317	32.28%
理文造纸	58.42	13.42%	147.07	13.68%	282.45	15.45%	398	12.77%	533	13.06%
广州造纸	55.00	12.63%	73.00	6.79%	75.00	4.10%	62	1.99%	83	2.03%
山鹰纸业 (含福建联盛)	61.22	14.06%	143.29	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



数据来源: 卓创资讯, 东吴证券研究所

图 6: 外废价格走势 (万吨, 天)



数据来源: 卓创资讯, 东吴证券研究所

图 8: 提价函一览

提价函内容情况			
公司名称	目标产品	提价时间	提价幅度
玖龙纸业	瓦楞纸、箱板纸	5月25日	50元/吨
山鹰纸业	废纸	5月29日	50元/吨
景兴纸业	废纸	5月29日	50元/吨
嘉兴博莱特	废纸	5月29日	50元/吨
广东东莞建航纸业	废纸	5月28日	50元/吨
广东中山联合鸿兴纸业	废纸	5月28日	30元/吨
广东省茂名市高州金墩纸业	废纸	5月28日	50元/吨
广东东莞理文纸业	纸皮	5月28日	50元/吨
云南宜良红星纸业	废纸	5月28日	30元/吨

数据来源: 中华纸业, 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	13441	15071	16496	营业收入	23241	27017	31774	38385
现金	4709	3512	3177	3839	减:营业成本	18810	21648	25347	30471
应收账款	3054	3873	4600	4997	营业税金及附加	194	226	265	321
存货	2176	2327	3450	3529	营业费用	1076	1305	1624	2080
其他流动资产	4371	3729	3844	4132	管理费用	1448	1927	2241	2804
非流动资产	28234	29077	32966	34658	财务费用	441	869	1050	1214
长期股权投资	1044	1244	1444	1644	资产减值损失	-23	50	62	62
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	1652	1902	2154
其他非流动资产	4873	4204	4258	4320	加:营业外净收支	-3	-44	-44	-42
资产总计	42545	42517	48037	51154	利润总额	1566	1608	1859	2112
流动负债	18398	17787	22226	24145	减:所得税费用	214	220	254	289
短期借款	11642	10536	14706	16080	少数股东损益	-10	76	100	55
应付账款	3810	2857	2931	3292	归属母公司净利润	1362	1312	1505	1768
其他流动负债	2946	4394	4590	4773	EBIT	1906	2136	2562	3030
非流动负债	9253	9091	9186	9208	EBITDA	2813	3226	3900	4559
长期借款	4862	4862	4862	4862	重要财务与估值指				
其他非流动负债	4391	4228	4323	4345	标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	27651	26878	31412	33353	每股收益(元)	0.30	0.29	0.33	0.38
少数股东权益	483	611	740	869	每股净资产(元)	3.14	3.27	3.46	3.68
归属母公司股东权益	14411	15028	15885	16933	发行在外股份(百万股)	4585	4596	4596	4596
负债和股东权益	42545	42517	48037	51154	ROIC(%)	4.7%	5.3%	5.5%	6.2%
					ROE(%)	9.9%	8.9%	9.7%	10.8%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	毛利率(%)	19.1%	19.9%	20.2%	20.6%
经营活动现金流	1335	2735	2375	4315	销售净利率(%)	5.8%	5.1%	5.1%	4.7%
投资活动现金流	-2818	-11212	-10643	-11280	资产负债率(%)	65.0%	63.2%	65.4%	65.2%
筹资活动现金流	2148	7280	7933	7627	收入增长率(%)	-4.6%	16.2%	17.6%	20.8%
现金净增加额	596	-1197	-335	661	净利润增长率(%)	-57.5%	-3.7%	14.7%	17.5%
折旧和摊销	907	1090	1338	1529	P/E	10.09	10.47	9.13	7.77
资本开支	3073	11599	11030	11667	P/B	0.95	0.91	0.86	0.81
营运资本变动	-1007	-258	-2809	-494	EV/EBITDA	13.04	11.50	10.76	9.49

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>