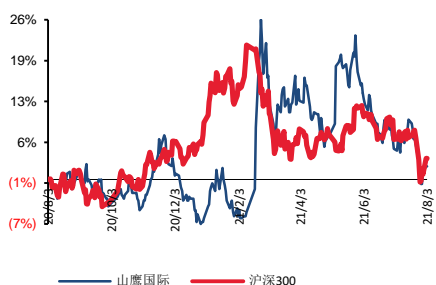


轻工造纸

股份回购彰显长期信心，箱瓦纸有望迎来旺季涨价行情

■ 走势比较



■ 股票数据

| | |
|--------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股) | 4,616/4,616 |
| 总市值/流通(百万元) | 15,002/15,002 |
| 12个月最高/最低(元) | 4.05/2.99 |

相关研究报告:

山鹰国际(600567)《三季度纸价走势疲软拖累业绩，长期原材料渠道优势显著》--2018/10/22

山鹰国际(600567)《联盛、北欧并表增厚公司业绩，长期境外原料渠道优势显著》--2018/08/31

证券分析师: 陈天蛟

电话: 021-61376584

E-MAIL: chentj@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110002

证券分析师: 庞盈盈

电话: 18801904361

E-MAIL: pangyy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190521050002

事件:

公司拟以集中竞价方式回购自身股份,回购价格不超 3.63 元/股,回购规模为 2 至 4 亿元。

点评:

低估值凸显安全边际，回购股份彰显长期信心。当前公司 PB 低于 1，股价已不能正确反应公司价值，基于对未来发展的信心，公司拟以自有资金进行股份回购。此次回购价格不超 3.63 元/股，回购规模为 2 至 4 亿元，约占公司总股本 1.19%至 2.39%，回购股份将在披露回购结果公告十二个月后出售且在公告后三年内完成出售。若后续股价继续触发“PB 低于 1”这一条件，公司将择期启动新的回购计划或调整此次回购规模。

需求旺季即将来临，关注箱瓦纸涨价行情。此前箱瓦纸价格于 5 月消费淡季迎来上涨，上涨主要系成品纸进口冲击减弱、国废价格支撑等供给端因素所致。受运费高企、美废价格上涨等因素影响，成品纸进口冲击持续减弱，伴随需求旺季即将来临，行业供需向好，旺季涨价行情启动在即。山鹰等纸企已发布 8 月涨价函，关注箱瓦纸下半年涨价行情。

原材料约束下龙头纸企盈利优势显著，行业竞争格局优化。21 年禁废令政策正式执行，考虑成品纸进口、替代纤维（废纸浆、原生浆）均有供应约束，预计消费旺季国内再生纤维供应整体偏紧，国废价格中枢将会上移。尤其高端箱板纸所需的优质纤维供应紧张，龙头纸企凭借原生浆、海外废纸浆等产能布局在低价浆、高端纸两方面具备盈利优势，份额有望提升，行业竞争格局优化。

预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.63、0.74、0.87 元，对应 PE 分别为 5.13、4.35、3.70。短期，公司受益箱瓦纸旺季涨价，盈利向好；中长期，海外废纸浆提供盈利优势，造纸产能扩张贡献增量；长期，国废回收体系值得期待，未来有望成为公司核心壁垒。当前公司 PB 低于 1，低估值凸显较强安全边际，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示: 纸价上涨不及预期，原材料价格大幅上涨。

■ 盈利预测和财务指标:

| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 24969 | 30135 | 33966 | 38960 |
| (+/-%) | 7.44 | 20.69 | 12.71 | 14.70 |
| 归母净利润(百万) | 1381 | 2057 | 2426 | 2851 |
| (+/-%) | 1.29 | 48.98 | 17.97 | 17.48 |
| 摊薄每股收益(元) | 0.30 | 0.63 | 0.74 | 0.87 |
| 市盈率(PE) | 10.07 | 5.13 | 4.35 | 3.70 |

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

| 资产负债表(百万) | | | | | | 利润表(百万) | | | | | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 货币资金 | 4709 | 4077 | 0 | 127 | 875 | 营业收入 | 23241 | 24969 | 30135 | 33966 | 38960 |
| 应收和预付款项 | 3191 | 3840 | 4280 | 4824 | 5533 | 营业成本 | 18810 | 20790 | 24398 | 27455 | 31519 |
| 存货 | 2176 | 2385 | 2790 | 3093 | 3522 | 营业税金及附加 | 194 | 189 | 256 | 238 | 273 |
| 其他流动资产 | 3733 | 2986 | 2439 | 2612 | 2837 | 销售费用 | 1076 | 340 | 482 | 509 | 701 |
| 流动资产合计 | 13809 | 13287 | 9510 | 10656 | 12768 | 管理费用 | 1615 | 1652 | 2049 | 2378 | 2649 |
| 长期股权投资 | 1044 | 2396 | 2396 | 2396 | 2396 | 财务费用 | 441 | 780 | 344 | 337 | 260 |
| 投资性房地产 | 224 | 341 | 341 | 341 | 341 | 资产减值损失 | 98 | 45 | 45 | 45 | 45 |
| 固定资产 | 13494 | 17700 | 17563 | 18336 | 18019 | 投资收益 | -57 | -39 | -45 | -45 | -45 |
| 在建工程 | 7069 | 5285 | 4785 | 3785 | 3285 | 公允价值变动 | -4 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产开发支出 | 1754 | 1924 | 1991 | 2056 | 2118 | 营业利润 | 1570 | 1786 | 2516 | 2959 | 3467 |
| 长期待摊费用 | 0 | 0 | | | | 其他非经营损益 | -3 | -96 | -50 | -50 | -50 |
| 其他非流动资产 | 27752 | 30763 | 30193 | 30031 | 29276 | 利润总额 | 1567 | 1690 | 2466 | 2909 | 3417 |
| 资产总计 | 41562 | 44051 | 39703 | 40686 | 42043 | 所得税 | 214 | 301 | 395 | 465 | 547 |
| 短期借款 | 11642 | 11681 | 4638 | 2463 | 0 | 净利润 | 1353 | 1389 | 2071 | 2444 | 2871 |
| 应付和预收款项 | 3900 | 3918 | 4345 | 4889 | 5613 | 少数股东损益 | -10 | 8 | 15 | 17 | 20 |
| 长期借款 | 4862 | 4952 | 4952 | 4952 | 4952 | 归母股东净利润 | 1363 | 1381 | 2057 | 2426 | 2851 |
| 其他负债 | 7246 | 7458 | 7656 | 7826 | 8051 | | | | | | |
| 负债合计 | 27651 | 28009 | 21590 | 20130 | 18616 | | | | | | |
| 股本 | 3274 | 3285 | 3285 | 3285 | 3285 | | | | | | |
| 资本公积 | 4370 | 4391 | 4391 | 4391 | 4391 | | | | | | |
| 留存收益 | 6658 | 8039 | 10096 | 12523 | 15373 | | | | | | |
| 归母公司股东权益 | 14411 | 15596 | 17653 | 20080 | 22930 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 483 | 1633 | 1647 | 1664 | 1685 | | | | | | |
| 股东权益合计 | 14894 | 17229 | 19300 | 21744 | 24615 | | | | | | |
| 负债和股东权益 | 42545 | 45238 | 40890 | 41874 | 43231 | | | | | | |

| 现金流量表(百万) | | | | | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 经营性现金流 | 1335 | 1080 | 4178 | 3884 | 4228 |
| 投资性现金流 | -2818 | -2771 | -745 | -1245 | -745 |
| 融资性现金流 | 2148 | 1425 | -7510 | -2512 | -2735 |
| 现金增加额 | -69 | 36 | 0 | 0 | 0 |

| 预测指标 | | | | | |
|---------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 毛利率 | 19.06% | 16.74% | 19.04% | 19.17% | 19.10% |
| 销售净利率 | 5.86% | 5.53% | 6.83% | 7.14% | 7.32% |
| 销售收入增长率 | -4.62% | 7.44% | 20.69% | 12.71% | 14.70% |
| EBIT 增长率 | -61.73% | 22.99% | 13.79% | 15.53% | 13.28% |
| 净利润增长率 | -64.09% | 1.29% | 48.98% | 17.97% | 17.48% |
| ROE | 9.46% | 8.85% | 11.65% | 12.08% | 12.43% |
| ROA | 3.20% | 3.05% | 5.03% | 5.79% | 6.59% |
| ROIC | 5.65% | 6.20% | 7.41% | 8.53% | 9.76% |
| EPS (X) | 0.30 | 0.30 | 0.63 | 0.74 | 0.87 |
| PE (X) | 12.57 | 10.07 | 5.13 | 4.35 | 3.70 |
| PB (X) | 0.86 | 0.64 | 0.60 | 0.53 | 0.46 |
| PS (X) | 0.53 | 0.40 | 0.35 | 0.31 | 0.27 |
| EV/EBITDA (X) | 9.96 | 7.98 | 6.42 | 5.15 | 3.98 |

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

| 职务 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|---------|-----|-------------|------------------------|
| 全国销售总监 | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com |
| 华北销售总监 | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com |
| 华北销售 | 孟超 | 13581759033 | mengchao@tpyzq.com |
| 华北销售 | 韦珂嘉 | 13701050353 | weikj@tpyzq.com |
| 华北销售 | 刘莹 | 15152283256 | liuyinga@tpyzq.com |
| 华北销售 | 董英杰 | 15232179795 | dongyj@tpyzq.com |
| 华东销售总监 | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com |
| 华东销售副总监 | 梁金萍 | 15999569845 | liangjp@tpyzq.com |
| 华东销售副总监 | 秦娟娟 | 18717767929 | qinjj@tpyzq.com |
| 华东销售总助 | 杨晶 | 18616086730 | yangjinga@tpyzq.com |
| 华东销售 | 王玉琪 | 17321189545 | wangyq@tpyzq.com |
| 华东销售 | 慈晓聪 | 18621268712 | cixc@tpyzq.com |
| 华东销售 | 郭瑜 | 18758280661 | guoyu@tpyzq.com |
| 华东销售 | 徐丽闵 | 17305260759 | xulm@tpyzq.com |
| 华南销售总监 | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.com |
| 华南销售副总监 | 查方龙 | 18565481133 | zhafll@tpyzq.com |
| 华南销售 | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com |
| 华南销售 | 张靖雯 | 18589058561 | zhangjingwen@tpyzq.com |
| 华南销售 | 何艺雯 | 13527560506 | heyw@tpyzq.com |

华南销售

李艳文

13728975701

liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610) 88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。