

9月销售量价齐升， 公司与行业拐点持续兑现

事件

10月11日，山鹰纸业发布2020年9月经营数据快报。公司2020年1-9月国内造纸/包装实现销量329.91万吨、10.4亿平方米，同比增长0.58%/8.92%；销售均价分别为3398.89元/吨、3.21元/平米，同比下滑1.58%/1.14%。其中，9月国内造纸/包装实现销量49.51万吨、1.50亿平方米，同比增长21.55%/22.83%；销售均价分别为3530.37元/吨、3.16元/平米，同比增长7.57%/1.64%。

我们的分析和判断

行业景气回升，H2吨利有望明显改善。上半年受新冠肺炎疫情影响，纸价明显回落，行业于二季度完成触底，7月份开始逐渐进入包装纸消费旺季，下游需求环比回暖明显，纸价温和上涨，近期纸价温和回落后企稳，预期未来随着旺季需求进一步释放，纸价有望继续走高，公司下半年吨纸利润将明显修复，业绩环比提升确定性高。

成本支撑+环保因素，瓦楞纸&箱板纸市场易涨难跌。9月份瓦楞纸均价为3647元/吨，较上月上调31元/吨，环比上涨0.86%，同比上涨12.60%。9月份箱板纸市场整体表现较为坚挺，其中规模纸企月内报盘上调100-150元/吨，尤其是高端牛卡纸供应较为紧俏。受年底废纸进口清零政策影响，成本面对纸价形成较强支撑，加之纸厂库存压力较小，叠加纸厂对10月中下旬接单情况仍存较好预期，所以纸厂拉涨心态较浓厚。同时，环保因素影响在四季度将表现较为明显，瓦楞纸&箱板纸市场易涨难跌。

定增落地加码产能，巩固市场优势地位。公司拟募集资金50亿元用于扩建产能及高端生产线：（1）在吉林建设年产100万吨制浆及年产100万吨工业包装纸项目（一期），建成后可年产瓦楞纸30万吨和浆板30万吨，在我国外废进口额度缩减、优质废纸短缺、小厂产能退出的背景下，吉林基地有助于公司提高市场份额，提升竞争力；（2）在杭州建设77万吨绿色环保高档包装纸升级改造项目，部署高档包装纸生产线，拓展高端市场，适应多元化消费需求。

互联网+包装，打造未来增长的第二条曲线。截至今年6月，公司包装产业互联网注册用户达2万余家，签约产线达39条，

山鹰纸业 (600567)

维持
买入
花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

SAC 执证编号: S1440515040002

SFC 中央编号: BJU617

罗乾生

luoqiansheng@csc.com.cn

010-85130305

SAC 执证编号: S1440519060003

发布日期: 2020年10月15日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-1.88/-3.77	-3.69/-1.53	-1.57/-12.64
12 月最高/最低价 (元)		3.94/2.8
总股本 (万股)		459,559.0
流通 A 股 (万股)		459,559.0
总市值 (亿元)		143.84
流通市值 (亿元)		143.84
近 3 月日均成交量 (万股)		6,165.71
主要股东		
福建泰盛实业有限公司		29.2%

股价表现



相关研究报告

20.05.06	【中信建投轻工制造】山鹰纸业 (600567):疫情下纸价致业绩暂下滑,看好产能投放与受益整合
20.02.05	【中信建投轻工制造】山鹰纸业 (600567):19Q4 包装纸主业发展向好,国内废纸周期驱动可期
19.12.27	【中信建投轻工制造】山鹰纸业 (600567):境外北欧纸业上市,国内废纸

覆盖产能 5.9 亿平米，已具一定规模。云印还与腾讯、东方精工签订了战略合作协议，整合各方优势资源共同构建生态平台。公司产业互联网平台以云印数字化为纽带，连接长三角地区，形成一个集造纸、纸板、纸箱、设备厂商及互联网企业的包装产业联盟。同时，大力推进包装+产业互联网，聚焦新形势下最有增长力的客户群体，采用“轻资产、平台化”的服务方式，提供一体化产业链解决方案，打造成未来增长的第二曲线。

投资建议：

公司 2020 的业绩驱动主要在于：湖北荆州公安县 100 万吨的增量产能，以及美国凤凰纸业的 30 万吨文化纸，毛利率则受益于废纸配额减少，带来的产业链涨价驱动；2021 年的业绩驱动主要在于：广东 100 万吨箱板纸项目及浙江 77 万吨高档包装纸项目亦有望于 2021-2022 年陆续投产，带动规模稳步扩张，贡献业绩增量。我们预计公司 2020-2021 年营业收入分别为 243.12、291.75 亿元，同比分别 4.61%、19.98%；归母净利润分别为 14.45、18.06 亿元，同比分别为 6.09%、25.01%；对应 P/E 为 9.95x、7.96 x，维持“买入”评级。

风险提示：

原材料价格波动，项目进度不达预期，纸价大幅波动，国内外疫情反复。

图表 1：山鹰纸业主要财务指标

	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1	2020E	2021E
营业收入（亿元）	97.87	121.35	174.70	243.67	232.41	98.26	243.12	291.75
同比（%）	26.53	23.99	43.96	39.48	-4.62	-57.72	4.61%	19.98
归母净利润（亿元）	2.09	3.53	20.15	32.04	13.62	5.01	14.45	18.06
同比（%）	90.00	68.90	470.82	59.01	-57.49	-63.22	6.09%	25.01%
综合毛利率（%）	18.35	16.36	23.01	23.05	19.06	17.10	--	--
销售费用率（%）	5.21	4.89	3.98	3.96	4.63	1.54	--	--
管理费用率（%）	4.57	4.09	3.56	5.94	6.95	7.56	--	--
财务费用率（%）	6.35	4.52	3.52	3.03	1.90	2.93	--	--
研发费用率（%）	--	--	--	0.02	0.02	0.02	--	--
期间费用率（%）	16.13	13.50	11.07	12.93	13.48	12.03	--	--
EPS	0.06	0.08	0.44	0.70	0.30	0.11	0.31	0.39
PE	68.49	46.67	9.80	4.45	12.69	13.53	9.95	7.96

资料来源：Wind 中信建投

图表 2：山鹰纸业分季度财务数据

单季	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3E	20Q4E	
营业总收入（亿元）	52.16	59.53	59.64	61.07	38.36	59.91	71.57	73.28	
同比（%）	-3.74	-8.90	-0.33	-5.00	-26.47	0.62	20.00	20.00	
归母净利润（亿元）	4.58	4.67	3.99	0.38	2.3	2.71	4.72	4.72	
同比（%）	-24.33	-57.56	-34.63	-95.77	-49.69	-42.50	18.30	1142.11	
扣非归母净利润（亿元）	3.45	4.61	2.74	1.79	2.71	2.07	3.60	5.04	
同比（%）	-29.54	-53.77	-39.49	-75.72	-21.38	-55.10	31.39	181.56	
累计	19Q1	19H1	19Q1-3	19A	20Q1	20H1	20Q1-Q3E	20E	21E
营业总收入（亿元）	52.16	111.7	171.34	232.41	38.36	98.27	169.84	243.12	291.75

同比 (%)	-3.74	-6.56	-4.48	-4.62	-26.47	-12.02	-0.88	4.61	19.98
归母净利润 (亿元)	4.58	9.25	13.25	13.62	2.3	5.01	9.73	14.45	18.06
同比 (%)	-24.33	-45.77	-42.83	-57.48	-49.69	-45.84	-26.57	6.09	25.01
扣非归母净利润 (亿元)	3.45	8.05	10.79	12.59	2.71	4.78	8.38	13.42	16.78
同比 (%)	-29.54	-45.79	-44.32	-52.97	-21.38	-40.62	-22.34	6.59	25.00

资料来源: Wind 中信建投

图表 3: 山鹰纸业分产品收入拆分表

	2016	2017	2018	2019	2020H1
营业总收入 (亿元)	121.35	174.7	243.67	232.41	98.26
箱板原纸 (亿元)					
营业收入 (亿元)	82.27	113.38	185.94	167.02	62.22
营业成本 (亿元)	66.80	83.42	136.50	129.84	51.38
毛利率 (%)	18.80	26.42	26.59	22.26	17.41
占营业收入比 (%)	67.79	64.90	76.31	71.87	63.32
纸制品 (亿元)					
营业收入 (亿元)	26.89	36.49	43.69	43.93	20.03
营业成本 (亿元)	23.63	30.94	37.92	38.17	18.09
毛利率 (%)	12.13	15.21	13.22	13.12	9.65
占营业收入比 (%)	22.16	20.89	17.93	18.90	20.38
废纸 (亿元)					
营业收入 (亿元)	4.87	8.33	10.54	14.25	--
营业成本 (亿元)	4.82	7.90	10.20	13.53	--
毛利率 (%)	1.19	5.20	3.19	5.06	--
占营业收入比 (%)	4.02	4.77	4.33	6.13	--
新闻纸 (亿元)					
营业收入 (亿元)	5.22	8.52	--	--	--
营业成本 (亿元)	4.50	6.83	--	--	--
毛利率 (%)	13.65	19.90	--	--	--
占营业收入比 (%)	4.30	4.88	--	--	--
北欧纸业 (亿元)					
营业收入 (亿元)	--	--	--	--	11.71
营业成本 (亿元)	--	--	--	--	8.61
毛利率 (%)	--	--	--	--	26.46
占营业收入比 (%)	--	--	--	--	11.92
其他 (亿元)					
营业收入 (亿元)	2.09	7.97	3.50	7.20	4.31
营业成本 (亿元)	1.74	5.41	2.88	6.56	3.37
毛利率 (%)	16.75	32.12	17.71	8.89	21.81
占营业收入比 (%)	1.72	4.56	1.44	3.10	4.39

资料来源: Wind 中信建投

图表 4: 箱板纸、废纸价格及其价差



资料来源: 卓创资讯 中信建投

图表 5: 瓦楞纸、废纸价格及其价差



资料来源: 卓创资讯 中信建投

分析师介绍

花小伟：中信建投证券研究发展部大消费组长，轻工&家电首席，执行总经理，统计学硕士。2015 年，获新财富轻工消费最佳分析师第 5 名；2016 年，获新财富第 4 名，水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年，获新财富第 3 名，水晶球第 2 名；2018 年，获新财富第 3 名，获水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名；2019 年，获《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，新财富入围。

罗乾生：轻工消费分析师，中国人民大学管理学学士、硕士，2016 年加入中信建投。2018 年《新财富》轻工制造行业第三名、《水晶球》最佳分析师造纸印刷行业第二名、Wind 金牌分析师轻工制造行业第一名团队成员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
电话:(8610) 8513-0588
联系人:杨洁
邮箱: yangjie@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路528号上海证券大厦北塔22楼2201室
电话:(8621) 6882-1612
联系人:翁起帆
邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
电话:(86755) 8252-1369
联系人:陈培楷
邮箱: chenpeikai@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场2期18楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱: charleneliu@csci.hk