

山鹰纸业(600567)

点评报告

行业公司研究——造纸行业

证券研究报告

2018年业绩继续高增长，发布回购预案，维持买入评级
——年报点评

✍️：姜浩 执业证书编号：S1230518070004
☎️：
✉️：jianghao01@stocke.com.cn

□ 2018年营收同比增39.5%，归母净利润同比增59%

公司发布2018年报，2018年实现营收243.6亿，同比增39.5%；分产品看，造纸业务实现营收186亿，同比增长47.8%；包装业务实现营收43.7亿，同比增长19.7%。2018年公司通过并购福建联盛以及包装企业，使得营收继续保持快速增长。2018年实现归母净利润32亿，同比增长59%，折合EPS为0.7元。2018年公司经营性净现金流为32.48亿，是上市以来的新高。2019年不考虑并购因素，山鹰纸业的产能新增主要来自湖北基地的127万吨产能，以及2018年收购的凤凰纸业的木浆产能。

□ 2018年毛利率同比略升，期间费用率上升1.8个百分点

2018年公司的毛利率为23.1%，较2018年提升0.1个百分点；分产品看，造纸业务毛利率同比增加0.3个百分点至26.6%；包装业务毛利率同比降低2个百分点至19.7%。从国内箱板瓦楞纸、国废和美废的价格走势来看，2018年下半年箱板瓦楞纸的盈利能力较2017年同期显著下滑，但公司2018年下半年毛利率较2017年同期相比，仅下滑0.9个百分点，我们认为山鹰盈利能力在行业景气下滑的背景下，能够保持稳定，应该是2018年福建联盛在被收购之后，经过山鹰纸业更加精细化的管理，其盈利情况得到显著提升，另一方面，山鹰在上游资源掌控能力增强，从而可以在全球范围获取更加廉价的废纸资源所致。龙头企业的产业价值在2018年得到更加淋漓尽致的体现。

□ 份额集中、全球化两大趋势之下，龙头企业依然拥有巨大的成长空间

根据国内造纸协会公布的数据，目前国内箱板瓦楞纸行业40万吨产能以下的造纸企业合计仍然占据了行业30%的份额，如果以100万吨产能作为分界线，则在此标准之下的造纸企业合计占据行业45%的份额，而国内前三大龙头玖龙、理文和山鹰纸业合计市占率在50%-60%之间，山鹰纸业在国内的市占率仅9%。因此未来通过行业内部优胜劣汰以及并购整合，在假设国内箱板瓦楞纸行业零增长的条件下，龙头企业仍有一倍的空间可以成长。

如果从全球的视角看，玖龙、理文和山鹰都已经开始了全球化战略，全球化战略的主线分为两条：其一是获取木浆、废纸资源；其二是并购国内没有技术能力生产的高端造纸产能，比如山鹰此前并购的北欧造纸。

因此从国内和全球两个视角来看，我们认为以山鹰纸业为代表的龙头企业未来仍有巨大的成长空间。

□ 大股东增持+回购+估值便宜，维持买入评级

公司在发布年报的同时，发布回购股票的预案，在12个月之内，以不超过5.58元/股的价格，回购3.75亿-7.5亿资金；与此同时2018年6月，公司控股股东发布公告，增持2-10亿元公司股票，2018年12月，控股股东已经累计增持2.05亿元，增持均价为3.21元/股。

我们预计2019年公司的净利润为33.5亿，当前市值185亿，对应2019年PE为5.5倍，公司的估值水平处于历史底部，维持买入评级。

评级

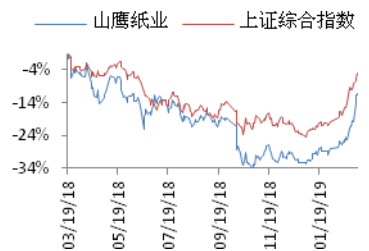
买入

上次评级	买入
当前价格	¥4.08

单季度业绩

元/股

4Q/2018	0.25
3Q/2018	0.13
2Q/2018	0.24
1Q/2018	0.13



公司简介

相关报告

1《三季度经营稳健，现金流充沛，四季度盈利有望改善，买入评级》
2018.10.23

报告撰写人：姜浩
数据支持人：姜浩

财务摘要

(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	24366.54	28548.64	33650.78	39722.29
(+/-)	39.48%	17.16%	17.87%	18.04%
净利润	3203.86	3351.35	4025.64	4800.78
(+/-)	59.04%	4.60%	20.12%	19.26%
每股收益(元)	0.70	0.73	0.88	1.05
P/E	5.80	5.54	4.61	3.87

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	12033.65	14196.21	17600.34	21786.43
现金	3521.91	3917.76	6034.82	8700.47
交易性金融资产	6.50	24.38	12.25	14.37
应收账款	3436.12	4998.82	5497.59	6252.76
其它应收款	354.52	298.85	393.72	486.17
预付账款	113.13	179.30	195.71	219.60
存货	2475.45	3439.55	3953.54	4454.29
其他	2126.02	1337.55	1512.71	1658.76
非流动资产	23872.72	22684.96	25311.64	27290.52
金额资产类	199.36	131.37	161.96	164.23
长期投资	1045.84	627.61	804.34	825.93
固定资产	12835.73	13825.38	15160.30	16545.02
无形资产	1413.26	1518.47	1676.59	1825.09
在建工程	3566.62	3695.82	3777.26	4116.69
其他	4811.90	2886.31	3731.19	3813.55
资产总计	35906.37	36881.17	42911.98	49076.94
流动负债	15113.99	13548.96	15098.64	16031.98
短期借款	9194.29	6539.59	6924.28	7552.72
应付款项	2750.24	3308.74	3918.53	4527.85
预收账款	91.28	156.26	164.24	186.70
其他	3078.17	3544.36	4091.59	3764.71
非流动负债	7256.91	6213.40	6436.89	6635.73
长期借款	3645.41	3645.41	3645.41	3645.41
其他	3611.50	2567.99	2791.48	2990.32
负债合计	22370.90	19762.36	21535.53	22667.72
少数股东权益	354.09	586.09	818.09	1050.09
归属母公司股东权	13181.37	16532.72	20558.36	25359.14
负债和股东权益	35906.37	36881.17	42911.98	49076.94
现金流量表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	3248.00	4723.74	5864.88	5888.33
净利润	3436.70	3583.35	4257.64	5032.78
折旧摊销	858.73	903.77	1031.80	1177.74
财务费用	738.25	780.00	820.00	860.00
投资损失	7.59	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-3186.26	541.04	248.01	-810.17
其它	1393.00	-1084.42	-492.56	-372.01
投资活动现金流	-3826.88	349.16	-3494.27	-3284.07
资本支出	-4177.60	-1978.88	-2400.90	-2852.46
长期投资	-343.74	520.21	-232.22	-18.59
其他	694.46	1807.83	-861.14	-413.02
筹资活动现金流	866.72	-4677.05	-253.55	61.38
短期借款	4155.35	-2654.70	384.68	628.44
长期借款	1685.85	0.00	0.00	0.00
其他	-4974.48	-2022.35	-638.23	-567.06
现金净增加额	287.83	395.85	2117.07	2665.65

利润表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	24366.54	28548.64	33650.78	39722.29
营业成本	18749.28	21897.17	25662.43	30153.24
营业税金及附加	258.29	302.62	356.70	421.06
营业费用	965.13	1141.95	1346.03	1588.89
管理费用	856.84	970.65	1127.30	1310.84
财务费用	591.41	599.52	673.02	754.72
资产减值损失	738.25	780.00	820.00	860.00
其他经营收益	-94.63	40.00	50.00	60.00
投资净收益	0.03	0.00	0.00	0.00
营业利润	-7.59	0.00	0.00	0.00
营业外收入	1044.83	700.49	700.49	700.49
营业外支出	3339.24	3517.22	4315.80	5274.03
利润总额	577.14	578.03	578.03	578.03
所得税	3916.37	4095.25	4893.83	5852.07
净利润	479.67	511.91	636.20	819.29
少数股东损益	3436.70	3583.35	4257.64	5032.78
归属母公司净利润	232.84	232.00	232.00	232.00
EBITDA	3203.86	3351.35	4025.64	4800.78
EPS (元)	5400.71	5765.52	6600.10	7698.13
主要财务比率				
	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	39.48%	17.16%	17.87%	18.04%
营业利润	45.73%	5.33%	22.70%	22.20%
归属母公司净利润	59.04%	4.60%	20.12%	19.26%
获利能力				
毛利率	23.05%	23.30%	23.74%	24.09%
净利率	14.10%	12.55%	12.65%	12.67%
ROE	26.72%	21.87%	20.91%	20.09%
ROIC	14.50%	15.36%	15.06%	14.87%
偿债能力				
资产负债率	62.30%	53.58%	50.19%	46.19%
净负债比率	63.47%	56.06%	53.43%	54.09%
流动比率	0.80	1.05	1.17	1.36
速动比率	0.63	0.79	0.90	1.08
营运能力				
总资产周转率	0.78	0.78	0.84	0.86
应收帐款周转率	9.46	8.77	8.70	8.76
应付帐款周转率	8.01	7.59	7.35	7.45
每股指标(元)				
每股收益	0.70	0.73	0.88	1.05
每股经营现金	0.99	1.44	1.79	1.80
每股净资产	4.03	5.05	6.28	7.74
估值比率				
P/E	5.80	5.54	4.61	3.87
P/B	1.01	0.80	0.65	0.52
EV/EBITDA	4.70	3.65	2.98	2.33

资料来源：港澳资讯、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>