

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 3.25
合理价格区间(元): 3.41~3.58

陈羽锋 执业证书编号: S0570513090004
研究员 025-83387511
chenyufeng@htsc.com

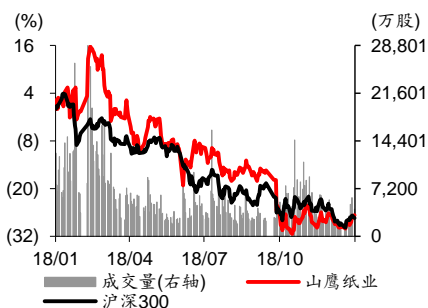
倪娇娇 执业证书编号: S0570517110005
研究员 nijiaojiao@htsc.com

周鑫
联系人 zhou.xin@htsc.com

相关研究

- 1《山鹰纸业(600567,增持):旺季需求不及预期, Q3 盈利增速放缓》2018.10
- 2《山鹰纸业(600567,增持):17 年业绩兑现, 跨入稳健增长期》2018.03
- 3《山鹰纸业(600567,增持):盈利延续高增长, 上调盈利预测》2017.10

一年内股价走势图



资料来源: Wind

并表增厚利润, 业绩实现高增长

山鹰纸业(600567)

核心观点

山鹰纸业发布业绩预告, 预计 2018 年公司实现归母净利润 33.8 亿元, 同比增长 68%; 对应 Q4 单季度实现归母净利润 10.6 亿元, 同比增长 82%, 超出我们此前预期。公司预计扣非后归母净利润 27.6 亿元, 同比增长 38%, 对应 Q4 单季度扣非后归母净利润 8.21 亿元, 同比增长 38%。公司系废纸系龙头, 我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.74、0.75、0.82 元, 维持“增持”评级。

公司发布业绩预告, 预计 2018 年归母净利润同比增长 68%

据公司公告, 2018 年度公司归母净利润预计为 33.8 亿元, 同比增长 68%, 对应 Q4 单季度归母净利润约 10.6 亿元, 同比增长 82%。2018 年公司业绩增长一方面受益于公司不断加强全国范围内废纸回收渠道的拓展、优化工艺与原料配比带来的成本领先优势, 另一方面源自北欧纸业、联盛纸业并表所带来的营收规模增长, 公司预计 2018 年北欧纸业与联盛纸业贡献净利润约 6.3 亿元。

收购凤凰纸业预计带来 3.6 亿元营业外收入

公司预计 2018 年非经常性损益约 6.1 亿元, 较 2017 年有较大幅度增长; 其中, 公司 2018 年 9 月完成对 Verso Wickliffe LLC (后更名为“凤凰纸业”) 100% 股权收购, 由于收购对价低于其可辨认净资产的公允价值, 预计带来营业外收入约 3.6 亿元; 政府补助约 1 亿元。公司预计扣非后归母净利润 27.6 亿元, 同比增长 38%, 对应 Q4 单季度扣非后归母净利润 8.21 亿元, 同比增长 38%。

成功发行可转债, 包装纸产能持续扩张

2018 年 11 月公司成功发行可转债, 募集资金 23 亿元用于公安县杨家厂镇工业园热电联产项目、年产 220 万吨高档包装纸项目(三期), 项目建成后将形成 49 万吨箱板纸产能, 进一步巩固公司在包装纸领域龙头地位, 同时热电联产项目也将为公司 220 万吨包装纸板生产基地用热、用电提供保障, 大幅降低公司热蒸汽和电力使用成本。

废纸系龙头, 维持“增持”评级

公司作为废纸系龙头, 在产能、成本等方面优势突出。公司收购凤凰纸业带来约 3.6 亿元营业外收入, 使得业绩整体表现超出我们此前预期。综合公司业绩预告情况, 我们上调盈利预测, 预计公司 2018~2020 年收入分别为 246.9、291.2、319.3 亿元, 归母净利润分别为 33.8、34.1、37.3 亿元, 对应 EPS 为 0.74、0.75、0.82 元(前值 0.63、0.72、0.79 元)。参照可比公司 2019 年平均 0.7 倍 PB 估值水平, 考虑到公司 ROE 显著高于可比公司, 我们给予山鹰纸业 2019 年 1.00~1.05 倍目标 PB, 目标价调整为 3.41~3.58 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 原材料成本超预期上涨, 纸价超预期下跌。

公司基本资料

总股本(百万股)	4,571
流通 A 股(百万股)	4,571
52 周内股价区间(元)	3.04-5.30
总市值(百万元)	14,855
总资产(百万元)	33,524
每股净资产(元)	2.64

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	12,135	17,470	24,691	29,120	31,934
+/-%	23.99	43.96	41.34	17.94	9.66
归属母公司净利润(百万元)	352.80	2,015	3,378	3,405	3,730
+/-%	68.76	471.00	67.67	0.81	9.53
EPS(元, 最新摊薄)	0.08	0.44	0.74	0.75	0.82
PE(倍)	42.10	7.37	4.40	4.36	3.98

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

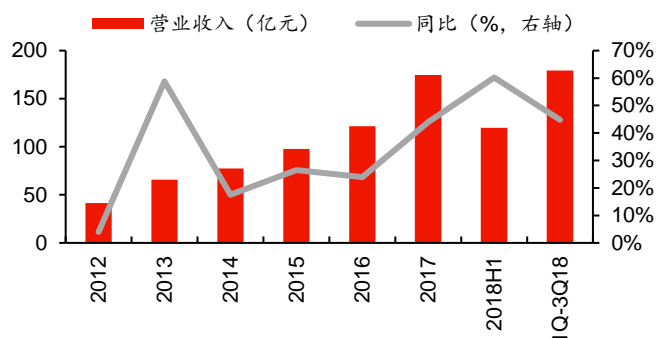
图表1: 可比公司估值对比 (截至2019年1月14日)

证券代码	公司简称	当前股价 (元)	当前市值 (亿元)	2018年ROE 预期值	净利润 (亿元)			PB (X)		
					2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
600308.SH	华泰股份	4.56	53.24	11%	8.41	9.40	10.27	0.67	0.61	0.55
002078.SZ	太阳纸业	5.90	152.96	20%	24.66	28.95	32.57	1.21	1.00	0.83
000488.SZ	晨鸣纸业	5.84	144.31	14%	39.84	45.17	50.13	0.55	0.49	0.43
平均值								0.81	0.70	0.60
600567.SH	山鹰纸业	3.25	148.55	29%	33.78	34.05	37.30	1.13	0.95	0.81

注: 可比公司 ROE 及盈利预测参考 Wind 一致预期, 山鹰纸业为华泰轻工预测值

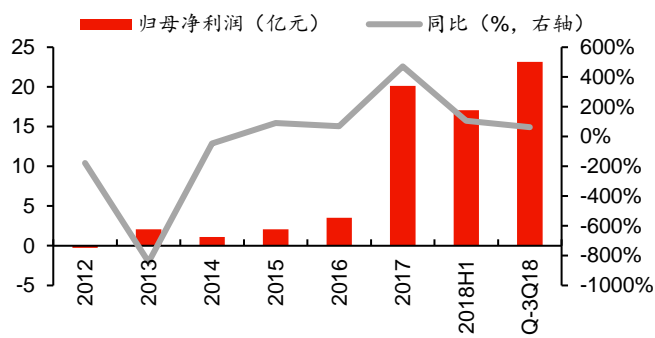
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 山鹰纸业 2012 年以来营业收入及增速



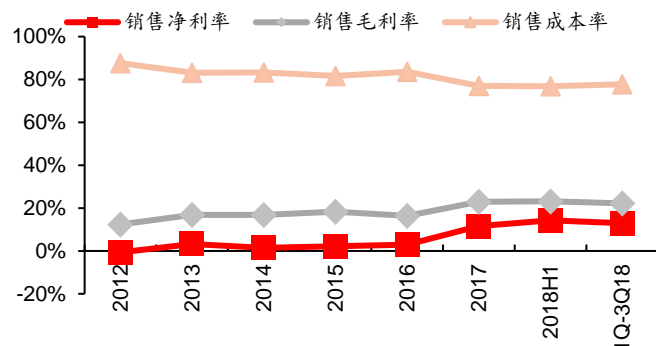
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表3: 山鹰纸业 2012 年以来归母净利润及增速



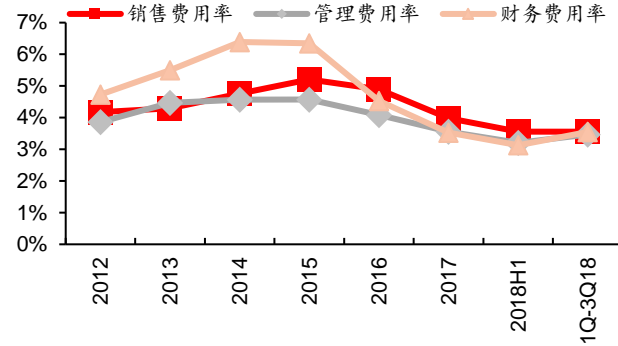
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表4: 山鹰纸业 2012 年以来销售净利率、毛利率、成本率情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

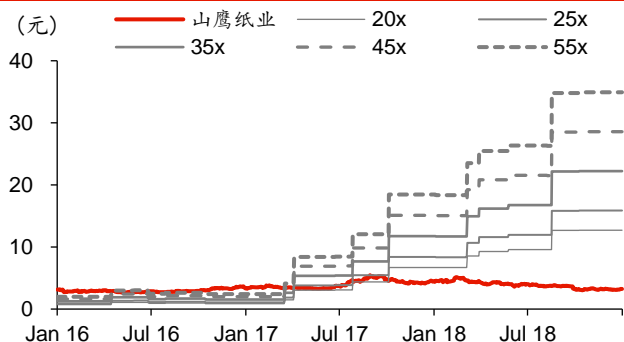
图表5: 山鹰纸业 2012 年以来各项费用率情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

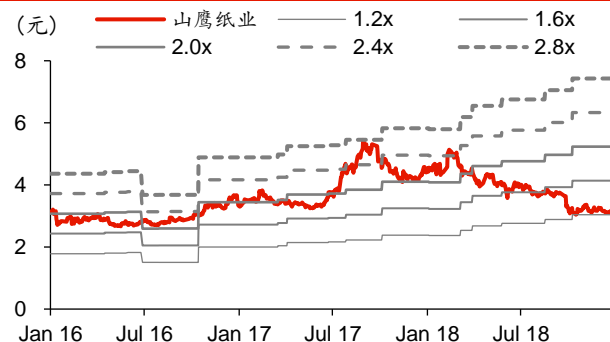
PE/PB - Bands

图表6: 山鹰纸业历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表7: 山鹰纸业历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	7,461	9,455	16,544	20,844	23,238
现金	2,197	2,465	7,122	9,876	11,294
应收账款	1,545	2,224	3,143	3,707	4,065
其他应收账款	82.18	118.31	167.21	197.21	216.27
预付账款	100.21	132.79	182.25	215.69	236.53
存货	1,686	2,234	3,067	3,629	3,980
其他流动资产	1,850	2,280	2,862	3,219	3,445
非流动资产	12,588	13,138	14,363	15,956	17,327
长期投资	97.43	27.43	27.43	27.43	27.43
固定投资	9,636	8,844	8,076	7,339	6,630
无形资产	959.39	943.21	927.36	911.83	894.09
其他非流动资产	1,895	3,323	5,332	7,678	9,776
资产总计	20,049	22,593	30,906	36,800	40,565
流动负债	8,906	9,493	14,724	17,546	19,419
短期借款	8,886	8,735	12,346	14,560	15,967
应付账款	1,484	1,966	2,699	3,194	3,503
其他流动负债	(1,463)	(1,208)	(320.87)	(208.89)	(50.90)
非流动负债	2,715	2,633	2,937	3,613	2,792
长期借款	817.70	735.18	1,039	1,716	894.16
其他非流动负债	1,898	1,898	1,898	1,898	1,898
负债合计	11,622	12,126	17,660	21,159	22,211
少数股东权益	50.80	56.52	66.09	75.75	86.33
股本	3,241	3,260	3,260	3,260	3,260
资本公积	4,289	4,289	4,289	4,289	4,289
留存公积	679.45	2,717	5,487	7,873	10,575
归属母公司股东权益	8,377	10,410	13,180	15,566	18,268
负债和股东权益	20,049	22,593	30,906	36,800	40,565

现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	942.93	2,349	4,027	4,030	4,841
净利润	352.80	2,015	3,378	3,405	3,730
折旧摊销	849.48	852.46	855.11	859.61	866.19
财务费用	549.06	615.69	870.20	1,026	1,125
投资损失	4.19	29.42	29.42	29.42	29.42
营运资金变动	(842.27)	(988.11)	(812.13)	(939.58)	(508.83)
其他经营现金	29.66	(175.19)	(293.62)	(350.78)	(401.53)
投资活动现金	(1,167)	(1,432)	(2,110)	(2,482)	(2,267)
资本支出	1,021	1,470	2,078	2,451	2,235
长期投资	158.50	(70.00)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(12.92)	31.43	31.43	31.43	31.43
筹资活动现金	1,167	(648.95)	2,740	1,206	(1,156)
短期借款	2,448	(150.70)	3,611	2,215	1,407
长期借款	(185.40)	(82.52)	303.91	676.59	(821.51)
普通股增加	784.31	19.06	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1,191	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(3,071)	(434.79)	(1,175)	(1,685)	(1,741)
现金净增加额	943.31	268.05	4,657	2,754	1,418

利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	12,135	17,470	24,691	29,120	31,934
营业成本	10,150	13,449	18,459	21,846	23,957
营业税金及附加	107.02	170.74	241.33	284.62	312.12
营业费用	593.55	695.90	983.57	1,160	1,272
管理费用	496.07	622.03	871.76	1,028	1,127
财务费用	549.06	615.69	870.20	1,026	1,125
资产减值损失	37.03	39.91	56.40	66.52	72.95
公允价值变动收益	(5.22)	0.63	0.63	0.63	0.63
投资净收益	(4.19)	416.08	416.08	570.58	620.58
营业利润	203.20	2,291	3,624	4,279	4,687
营业外收入	269.28	13.01	625.00	20.00	20.00
营业外支出	22.82	74.29	15.00	30.00	31.50
利润总额	449.67	2,230	4,234	4,269	4,676
所得税	90.78	209.93	846.84	853.73	935.11
净利润	358.89	2,020	3,387	3,415	3,740
少数股东损益	6.09	5.71	9.58	9.66	10.58
归属母公司净利润	352.80	2,015	3,378	3,405	3,730
EBITDA	1,633	3,379	4,985	5,656	6,127
EPS (元, 基本)	0.08	0.44	0.74	0.75	0.82

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	23.99	43.96	41.34	17.94	9.66
营业利润	64.07	1,028	58.16	18.06	9.55
归属母公司净利润	68.76	471.00	67.67	0.81	9.53
获利能力 (%)					
毛利率	16.36	23.01	25.24	24.98	24.98
净利率	2.91	11.53	13.68	11.69	11.68
ROE	4.87	21.45	28.64	23.69	22.05
ROIC	5.07	13.90	17.79	19.00	18.84
偿债能力					
资产负债率 (%)	57.97	53.67	57.14	57.50	54.75
净负债比率 (%)	90.10	84.43	80.14	80.55	79.37
流动比率	0.64	0.84	1.00	1.12	1.19
速动比率	0.65	0.76	0.92	0.98	0.99
营运能力					
总资产周转率	0.63	0.82	0.92	0.86	0.83
应收账款周转率	8.11	9.27	9.20	8.50	8.22
应付账款周转率	6.99	7.80	7.91	7.41	7.15
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.08	0.44	0.74	0.75	0.82
每股经营现金流(最新摊薄)	0.21	0.51	0.88	0.88	1.06
每股净资产(最新摊薄)	1.83	2.28	2.88	3.41	4.00
估值比率					
PE (倍)	42.10	7.37	4.40	4.36	3.98
PB (倍)	1.77	1.43	1.13	0.95	0.81
EV_EBITDA (倍)	9.68	9.10	4.40	2.98	2.63

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com