

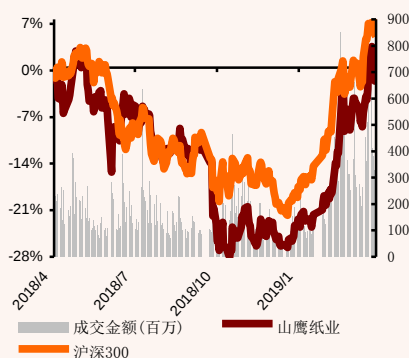
方正证券研究所证券研究报告

首席分析师：徐林锋
执业证书编号：S1220517080003
TEL：010-68584845
E-mail: xulinfeng@foundersec.com

联系人：朱悦

TEL：
E-mail: zhuyue0@foundersec.com

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《业绩靓丽，新产能&海外布局助力发展》
2019.03.19
《三季报略承压，看好公司长期竞争地位》
2018.10.22
《中报靓丽，高外废配额增强业绩确定性》
2018.08.30

请务必阅读最后特别声明与免责条款

山鹰纸业(600567)

公司研究

轻工制造行业

公司财报点评

2019.04.14/强烈推荐(维持)

【事件】

山鹰纸业发布 2019 一季报，实现收入 52.16 亿元，同比下滑 3.74%，归母净利润 4.58 亿元，同比下滑 24.33%，营业利润 5.4 亿元，同比下滑 24.49%。

【点评】

行业仍然处于下行周期，存在盈利压力。箱板瓦楞纸行业 2019 年仍然面临诸多挑战，包括进口废纸量的进一步控制，诸多大厂扩产能，2019 年新增产能约有 1000 万吨。在此背景下，山鹰的季报较为优秀。一季度的箱板纸销售价格同比下滑约 300 元/吨，且山鹰销量 102.09 万吨，同比下滑 4.34%，公司通过结构调整一定程度对冲了行业影响。由于外废进口趋严，国废价格仅下滑 90 元/吨，考虑出浆率为 1.15，盈利能力必然承受压力。公司毛利率为 19.78%，同比环比皆出现较大下滑，净利率 8.63%，同比环比亦是下滑。费用管理方面，公司持续优化债务结构，财务费用同比下滑，货币资金较年初增加 15.8 亿元。

大厂陆续海外布局原材料，逐步建立更高等级的竞争门槛。中国洋垃圾限制进口政策影响到国内废纸原材料的供给，国内纤维维度差的废纸价格已经是高质量美废的 7-8 倍，大厂纷纷去海外布局原材料的采购分拣，从而满足自身生产需求，在此同时，更高等级的竞争门槛搭建起来，龙头企业的优势将持续扩大。

盈利预测与投资建议。公司海外布局保证了原材料，但是在初期盈利会形成一定的压力，预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.74/0.82/1.01 元，同比增速为 5.2%/11.5%/23%，维持“强烈推荐”评级。

风险提示。外废进口政策变动；产能投放过多导致的价格波动。

盈利预测：

单位/百万	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	24366.54	26257.00	31661.00	37358.00
(+/-) (%)	39.48	7.76	20.58	17.99
净利润	3203.86	3370.18	3757.44	4627.06
(+/-) (%)	471.00	5.19	11.49	23.14
EPS (元)	0.70	0.74	0.82	1.01
P/E	5.97	5.67	5.09	4.13

数据来源：wind 方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	12033.65	17004.64	20626.34	25105.56	营业总收入	24366.54	26257.00	31661.00	37358.00
现金	3521.91	7346.08	9492.01	12311.02	营业成本	18749.28	19824.04	23872.39	28167.93
应收账款	2944.90	2900.73	3479.45	4116.32	营业税金及附加	258.29	255.51	317.72	378.14
其它应收款	354.52	240.03	317.10	357.83	营业费用	965.13	840.22	1044.81	1232.81
预付账款	113.13	145.62	159.70	197.67	管理费用	1448.25	1312.85	1709.69	2017.33
存货	2475.45	2748.73	3183.93	3831.25	财务费用	738.25	604.57	727.41	607.92
其他	2623.74	3623.45	3994.16	4291.46	资产减值损失	53.60	72.89	68.86	71.55
非流动资产	23872.72	23433.54	25000.77	26933.19	公允价值变动收益	0.03	-0.80	-2.00	1.00
长期投资	2210.49	2210.49	2210.49	2210.49	投资净收益	-7.59	12.00	15.00	17.00
固定资产	16402.35	17488.95	18901.42	20687.54	营业利润	3339.24	3358.12	3933.11	4900.31
无形资产	4796.26	3270.49	3425.24	3571.55	营业外收入	599.10	52.73	55.45	54.08
其他	463.61	463.61	463.61	463.61	营业外支出	21.97	5.26	4.65	4.96
资产总计	35906.37	40438.18	45627.12	52038.75	利润总额	3916.37	3935.26	4510.25	5477.45
流动负债	15113.99	15209.71	15408.84	16955.68	所得税	479.67	426.21	520.45	612.65
短期借款	9194.29	9166.89	8572.01	9184.27	净利润	3436.70	3509.05	3989.80	4864.80
应付账款	2558.15	2565.46	3034.20	3612.72	少数股东损益	232.84	138.87	232.37	237.74
其他	3361.54	3477.36	3802.63	4158.69	归属母公司净利润	3203.86	3370.18	3757.44	4627.06
非流动负债	7256.91	8256.91	9256.91	9256.91	EBITDA	3804.31	4925.24	5727.75	6657.38
长期借款	3645.41	4645.41	5645.41	5645.41	EPS (元)	0.70	0.74	0.82	1.01
其他	3611.50	3611.50	3611.50	3611.50					
负债合计	22370.90	23466.63	24665.76	26212.59	主要财务比率	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	354.09	492.96	725.33	963.07	成长能力				
股本	3274.35		3274.35	3274.35	营业收入	0.39	0.08	0.21	0.18
资本公积	4370.04	4370.04	4370.04	4370.04	营业利润	0.46	0.01	0.17	0.25
留存收益	5320.04	8690.22	12447.66	17074.72	归属母公司净利润	0.59	0.05	0.11	0.23
归属母公司股东权益	13181.37	16478.59	20236.03	24863.09	获利能力				
负债和股东权益	35906.37	40438.18	45627.12	52038.75	毛利率	0.23	0.25	0.25	0.25
					净利率	0.13	0.13	0.12	0.12
现金流量表	2018	2019E	2020E	2021E	ROE	0.24	0.20	0.19	0.19
经营活动现金流	3248.00	3443.68	4611.53	5442.93	ROIC	0.10	0.14	0.15	0.16
净利润	3436.70	3509.05	3989.80	4864.80	偿债能力				
折旧摊销	858.73	900.86	1011.37	1095.60	资产负债率	0.62	0.58	0.54	0.50
财务费用	819.38	657.40	830.26	750.30	净负债比率	1.30	1.10	0.92	0.77
投资损失	7.59	-12.00	-15.00	-17.00	流动比率	0.80	1.12	1.34	1.48
营运资金变动	-1837.76	-1108.18	-698.61	-744.18	速动比率	0.63	0.94	1.13	1.25
其他	-36.64	-503.45	-506.28	-506.59	营运能力				
投资活动现金流	-3826.88	65.30	-2040.46	-2485.88	总资产周转率	0.78	0.69	0.74	0.77
资本支出	-1678.25	54.10	-2053.46	-2503.88	应收账款周转率	9.46	9.12	10.22	10.13
长期投资	-2081.28	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	10.41	10.25	11.31	11.24
其他	-67.35	11.20	13.00	18.00	每股指标(元)				
筹资活动现金流	866.72	315.19	-425.15	-138.05	每股收益	0.70	0.74	0.82	1.01
短期借款	0.00	-27.40	-594.89	612.26	每股经营现金	0.71	0.75	1.01	1.19
长期借款	0.00	1000.00	1000.00	0.00	每股净资产	2.88	3.59	4.41	5.42
普通股增加	128.29	0.00	0.00	0.00	估值比率				
资本公积增加	0.00	-226.94	-229.40	-228.17	P/E	5.97	5.67	5.09	4.13
其他	738.42	-430.47	-600.86	-522.13	P/B	1.45	1.16	0.94	0.77
现金净增加额	287.83	3824.17	2145.93	2819.01	EV/EBITDA	7.18	4.97	3.97	3.08

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com