

控股云印公司，产业链一体化优势明显

买入（维持）

2019年05月07日

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	24,367	27,973	30,798	34,172
同比（%）	39.5%	14.8%	10.1%	11.0%
归母净利润（百万元）	3,204	2,998	3,347	3,564
同比（%）	59.0%	-6.4%	11.6%	6.5%
每股收益（元/股）	0.70	0.65	0.73	0.78
P/E（倍）	4.82	5.15	4.62	4.33

投资要点

- **山鹰国际收购控股公司股权并对其增资。**公司全资子公司山鹰资本拟受让公司控股子公司鹰隼一期持有的云印公司 19.99% 股权和程一军、蔡超凡持有的云印公司 38.01% 股权，上述股权转让完成后，山鹰资本将持有云印公司 58.00% 股权，云印公司将成为公司的间接控股子公司，纳入公司合并报表范围。此外，股权转让完成工商变更登记手续后，以云印公司投前总估值 2 亿元确定，山鹰资本拟出资人民币 7436.77 万元向云印公司增资。
- **业务模式基本确定，云印公司具备快速扩展基础。**云印公司为印刷行业服务型科技创新企业，旗下现有宁波云印微供电子商务有限公司、深圳市云印电子商务有限公司和深圳市云印商业保理有限公司三家全资子公司，同时拥有云印电子商务平台和云印微供交易服务平台两大业务平台，分别面向大中小企业提供印刷设计一体化服务、面向纸行业参与企业从业者提供在线交易服务及配套增值服务的智能服务平台。目前公司主要服务于包装印刷等下游企业，经营期间业务扩张迅速，活跃用户数量及网站成交金额（GMV）均大幅增长。2018 年，云印公司总资产 1054.91 万元，净资产-715.51 万元，营收 3323.25 万元，净利润-1261.66 万元。截至 2019 年 3 月 31 日，云印公司总资产 1712.64 万元，净资产-1181.82 万元，19Q1 营收 1661.11 万元，净利润-473.31 万元。
- **产业链、技术优势结合，协同效应逐步显现。**2017 年 10 月，公司参股云印公司，2018 年 3 月，云印公司与山鹰共同推出微供平台，专注于服务印包企业，业务发展迅速。云印的运营模式得以验证，公司决定进一步收购云印公司股权并进行增资，在此基础上进一步提升产业协同效应。本次收购暨增资完成后，公司将借助云印公司技术优势，提升包装行业收入水平，云印公司也将借助公司产业链优势，以中小包装客户需求切入，全面提升产业链效率。与此同时，云印平台将通过 SAAS 系统、包装专业技术服务、订单整合采购服务、供应链金融技术服务等方式帮助相关包装企业，为客户创造价值。
- **搭建产业互联网平台，造纸包装一体化发展。**公司作为废纸系龙头纸企，现有产能约 500 万吨，预计 2019 年 9 月将投产新建产能 120 万吨包装纸项目，公司产能持续扩张，进一步夯实纸企龙头地位。此外，公司产业链不断向下游延伸，并通过产业互联网开展行业垂直整合，培育智能包装、互联网驱动的服务能力，目前公司在华东区域开始试点开展包装业务的产业互联网转型，本次收购云印公司，将致力于通过各产业生态构建及商业模式创新，持续促进造纸包装一体化发展。截至目前，公司已有 24 家包装印刷企业，年产超过 12 亿平方米，为公司由造纸公司打造成包装公司奠定基础。

证券分析师 史凡可

执业证号：S0600517070002
021-60199793

shifk@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	3.37
一年最低/最高价	2.97/4.42
市净率(倍)	1.16
流通 A 股市值(百万元)	15450.05

基础数据

每股净资产(元)	2.90
资产负债率(%)	64.30
总股本(百万股)	4584.58
流通 A 股(百万股)	4584.58

相关研究

- 1、《山鹰纸业 (600567)：业绩表现符合预期，关注产业链一体化优势》2019-04-14
- 2、《山鹰纸业 (600567)：吨盈利持续高位，外延巩固长期竞争力》2019-03-19
- 3、《山鹰纸业 (600567)：业绩表现略超预期，低估优质长线布局》2019-01-15

■ **盈利预测与投资评级：**预计 19-21 年公司营收 279.73/307.98/341.72 亿（同比+14.8%/+10.1%/+11.0%），归母净利润 29.98/33.47/35.64 亿（同比-6.4%/+11.6%/+6.5%），对应 PE 为 5.15X/4.62X/4.33X，维持“买入”评级！

■ **风险提示：**收购完成后人才团队变动，市场发展趋势不确定。

图 1：股权转让情况一览

序号	受让方	转让方	对价金额(万元)	受让股权占比
1	山鹰资本	鹰隼一期	3067.92	19.99%
2	山鹰资本	程一军	3991.77	19.96%
3	山鹰资本	蔡超凡	3611.65	18.05%
	合计		10671.34	58.00%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：股权转让完成后云印公司股东及持股情况

序号	股东名称	股权转让后持股比例
1	山鹰资本	58%
2	深圳市云印创想投资管理合伙企业	17.05%
3	李梦凡	16.74%
4	莫康康	8.21%
	合计	100%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3：增资完成后云印公司股东及持股情况

序号	股东名称	增资后持股比例
1	山鹰资本	69%
2	深圳市云印创想投资管理合伙企业	12.43%
3	李梦凡	12.20%
4	莫康康	5.98%
	合计	100%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：云印公司活跃用户数量及网站成交金额（GMV）情况

时间	2017年	2018年	2019年1-4月
活跃用户数（户）	约5000	约10000	约12500
GMV	约300万元/月	约4800万元/月	约10000万元/月
主营业务收入	2380万元/年	3323万元/年	/
服务范围	主要服务于中小企业商务印刷服务	服务范围逐步拓展	主要服务于大中小企业印刷、设计、包装等一体化的解决方案，和面向纸行业参与企业及从业者提供在线交易服务及配套增值服务的智能服务平台

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

山鹰纸业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	12034	11811	13512	12665	营业收入	24367	27973	30798	34172
现金	3522	4196	4004	3417	减:营业成本	18749	21845	23846	26426
应收账款	2945	2696	3515	3376	营业税金及附加	258	297	326	362
存货	2475	2187	2946	2749	营业费用	965	1080	1146	1270
其他流动资产	3091	2732	3048	3122	管理费用	1448	660	719	789
非流动资产	23873	23419	25908	27735	财务费用	738	813	1027	1317
长期股权投资	1046	1246	1446	1646	资产减值损失	-95	38	53	43
固定资产	12836	12933	15001	16294	加:投资净收益	-8	-10	-13	-15
在建工程	3567	3065	3036	3125	其他收益	0	0	0	0
无形资产	1413	1427	1660	1884	营业利润	3339	3232	3669	3950
其他非流动资产	5011	4748	4766	4787	加:营业外净收支	577	277	267	272
资产总计	35906	35230	39420	40400	利润总额	3916	3509	3936	4222
流动负债	15114	12956	14834	16964	减:所得税费用	480	430	482	517
短期借款	9194	5385	5810	6918	少数股东损益	233	82	107	140
应付账款	2558	2519	3910	4514	归属母公司净利润	3204	2998	3347	3564
其他流动负债	3362	5052	5114	5532	EBIT	3204	4389	5086	5687
非流动负债	7257	6917	6989	7044	EBITDA	4055	5404	6288	7029
长期借款	3645	3645	3645	3645					
其他非流动负债	3612	3272	3343	3398	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	22371	19873	21823	24008	每股收益(元)	0.70	0.65	0.73	0.78
少数股东权益	354	631	907	1184	每股净资产(元)	2.88	3.21	3.64	3.32
归属母公司股东权益	13181	14726	16690	15208	发行在外股份(百万股)	4571	4585	4585	4585
负债和股东权益	35906	35230	39420	40400	ROIC(%)	9.6%	14.1%	14.9%	16.7%
					ROE(%)	27.2%	21.5%	21.3%	22.3%
					毛利率(%)	23.1%	21.9%	22.6%	22.7%
					销售净利率(%)	14.1%	11.0%	11.2%	10.8%
					资产负债率(%)	62.3%	56.4%	55.4%	59.4%
					收入增长率(%)	39.5%	14.8%	10.1%	11.0%
					净利润增长率(%)	59.0%	-6.4%	11.6%	6.5%
					P/E	4.82	5.15	4.62	4.33
					P/B	1.17	1.05	0.93	1.02
					EV/EBITDA	8.46	5.76	5.29	5.13

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

