

强烈推荐-A (维持)

山鹰纸业 600567.SH

目标估值: 4.50-5.25 元

当前股价: 3.5 元

2017 年 03 月 30 日

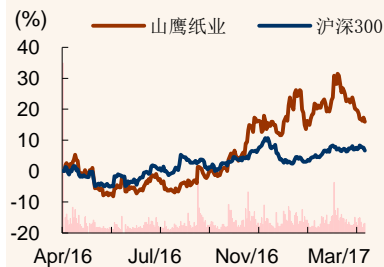
业绩符合预期, 盈利展望无虞

基础数据

上证综指	3210
总股本(万股)	455125
已上市流通股(万股)	376694
总市值(亿元)	159
流通市值(亿元)	132
每股净资产(MRQ)	1.8
ROE(TTM)	4.2
资产负债率	%
主要股东	福建泰盛实业有限公司
主要股东持股比例	28.06%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-10	17	18
相对表现	-9	12	11



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《山鹰纸业(600567)一受益纸价上涨, 2016 年业绩增长高于预期》2017-01-16

2、《山鹰纸业(600567)一竞争格局优化, 掌控废纸资源》2016-11-04

郑恺

021-68407559  
zhengkai1@cmschina.com.cn  
S1090514040003

濮冬燕

021-68407301  
pudy@cmschina.com.cn  
S1090511040031

李宏鹏

lihongpeng@cmschina.com.cn  
S1090515090001

事件:

公司公告 2016 年全年业绩, 公司实现营业收入 121.35 亿元, 同比增长 24%; 归母净利润 3.53 亿元, 同比增长 69%; 其中四季度单季度实现营收 36.68 亿元, 环比增长 19.7%, 归母净利润 1.46 亿元, 环比增长 155.5%。全年销量原纸 363 万吨, 同比增长 19.2%, 瓦楞箱板纸箱销售 11.59 亿平方米, 同比增长 23.45%。

评论:

1、纸价走高&产量提升助力公司 2016 年全年业绩大涨

2016 年以来, 受环保政策影响产能收缩, 全行业低库存的情况下, 2016 年 9 月份开始, 在补库存的需求和原材料价格上涨的双重影响下, 箱板瓦楞纸大幅提价。受益于 2015 年公司 80 万吨纸低克重挂面箱板纸投产, 公司 2016 年产销量大幅提升, 公司量价齐升推动公司业绩大幅增长。

2、箱板瓦楞纸 2017 年新增产能有限, 短期上涨过快价格调整后依然看好

从供给端, 一方面新产能的投资在 2016 年开启, 但是考虑上游纸机厂排产和交付周期, 我们预计箱板瓦楞纸 2017 年新增产能仅有 150 万吨, 大规模的新增产能投放将于 2018 年才开始出现。另一方面 2017 年 6 月 30 日将完成造纸行业排污许可证核发, 进一步杜绝了环保不达标的小纸厂复产。从需求端, 我们认为拉动箱板瓦楞纸需求的三驾马车: 国内零售、出口和快递, 数据表现均较为强劲。预计在新增供给不足, 需求强劲的大背景下, 箱板瓦楞纸经过短期调整后依然看好。

3、受益行业景气&资源优势, 未来公司产品有望量价齐升

1) 未来产能持续扩张; 公司 2016 年非公开发行募集 20 亿元, 建设共 120 万吨新产能, 预计于 2018 年投产。2) 废纸资源价值凸显; 公司拥有进口废纸渠道和资质, 成本优势显著。3) 自备电厂带来盈利提升; 马鞍山基地热电项目的投产, 令公司实现 100% 自供电, 节约成本。

4、2017 年一季度有望延续 16 年四季度良好业绩, 维持“强烈推荐-A”评级

我们认为受益纸价持续高位运行, 2017 年一季度公司业绩将同比大幅增长, 看好一季报行情。预计公司 2017-2019 年净利润分别为 12.08 亿元、16.84 亿元、18.57 亿元, 对应 EPS 分别为 0.27 元、0.37 元、0.41 元, 同比增长率分别为 242%、39%、10%。维持 5.25 元目标价和“强烈推荐-A”评级。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	9787	12135	14331	16657	17956
同比增长	27%	24%	18%	16%	8%
营业利润(百万元)	124	203	1290	1896	2116
同比增长	621%	64%	535%	47%	12%
净利润(百万元)	209	353	1208	1684	1857
同比增长	90%	69%	242%	39%	10%
每股收益(元)	0.06	0.08	0.27	0.37	0.41
PE	63.2	45.2	13.2	9.5	8.6
PB	2.2	1.9	1.7	1.5	1.3

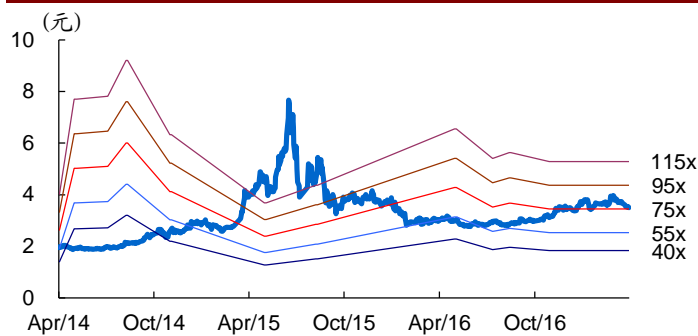
资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 可比公司平均估值在 2017 年 20X

公司	股价		EPS			PE			PB	ROE
	2017/3/28	15	16E	17E	15	16E	17E	(LF)	(%)	
中顺洁柔	18.75	0.18	0.54	0.69	107.4	37.8	27.0	3.5	9.63	
华泰股份	5.89	0.06	0.14	0.34	106.5	41.4	17.5	1.1	2.57	
博汇纸业	4.81	0.03	0.15	0.39	166.8	31.9	12.4	1.6	5.01	
晨鸣纸业	12.20	0.50	0.99	1.26	23.1	11.5	9.7	1.3	10.56	
景兴纸业	6.51	0.01	0.29	0.32	611.9	22.2	20.4	2.2	9.80	
岳阳林纸	8.83	-0.37	0.03	0.29	-23.6	326.3	31.0	1.8	0.54	
山鹰纸业	3.51	0.06	0.08	0.17	76.4	46.7	20.4	1.9	4.44	
平均	<b>8.65</b>	<b>0.07</b>	<b>0.32</b>	<b>0.49</b>	<b>152.7</b>	<b>74.0</b>	<b>19.8</b>	<b>1.9</b>	<b>6.08</b>	

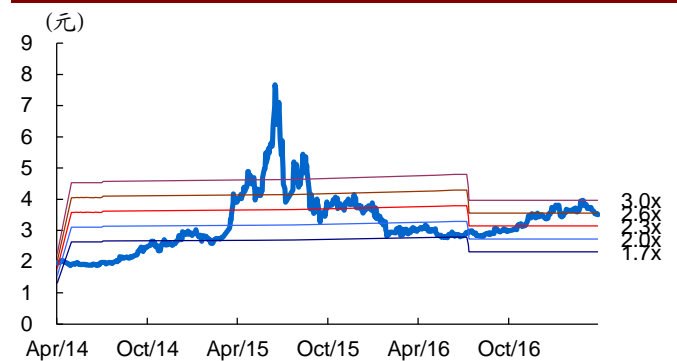
资料来源: Wind, 招商证券

图 1: 山鹰纸业历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 山鹰纸业历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《山鹰纸业 (600567) — 受益纸价上涨, 2016 年业绩增长高于预期》2017-01-16
- 2、《山鹰纸业 (600567) — 竞争格局优化, 掌控废纸资源》2016-11-04

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	6547	7461	7135	8208	9104
现金	2015	2197	1087	1230	1584
交易性投资	0	61	61	61	61
应收票据	895	978	1154	1342	1446
应收款项	1446	1545	1801	2094	2257
其它应收款	115	82	97	113	122
存货	1784	1686	1864	2127	2296
其他	292	912	1070	1242	1339
<b>非流动资产</b>	11866	12588	12085	11626	11207
长期股权投资	5	97	97	97	97
固定资产	10059	9636	9232	8861	8521
无形资产	985	959	863	777	699
其他	818	1895	1893	1891	1889
<b>资产总计</b>	<b>18413</b>	<b>20049</b>	<b>19220</b>	<b>19834</b>	<b>20311</b>
<b>流动负债</b>	10294	8906	6849	6112	5205
短期借款	6437	5386	3824	2704	1550
应付账款	1419	1484	1649	1881	2030
预收账款	40	88	98	112	120
其他	2398	1949	1278	1416	1504
<b>长期负债</b>	1945	2715	2715	2715	2715
长期借款	1003	818	818	818	818
其他	941	1898	1898	1898	1898
<b>负债合计</b>	<b>12239</b>	<b>11622</b>	<b>9565</b>	<b>8828</b>	<b>7920</b>
股本	2457	3241	3241	3241	3241
资本公积金	3117	4312	4312	4312	4312
留存收益	546	823	2031	3353	4705
少数股东权益	55	51	72	101	133
归属于母公司所有者权益	6119	8377	9584	10906	12258
<b>负债及权益合计</b>	<b>18413</b>	<b>20049</b>	<b>19220</b>	<b>19834</b>	<b>20311</b>

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	1383	943	1964	2272	2589
净利润	209	353	1208	1684	1857
折旧摊销	765	849	897	854	814
财务费用	624	542	353	254	183
投资收益	(2)	4	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	(210)	(845)	(517)	(551)	(299)
其它	(4)	40	24	33	34
<b>投资活动现金流</b>	(446)	(1167)	(394)	(394)	(394)
资本支出	(359)	(1021)	(394)	(394)	(394)
其他投资	(86)	(146)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(1004)	1167	(2681)	(1735)	(1841)
借款变动	(220)	(1145)	(2329)	(1121)	(1154)
普通股增加	0	784	0	0	0
资本公积增加	(2)	1195	0	0	0
股利分配	(38)	(76)	0	(362)	(505)
其他	(744)	408	(352)	(253)	(182)
<b>现金净增加额</b>	<b>(66)</b>	<b>943</b>	<b>(1110)</b>	<b>143</b>	<b>354</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	9787	12135	14331	16657	17956
营业成本	7991	10150	11275	12866	13886
营业税金及附加	65	107	126	147	158
营业费用	509	594	701	815	878
管理费用	447	496	586	681	734
财务费用	621	549	353	254	183
资产减值损失	26	37	0	0	0
公允价值变动收益	(5)	5	5	5	5
投资收益	2	(4)	(4)	(4)	(4)
<b>营业利润</b>	124	203	1290	1896	2116
营业外收入	195	269	269	269	269
营业外支出	25	23	23	23	23
<b>利润总额</b>	294	450	1537	2143	2363
所得税	86	91	308	429	473
<b>净利润</b>	208	359	1228	1713	1889
少数股东损益	(2)	6	21	29	32
<b>归属于母公司净利润</b>	209	353	1208	1684	1857
<b>EPS (元)</b>	0.06	0.08	0.27	0.37	0.41

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	27%	24%	18%	16%	8%
营业利润	621%	64%	535%	47%	12%
净利润	90%	69%	242%	39%	10%
<b>获利能力</b>					
毛利率	18.4%	16.4%	21.3%	22.8%	22.7%
净利率	2.1%	2.9%	8.4%	10.1%	10.3%
ROE	3.4%	4.2%	12.6%	15.4%	15.2%
ROIC	3.7%	3.9%	9.2%	11.8%	12.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	66.5%	58.0%	49.8%	44.5%	39.0%
净负债比率	43.1%	34.8%	24.2%	17.8%	11.7%
流动比率	0.6	0.8	1.0	1.3	1.7
速动比率	0.5	0.6	0.8	1.0	1.3
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9
存货周转率	4.7	5.9	6.4	6.4	6.3
应收帐款周转率	7.1	8.1	8.6	8.6	8.3
应付帐款周转率	5.4	7.0	7.2	7.3	7.1
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.06	0.08	0.27	0.37	0.41
每股经营现金	0.37	0.21	0.43	0.50	0.57
每股净资产	1.62	1.84	2.11	2.40	2.69
每股股利	0.02	0.00	0.08	0.11	0.12
<b>估值比率</b>					
PE	63.2	45.2	13.2	9.5	8.6
PB	2.2	1.9	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	54.8	51.7	31.9	27.0	26.0

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**郑恺**，毕业于同济大学计算机科学与技术专业和复旦大学经济学（硕士），9 年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工首席行业分析师。2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名；金融界“慧眼”评选轻工制造行业白金分析师。

**濮冬燕**，经济学硕士，2009 年至今任造纸轻工行业分析师，2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名。

**李宏鹏**，经济学硕士，5 年证券从业经验，招商证券造纸轻工行业分析师。2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名。

**研究助理：郭庆龙**，北京大学光华管理学院经济学学士，英国伦敦大学学院一等管理学硕士，四年金融行业从业经验，2 年轻工行业研究经验，招商证券造纸轻工行业分析师。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。