

轻工制造

2017年03月31日

山鹰纸业 (600567)

——2016 年年报点评：造纸弹性显现，包装盈利改善，上调盈利预测，维持买入

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2017年03月30日

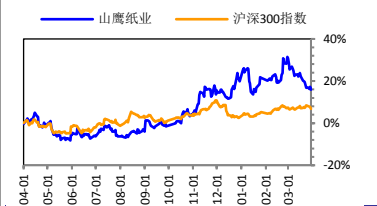
收盘价(元)	3.5
一年内最高/最低(元)	4.1/2.75
市净率	1.9
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	13184
上证指数/深证成指	3210.24 / 10348.27

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年12月31日

每股净资产(元)	1.84
资产负债率%	57.97
总股本/流通A股(百万)	4551/3767
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《山鹰纸业(600567)点评：2016年业绩预增60%-80%，符合预期，业绩高增大幕拉开，维持买入！》2017/01/16

《山鹰纸业(600567)深度：箱板瓦楞+包装全产业链龙头，业绩进入快速释放期，首次覆盖，给予“买入”评级，目标价5.00元》2016/12/30

证券分析师

周海晨 A0230511040036
zhouhc@swsresearch.com
屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com
范张翔 A0230516080003
fanzx@swsresearch.com

联系人

丁智艳
(8621)23297818x7580
dzh@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件：2016年归母净利润同比增长69%。**公司2016年实现收入121.35亿元，同比增长24.0%；归母净利润为3.53亿元，同比增长68.8%，合每股EPS 0.08元，符合预期。业绩逐季改善凸显，16Q4实现收入36.68亿元，同比增长45.6%；归母净利润为1.46亿元，同比增长4983.6%。公司分配预案为拟每10股派0.25元。
- **箱板瓦楞纸：新产能投放及涨价促量价齐升，马鞍山基地改善空间大。**1) 新产能投放和涨价促量价齐升。马鞍山80万吨新产能2016年全部释放，箱板原纸实现销量348万吨，同比增长20.5%；同时伴随涨价，收入实现82.27亿元，同比增长25.3%。80万吨新产能磨合期与原材料价格上涨影响2016年箱板原纸毛利率为18.8%，同比减少2.9pct，我们预计17年Q1开始造纸毛利率将明显回升。2) 马鞍山基地改善空间较大。2016年马鞍山基地实现收入51.47亿元，净利润1.54亿元；海盐基地(吉安集团)实现收入44.34亿元，净利润2.54亿元，随着马鞍山基地新纸机度过磨合期和旧纸机技改完成，盈利水平有望持续改善。
- **包装：销量增长明显，盈利水平持续提升。**1) 包装业务跟进式布局，销量实现高增长。公司现有14家包装厂全国跟进式布局，形成产业链闭环，2016年纸箱销量11.59亿平方米，同比增长23.5%，对应实现收入26.89亿元，同比增长22.6%。2) 新工厂逐渐扭亏，毛利率持续改善。公司前期有4个新建包装厂处于亏损状态拖累业绩，伴随产能提升规模效应显现，包装厂逐渐扭亏为盈，2016年包装毛利率同比提升1.47pct至12.1%，对标业内公司(合兴包装15年毛利率20%，裕同科技15年毛利率31%)，公司包装板块盈利水平有望持续提升。
- **募集资金到位，三费改善明显，Q4盈利水平创历史新高。**2016年公司发行16山鹰债募资10亿元、非公开发行股票募资20亿元资金到位，有效补充流动资金，改善融资结构，2016年财务费用率4.5%，同比下降1.83个百分点；同时受益于销售规模扩大，销售费用率(15年/16年分别为5.2%/4.9%)和管理费用率(15年/16年分别为4.6%/4.1%)均有所下降。受益于期间费用率下降，公司净利率提升至2.96%(vs2015年2.12%)，伴随快速涨价，16Q4单季毛利率(18.2%)和净利率(4.1%)均创历史新高。
- **行业兼具需求增长和供给收缩逻辑，看好行业市场集中度提升和公司确定高增长。**电商和冷链物流发展为包装纸行业带来需求增量，据中国造纸协会统计，2010-2015年我国箱纸板及瓦楞原纸的年平均消费增长率分别达到4.12%和4.07%，且处于供不应求状态。目前行业前三大玖龙、理文、山鹰市场占有率15年达到35.4%，行业集中度有望持续提升，公司作为行业龙头具有较强议价权，伴随18年120万吨募投产能投放享受行业和内生带来的确定性高成长性。
- **箱板瓦楞原纸+包装双轮驱动，看好确定增长，上调盈利预测，维持买入！**公司前期推出股权激励，行权价格2.93元/股，考核标准以2015年扣非净利润为基数，16-18年增长率不低于50%、200%、400%，彰显公司信心。包装板块通过供应链和运营管理盈利水平有望持续提升；横向整合空间大，纵向拓展包装产业链，提供云包装一体化服务。马鞍山和海盐自备电厂扩建项目持续落地，热电联产降低用电成本，同时为造纸提供蒸汽。募投产年120万吨新产能和湖北基地筹建等将持续布局产能，提供增量。公司有望从箱板瓦楞产能投放、自备电厂节省成本、包装盈利水平提升、废纸渠道布局、山鹰资本拓展产业布局等领域，不断缩小和玖龙、理文差距。上调17-18年归母净利12.47亿元和15.50亿元(原为8.9亿元和11.9亿元)的盈利预测，对应EPS分别为0.27元和0.34元，目前股价(3.50元/股)对应PE分别为13倍和10倍，公司作为包装纸龙头，兼具内生确定增长和涨价带来盈利弹性双重属性，17年业绩进入快速增长释放期，有望持续超预期，维持买入！

财务数据及盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	9,787	12,135	15,116	17,795	19,272
同比增长率(%)	26.52	23.99	24.57	17.72	8.30
净利润(百万元)	209	353	1,247	1,550	1,689
同比增长率(%)	90.14	68.76	253.45	24.30	8.97
每股收益(元/股)	0.06	0.08	0.27	0.34	0.37
毛利率(%)	18.4	16.4	21.6	22.1	22.2
ROE(%)	3.4	4.2	10.8	11.8	11.4
市盈率	63	45	13	10	10

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

表：盈利预测表

单位：百万元，元，百万股

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	7,735	9,787	12,135	15,116	17,795	19,272
二、营业总成本	7,727	9,660	11,933	13,775	16,075	17,378
其中：营业成本	6,438	7,991	10,150	11,846	13,862	14,990
营业税金及附加	40	65	107	106	125	135
销售费用	368	509	594	680	801	867
管理费用	353	447	496	605	712	771
财务费用	494	621	549	539	576	614
资产减值损失	33	26	37	0	0	0
加：公允价值变动收益	8	(5)	5	0	0	0
投资收益	1	2	(4)	0	0	0
三、营业利润	17	124	203	1,341	1,720	1,894
加：营业外收入	116	195	269	250	250	250
减：营业外支出	18	25	23	25	25	25
四、利润总额	115	294	450	1,566	1,945	2,119
减：所得税	5	86	91	313	389	424
五、净利润	111	208	359	1,253	1,556	1,695
少数股东损益	1	(2)	6	6	6	6
归属于母公司所有者的净利润	110	209	353	1,247	1,550	1,689
六、全面摊薄每股收益	0.02	0.05	0.08	0.27	0.34	0.37
发行后总股本（百万）	4551	4551	4551	4551	4551	4551

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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，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。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。