

山鹰纸业（600567）研究报告

行业持续景气，业绩高增长

增持（首次）

盈利预测与估值

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	12134.81	14743.64	17485.36	20612.94
同比(%)	23.99	21.50	18.60	17.89
净利润(百万元)	352.80	1494.92	1495.44	1534.53
同比(%)	68.76	323.73	0.04	2.61
毛利率(%)	16.36	24.70	22.10	20.70
ROE(%)	4.87	16.43	14.11	13.36
每股收益(元)	0.09	0.33	0.33	0.34
P/E	50.31	11.87	11.87	11.57
P/B	2.45	2.01	1.83	1.68

核心观点:

- **二季度销量环比上升，开工率基本满产，库存偏紧。**由于一季度春节影响，二季度销量环比上升，由于二季度纸价低于一季度且成本端废纸价格上涨，单吨盈利会低于一季度。目前公司开工率接近满产，纸机检修会排时间表依次进行；库存情况较正常水平偏紧，我们预计三季度旺季到来库存水平会持续下降。
- **包装纸价格企稳回升，全年保持上涨趋势判断不变：**4月以来包装纸价格小步快走涨幅可观，原因在于（1）成本因素：废纸价格从4月中旬以来上涨幅度较大；（2）库存因素：目前纸厂库存偏紧，行业旺季到来拉动纸价；（3）环保因素：上半年排污许可证+环保稽查小纸厂退出行业供给偏紧。预计环保不放松+旺季到来下半年价格整体呈上升趋势不变。
- **120万吨募投项目静待电厂批复：**120万吨产能扩建项目因重要配套工程仍在审批中，取得批文的时间尚不确定，公司正积极沟通中。产能扩张方面，公司寻求区域布局与公司现有基地形成优势互补、政府支持力度较大、当地拥有较好市场前景并具有一定规模的纸厂的合作机会。
- **废纸回收+造纸+包装打造一体化协同优势。**目前公司在英、美、日等国家都建立了废纸回收子公司，为造纸业务提供稳定原料；下游包装行业在全国共拥有17家包装厂，分布在华东、华中和四川，总产能11.61亿平方米，客户主要是啤酒、白电等行业。未来战略上公司将发挥三者的协同优势，也把包装业务发展放在重要位置。
- **盈利预测及投资建议：**我们预计公司17年全年销量350-360万吨，包装纸价格3月底以来开始触底回升，长期看价格会保持上涨趋势。我们预计公司17年全年利润14.94亿，当前市值对应11.87倍PE。公司业绩释放空间较大，考虑到环保趋严带来的行业结构性调整持续超预期，给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**废纸价格涨幅超预期、下游需求不及预期。

2017年7月10日

证券分析师 马莉

执业资格证书号码：S0600517050002
(8610) 66573632
mal@dwzq.com.cn

证券分析师 汤军

执业资格证书号码：S0600517050001
tangj@dwzq.com.cn

研究助理 史凡可

shifk@dwzq.com.cn

市场数据

收盘价(元)	3.90
一年最低价/最高价	2.90/4.08
市净率	2.01
流通市值(亿元)	177.50

基础数据

每股净资产(元)	1.94
资产负债率(%)	58.54
总股本(亿股)	45.51
流通A股(亿股)	45.51

相关研究

我们近期对山鹰纸业进行了调研:

问答详录:

原材料

问: 公司的外废采购量占比是多少?

答: 山鹰纸业 A 股唯一一家全产业链造纸企业。主要是前端造纸回收部分, 公司在美国、日本、欧洲、澳洲都有设立专门从事造纸回收业务的子公司。外废采购量占公司全部废纸采购量的 60% 左右, 一季度基本也符合这个数据, 具体的数量可以查阅公司 5 月披露的评级报告, 里面有公司两年采购量的汇总。

问: 国废外废价格相差多少?

答: 六月底, 国废价格 1700-1800 元/吨, 美废 11 号价格大概 260 美金/吨上下 (到岸价)。

问: 国废和外废的定价机制是怎样的?

答: 国废: 市场分散没有规范的定价机制, 但是市场龙头、黄牛会有综合研判, 也会参考外废的价格带动因素。外废由外方定价, 近期价格上涨可能有国内进口政策趋严、国外供应总量减少、环保压力等多重因素导致。

问: 对废纸价格的判断? 外废的额度是怎么分配的?

答: 废纸是前端, 价格难以判断, 但是山鹰的供应链一体化应对价格上涨有一定优势。外废的额度是环保部根据公司上年度外废使用量将当年的外废额度分配各个公司, 在批复额度内具体购买多少外废取决于公司。目前大型造纸公司拥有自己的外废收购渠道的, 并能够通过产品工艺配比调整国废外废的使用量, 中小纸厂可能受进口限额的影响更大。

问: 公司的库存情况? 国内外采购的比例是怎样的?

答: (1) 库存情况: 当前公司处于旺季, 相对于正常情况的 15 天, 现在库存较正常水平较紧。废纸方面, 国废随时采购; 外废, 考虑到运输周期, 库存一般是 1 个月左右。(2) 比例调整: 往年国废和外废按照 5: 5 的比例采购, 去年的采购比例为 4: 6, 公司会根据二者的价格做一个配比。

利润

问: 最近废纸价格 (美废和国废) 涨幅较大, 箱板纸、瓦楞纸价自 2 月断崖式下跌后, 4 月已经开始上涨, 那么公司 3-5 月吨净利趋势是怎样的?

答: (1) 纸价方面: 1-2 月份价格最高, 3 月份是市场行情最低点但持续时间不长, 4 月份进入回稳状态, 5-6 月份行情较好。最高点时瓦楞纸价格为 3900 元/吨, 现在的价格在 3600 元/吨上下波动, 目前箱板、瓦楞距离最高点 300 元左右。(2) 单吨净利方面: 一季度吨净

利 500+元/吨。二季度已知的是销量比一季度大（一季度有春节影响），但单吨净利目前二季度合并报表 8 月 10 日左右才能完成，目前没有数据。

问：玖龙、理文、山鹰都在扩张产能，市场是否存在一个比较合理的盈利水平？

答：工业包装纸市场，均价 300 元/吨是属于盈利比较好的状况，毛利率 25%是一个正常水平，去年底今年初市场处于非理性状态，一季度原纸毛利率超过了 30%。行业的整合首先是中小纸厂的整合。

问：山鹰、理文、玖龙吨净利产生差异的原因？

答：成本端，电力、废纸的成本三家基本差不多，但是区别在于（1）业务不同：山鹰还有包装业务，理文、玖龙没有；（2）经营能力：理文的经营能力业内领先，玖龙 10 年前已经进行了全国布局；（3）融资方面：理文、玖龙的融资成本和财务费用较低（可以在香港发债等）。目前山鹰已经将融资的渠道逐步转向直接融资，既降低融资成本也缩短审批程序。（4）会计准则上，理文、玖龙采用 30 年折旧，国内则是 15 年，这种会计处理方法对山鹰不利。

问：两个生产基地吨净利差的多吗？

答：马鞍山的吨净利比较好，原因在于马鞍山基地拥有募投的两条新纸机生产线，与周边供需关系和价格无关。

产能

问：公司目前的生产能力？

答：公司目前有两大生产基地，一个在公司注册地马鞍山，目前拥有 190 万吨产能；重组方面，2013 年公司反向并购了位于浙江嘉兴海盐的吉安集团，该集团目前拥有 160 万吨。因此去年全年的产能达到 354 万吨，产品以工业包装用纸为主，主要是箱板纸、瓦楞纸，只有少量的新闻纸用于供应马鞍山当地的政府和报社。

问：瓦楞纸和箱板纸产能的占比？

答：瓦楞纸产能不足 100 万吨，主要是高强度瓦楞纸，余下的产能基本都是箱板纸。瓦楞纸技术价值相对低，门槛相对低，小厂生产普通瓦楞纸比较多；箱板纸技术要求相对更高。瓦楞纸受目前纸价影响较大，箱板纸则相对平稳。

问：120 万吨浙江新增产能进度？

答：120 万吨新产能的配套工程电厂仍在审批中，取得批文的时间尚不确定，没有自建电厂公司是没有成本优势的。提升核心业务有自建产能和并购两种方式，自建产能的压力比较大，并购则需要考量整体战略情况、资源匹配情况。

问：120 万吨新增产能的下游客户？

答：120 万吨产能主要将丰富公司的纸种，公司因此将实现瓦楞纸箱的内壁纸等其他细分品种的生产，从而有能力为客户提供一站式采购服务。

问：17 年新增产能有其他安排吗？

答：17 年新增产能很难，因为（1）新增产能的建设周期通常为 1-2 年；（2）环保因素导致国内批文难拿到；（3）电厂很难批下来。

问：开工率？

答：山鹰目前基本是满产。之前的关停不是因为限产而是纸机维护，维护会依照时间表进行，时间通常比较短。

问：箱板纸、瓦楞纸有运输半径吗？

答：造纸的运输半径是 100-200，包装的运输半径是 50-100。超出运输半径成本就不划算了。2016 年 7、8 月，交通部新规导致货运市场整体提价，但运输成本在公司的成本占比中非常少，远不如煤炭、电力。

价格

问：2016 年四季度以来的纸价走势及成因？

答：2016 年第四季度箱板纸和瓦楞纸箱板售价上涨，2017 年一季度利润约 4.33 亿元，整体行情比较好。二季度纸价均价达不到一季度的水平，但是随着下半年旺季的到来，中秋、国庆、圣诞等节假日会促进啤酒饮料等快消品的消费。

问：本轮纸价上涨是供需作用还是成本端的催化？目前废纸价格上涨快于纸价的原因是什么？

答：去年价格上涨的因素：去年四季度到今年 1-2 月，纸价上涨是多重因素作用的结果。成本端，废纸、运费、煤电价格上涨带动纸价上涨；市场因素，造纸业进入年终的旺季拉动消费；根本因素是供需平衡的打破，四季度东北雾霾引起环保部门重视，小厂产能退出后行业产量没有补上所以价格涨得很快。现在的价格上涨的原因在于库存，前期库存比较低，目前废纸价格上涨、旺季来临带来较大采购压力；环保持续趋严持续作用于纸价的上涨。

去年和这一波废纸价格上涨的共同原因：（1）受环保压力影响，国家进口废纸政策收紧，进口额度可能进一步缩减；（2）国内的废纸收购体系不完善导致的总量不足：受国内税收政策、环保审批和公安批文困难以及国内居民垃圾回收分类意识不强的多重影响，国内尚未建立起规范完善的废纸回收渠道。两方面作用使得供应不足、废纸价格波动；（3）环保因素：近年国内环保压力较大，国家对环保要求不会放松，环保趋严导致小厂的产能缩减，行业新增产能释放又需要一定时间，因此形成需求缺口。公司作为规范运营的大型纸厂，持续保证环保投入。

问：环保因素对上市公司和中小厂的影响？

答：集中度方面：因为环保成本较大，环保因素对中小厂影响较大，大厂 COD 从 90 降到 60，小厂则根据环保环境时开时关，影响产能。

问：环保对整个行业产能的影响？

答：浙江、广东地区环保效果比较好，小厂彻底关闭掉了。但是其他地区的小厂仍是关关开开，这轮环保巡查后可能会进一步到位。

包装业务

问：公司的包装业务现状？

答：公司目前在全国共拥有 17 家包装厂，2016 年新增了 3 家包装厂，着眼于设计研发等前端服务。分布在华东、华中和四川，拥有 11.61 亿平方米的产能，公司供应给包装纸厂的原纸仅占原纸产量的 5% 左右，按包装厂采购的口径来看，来自公司的原纸占其原纸采购量的 30% 左右。重组之后的前三年，公司把重点集中在造纸板块，未来将着重提升包装业务的盈利能力。

问：之前公司的包装厂处于亏损状态，现在有改善吗？

答：包装业务已经开始盈利了，2016 年的毛利率为 12.13%。

问：包装纸的需求是怎样的？二季度包装需求量怎样？

答：包装纸的需求与 GDP 呈现正相关关系。受供需影响，纸厂的议价能力增强，价格的传导通道因此打通，去年出现了包装客户愿意接受报价且有囤货意愿的现象。中国的包装市场过于离散，价格战比较严重，标准化还很远。

5 月下旬-6 月，包装的订单量开始上涨，公司主要制作的是啤酒、饮料等快消品包装和白色家电包装，一般啤酒、饮料企业是 5-6 月开始签订单以应对 7-8 月的需求旺季。

问：公司对包装业务的规划？

答：公司对包装的计划比较大，目前还在布点，主要考虑如何将网点协同形成规模效应，未来公司可能还会考虑冷链等产品附加值和技术要求更高的包装领域。目前海尔、青啤、格力、联想等知名品牌都是公司的大客户，主要集中在快消品，包括啤酒、白色家电。快递和电商也有合作但是不多。

包装有运输半径的问题，靠单一的包装厂来进行远距运输是不划算的。

其他

问：34 个亿到期债务，目前是否有偿债压力？

答：公司的偿债能力无需担心，有整体安排，造纸行业是重资产的典型，一条生产线投入 10-20 亿是正常现象，前期投入大但是后面收益比较稳定。

问：小纸厂是否生产技术含量较低的品种（如文化纸、新闻纸）多一些？

答：造纸没有门槛，但是机器有专有属性，某种纸机经过改造可以用于生产其他品种但是效果不够好。通过中国造纸协会对于造纸产量的统计，扣除大厂的产量就可以估计小厂的产量了。

问：公司战略规划？

答：公司业务分三部分：核心业务、成长业务和新兴业务。

核心业务是造纸，包括再生纤维原料回收、造纸、包装。成长业务是与纸相关有协同效应的部分。新兴业务是指短期财务性投资。

财务报表预测:

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	7461.06	7977.53	9096.92	10269.03	营业收入	12134.81	14743.64	17485.36	20612.94
货币资金	2197.27	2852.48	3274.52	3924.12	营业成本	10149.89	11101.96	13621.09	16346.06
应收款项	2522.34	2863.71	2957.64	3296.58	营业税金及附加	107.02	117.95	139.88	164.90
存货	1686.20	1771.67	2329.23	2505.19	销售费用	593.55	629.13	734.65	866.81
其他	1055.24	489.67	535.53	543.14	管理费用	496.07	575.50	665.35	763.39
非流动资产	12587.87	13627.24	14210.01	14894.70	财务费用	549.06	444.06	720.43	842.44
长期股权投资	97.43	94.95	92.47	89.98	投资净收益	(4.19)	(0.18)	(0.43)	(0.79)
固定资产	9636.04	10293.94	10926.26	11687.87	其他	31.81	270.67	27.25	33.39
无形资产	959.39	932.14	904.84	877.38	营业利润	203.20	1604.19	1576.26	1595.15
其他	1895.00	2306.22	2286.44	2239.46	营业外净收支	246.46	271.07	300.08	331.68
资产总计	20048.93	21604.77	23306.93	25163.73	利润总额	449.67	1875.25	1876.34	1926.83
流动负债	8906.38	9572.28	10379.00	12111.23	所得税费用	90.78	378.57	378.79	388.99
短期借款	5385.54	6583.34	7053.91	8750.17	少数股东损益	6.09	1.76	2.10	3.31
应付账款	1484.03	1699.15	1930.78	1912.99	归属母公司净利润	352.80	1494.92	1495.44	1534.53
其他	2036.80	1289.79	1394.31	1448.07	EBIT	895.30	2437.05	2464.26	2636.68
非流动负债	2715.21	2728.21	2746.58	1969.41	EBITDA	1739.78	3250.11	3326.49	3555.83
长期借款	817.70	817.70	817.70	817.70					
其他	1897.51	1910.51	1928.88	1151.71					
负债总计	11621.59	12300.49	13125.58	14080.64					
少数股东权益	50.80	46.40	41.99	37.58					
归属母公司股东权益	8376.53	9257.89	10139.35	11045.50					
负债和股东权益总计	20048.93	21604.77	23306.93	25163.73					
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流净额	942.93	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.09	0.33	0.33	0.34
投资活动现金流净额	(1166.93)	(2974.36)	(3395.90)	(3547.36)	每股净资产(元)	1.85	2.04	2.24	2.44
筹资活动现金流净额	1167.31	969.49	1048.58	1300.54	发行在外股份(百万股)	4551.25	4551.25	4551.25	4551.25
现金净增加额	894.53	655.20	422.04	649.61	ROIC(%)	4.35%	10.51%	9.91%	9.72%
折旧与摊销	844.48	813.06	862.24	919.15	ROE(%)	4.87%	16.43%	14.11%	13.36%
资本开支	1021.34	2986.36	3407.90	3559.36	毛利率(%)	16.36%	24.70%	22.10%	20.70%
营运资本变动	(876.42)	(161.73)	(371.22)	(467.83)	EBIT Margin (%)	7.38%	16.53%	14.09%	12.79%
企业自由现金流	2418.51	7527.82	7832.47	8219.46	销售净利率(%)	2.96%	10.15%	8.56%	7.46%
					资产负债率(%)	57.97%	50.69%	50.36%	50.28%
					收入增长率(%)	23.99%	21.50%	18.60%	17.89%
					净利润增长率(%)	68.76%	323.72%	0.04%	2.61%
					P/E	50.31	11.87	11.87	11.57
					P/B	2.45	2.01	1.83	1.68
					EV/EBITDA	15.62	8.37	8.30	7.85

数据来源: Wind, 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 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

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>

