

强烈推荐-A (维持)

山鹰纸业 600567.SH

目标估值: 4.5-5.25 元  
 当前股价: 3.95 元  
 2017 年 07 月 20 日

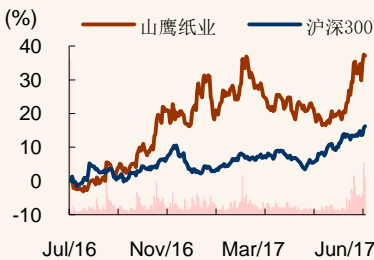
收购北欧纸业 100% 股权, 业绩增厚与业务协同一箭双雕

基础数据

上证综指	3245
总股本 (万股)	455125
已上市流通股 (万股)	455125
总市值 (亿元)	180
流通市值 (亿元)	180
每股净资产 (MRQ)	1.9
ROE (TTM)	8.2
资产负债率	58.5%
主要股东	福建泰盛实业有限公
主要股东持股比例	28.08%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	14	14	35
相对表现	8	3	19



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《山鹰纸业 (600567) 一一季度业绩超预期, 开启 2017 增长大年》2017-04-17
- 2、《山鹰纸业 (600567) 一业绩符合预期, 盈利展望无虞》2017-03-31
- 3、《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

郑恺

zhengkai1@cmschina.com.cn  
 S1090514040003

濮冬燕

pudy@cmschina.com.cn  
 S1090511040031

李宏鹏

lihongpeng@cmschina.com.cn  
 S1090515090001

研究助理: 郭庆龙

guoqinglong@cmschina.com.cn

事件:

山鹰纸业公告以 Goldcup 瑞典公司为主体, 拟出资约 19.52 亿元人民币收购北欧纸业 Nordic 100% 股权。截止 2016 年 5 月 Nordic 资产总额约为 15.23 亿元, 净资产约为 3.29 亿元。2016 年公司实现营业收入 20.86 亿元, 净利润 1.93 亿元。2017 年 1-5 月公司营业收入为 9.68 亿元, 净利润 1.11 亿元。本次收购对价对应 2016 年净利润 PE 为 10.1 倍; 对应 2017 年 1-5 月净利润年化 PE 为 7.3 倍。

评论:

1、并购获优质标的, 进入欧洲高端特种纸市场

Nordic 的浆纸年生产能力 50 万吨, 4 家造纸厂分别位于瑞典和挪威。公司主要产品为防油纸和牛皮纸: 公司是欧洲防油纸行业产量和市占率第一, 产品主要用于餐饮和食品行业的烘焙纸、烘烤杯、油脂食品包裹纸等食品级用纸; 公司的牛皮纸主要用于高强度的耐重纸袋以及食品、建筑、化工等细分行业。Nordic 在欧洲同类企业中成本优势明显, 一方面公司所在区域具有较低成本的水、林业资源以及电力; 另一方面公司浆纸一体化的生产配置和纤维原料的自供方式能在质量和产量方面给予充分保障, 在运营方面具有明显的成本优势。

2、满足国内高端特种纸市场需求, 与公司传统业务形成协同效应

通过本次国际化收购, 公司进入了防油纸、特种牛皮纸、高强度纸袋纸等新纸种市场, 优化公司全球供应链和销售网络, 丰富了公司为国际化的纸品用户提供优质的纸品和包装解决方案的能力。有效弥补国内对部分高端特种纸需求的技术和产品空白。与此同时, 由于高端特种纸产品, 具有较高的技术壁垒, 可提升公司造纸的技术、研发和管理能力, 公司可以更好的为客户提供综合包装解决服务。

3、产业资本 10PE 收购, 带来业绩增厚, 维持“强烈推荐-A”评级

本次并购标的业绩稳健, 17 年 1-5 月实现营业收入 9.68 亿元, 净利润 1.11 亿元, 按照年化预计 17 年将为公司带来 2.66 亿元备考利润。考虑收购增厚后, 预计公司 2017、2018、2019 年净利润分别为 13.3、19.7、21.8 亿元, 对应当前市值 PE 分别为 13.5、9.1 和 8.2 倍。考虑到环保带来的产能投放趋缓以及需求端的稳定增长, 看好箱板纸景气度, 维持 4.5~5.25 元目标价和“强烈推荐-A”评级。

风险提示: 收购标的低于预期, 经济环境恶化导致需求大幅削减

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	1418	2185	2451
同比增长	621%	64%	598%	54%	12%
净利润(百万元)	209	353	1333	1966	2180
同比增长	90%	69%	278%	47%	11%
每股收益(元)	0.06	0.08	0.29	0.43	0.48
PE	71.4	51.0	13.5	9.1	8.2
PB	2.4	2.1	1.9	1.6	1.4

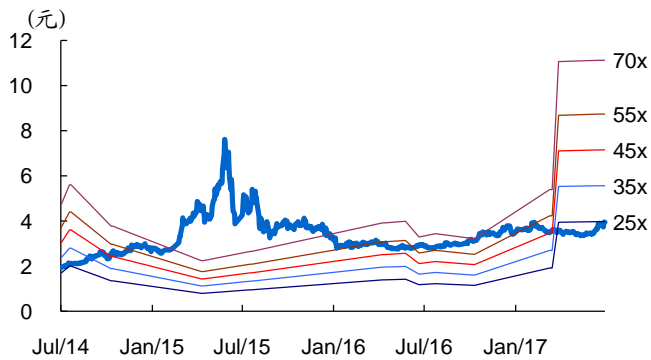
资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 可比公司平均估值在 2017 年 19X

公司	股价			EPS			PE			PB (LF)	ROE (%)
	2017/7/21	15	16	17E	15	16	17E				
太阳纸业	8.28	0.27	0.42	0.61	30.7	19.7	13.6	2.5	14.14		
岳阳林纸	7.44	-0.37	0.03	0.26	-	248.0	28.6	1.4	0.54		
中顺洁柔	13.1	0.18	0.54	0.49	72.8	24.3	26.7	3.6	10.15		
晨鸣纸业	15.4	0.5	0.99	1.37	30.8	15.6	11.2	1.7	10.56		
博汇纸业	6.23	0.03	0.15	0.42	207.7	41.5	14.8	1.9	5.01		
<b>平均</b>					<b>85.5</b>	<b>69.8</b>	<b>19.0</b>	<b>2.2</b>	<b>8.08</b>		

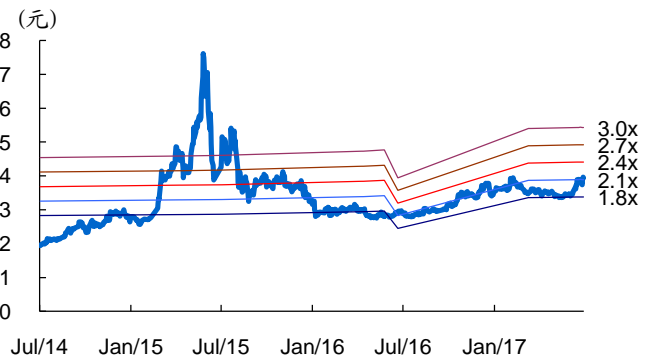
资料来源: Wind, 招商证券

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) —— 一季度业绩超预期, 开启 2017 增长大年》2017-04-17
- 2、《山鹰纸业 (600567) —— 业绩符合预期, 盈利展望无虞》2017-03-31
- 3、《山鹰纸业 (600567) —— 受益纸价上涨, 2016 年业绩增长高于预期》2017-01-16

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	8207	9101
现金	2015	2197	1087	1229	1581
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>19833</b>	<b>20308</b>
<b>流动负债</b>	10294	8906	6722	5735	4582
短期借款	6437	5386	3697	2327	928
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>9437</b>	<b>8450</b>	<b>7298</b>
股本	2457	3241	3241	3241	3241
资本公积金	3117	4312	4312	4312	4312
留存收益	546	823	2156	3722	5312
少数股东权益	55	51	74	108	145
归属于母公司所有者权益	6119	8377	9709	11275	12865
<b>负债及权益合计</b>	<b>18413</b>	<b>20049</b>	<b>19220</b>	<b>19833</b>	<b>20308</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	1963	2269	2583
净利润	209	353	1333	1966	2180
折旧摊销	765	849	897	854	814
财务费用	624	542	349	238	153
投资收益	(2)	4	(125)	(275)	(305)
营运资金变动	(210)	(845)	(517)	(551)	(299)
其它	(4)	40	26	38	40
<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	(2680)	(1733)	(1837)
借款变动	(220)	(1145)	(2456)	(1370)	(1399)
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	(400)	(590)
其他	(744)	408	(224)	37	152
<b>现金净增加额</b>	<b>(66)</b>	<b>943</b>	<b>(1111)</b>	<b>142</b>	<b>352</b>

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	349	238	153
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)	120	270	300
<b>营业利润</b>	124	203	1418	2185	2451
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	1665	2432	2697
所得税	86	91	309	432	479
<b>净利润</b>	208	359	1356	2000	2218
少数股东损益	(2)	6	23	34	38
<b>归属于母公司净利润</b>	209	353	1333	1966	2180
<b>EPS (元)</b>	0.06	0.08	0.29	0.43	0.48

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%	598%	54%	12%
净利润	90%	69%	278%	47%	11%
<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%	9.3%	11.8%	12.1%
ROE	3.4%	4.2%	13.7%	17.4%	16.9%
ROIC	3.7%	3.9%	9.9%	13.3%	14.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	66.5%	58.0%	49.1%	42.6%	35.9%
净负债比率	43.1%	34.8%	23.5%	15.9%	8.6%
流动比率	0.6	0.8	1.1	1.4	2.0
速动比率	0.5	0.6	0.8	1.1	1.5
<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	0.29	0.43	0.48
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	2.13	2.48	2.83
每股股利	0.02	0.00	0.09	0.13	0.14
<b>估值比率</b>					
PE	71.4	51.0	13.5	9.1	8.2
PB	2.4	2.1	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	58.1	54.8	32.3	26.2	25.2

## 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。

**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。