

山鹰纸业 (600567.SH)

拟收购高端特种纸龙头，全球化战略价值凸显

● 事件：拟收购北欧纸业 100%股权

公司公告称拟出资 24 亿瑞典克朗（约合 19.52 亿元人民币）收购北欧纸业公司 100% 股权。北欧纸业是浆纸一体化的防油纸生产商，浆纸年产能 50 万吨，是专注于防油纸和牛皮纸的细分领域龙头企业，在欧洲防油纸行业产量和市占率均为第一。北欧纸业 2016 年营业收入和净利润分别为 25 亿和 2.4 亿瑞典克朗，2017 年 1-5 月营业收入和净利润分别为 12 亿和 1.4 亿瑞典克朗。

● 全球化战略价值凸显，提升技术优化产品结构，开拓中国市场

收购北欧纸业有助于公司在技术壁垒高、盈利能力强的高端特种纸细分市场的发展，优化产品结构，拓展欧洲和北美市场，加快公司国际化战略布局。与此同时，北欧纸业产品能弥补国内消费升级释放的高端特种纸需求，并有助于提升公司整体造纸技术，优化公司全球供应链和销售网络。

● 旺季将至原纸价格稳中有升，废纸价格保持相对稳定，盈利能力增强

今年二季度以来，瓦楞箱板原纸价格上涨明显，7 月以来维持在相对高位。下半年进入包装用纸旺季，排污许可证制度加快不合规产能出清，原纸价格有望呈现稳中有升的走势。与此同时，进口废物利用企业专项检查的落实有助于维持废纸价格的稳定，公司盈利能力有望进一步提升。

● 盈利预测与投资建议

随着排污许可证制度、进口废物利用企业专项检查等环保监管措施的落实，包装原纸价格预计稳中有增，废纸价格有望保持稳定。我们看好公司造纸盈利能力的提升、废纸回收和包装业务的良好前景，收购北欧纸业推进全球化战略价值凸显，预计 2017-19 年净利润分别为 14.7/17.7/19.5 亿元，按 7 月 21 日收盘价分别对应 12/10/9 倍市盈率，维持“买入”评级。

● 风险提示

下游包装需求下降；包装原纸价格可能波动；废纸成本可能上升。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	9,787.00	12,134.81	14,631.85	19,324.03	23,050.28
增长率(%)	26.52%	23.99%	20.58%	32.07%	19.28%
EBITDA(百万元)	1,539.29	1,637.75	3,012.22	3,591.77	3,912.25
净利润(百万元)	209.06	352.80	1,469.61	1,771.99	1,945.36
增长率(%)	90.15%	68.76%	316.55%	20.58%	9.78%
EPS(元/股)	0.085	0.109	0.323	0.389	0.427
市盈率(P/E)	44.65	46.70	12.33	10.22	9.31
市净率(P/B)	1.53	1.97	1.84	1.56	1.34
EV/EBITDA	10.43	14.07	8.27	6.92	6.08

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

3.98 元

前次评级

买入

报告日期

2017-07-23

相对市场表现



分析师：赵中平 S0260516070005



0755-23953620



zhaozhongping@gf.com.cn

相关研究：

山鹰纸业 (600567.SH)：行业复苏产能蓄势，业绩向上高弹性 2016-11-22

联系人：任尚伟 020-87574791

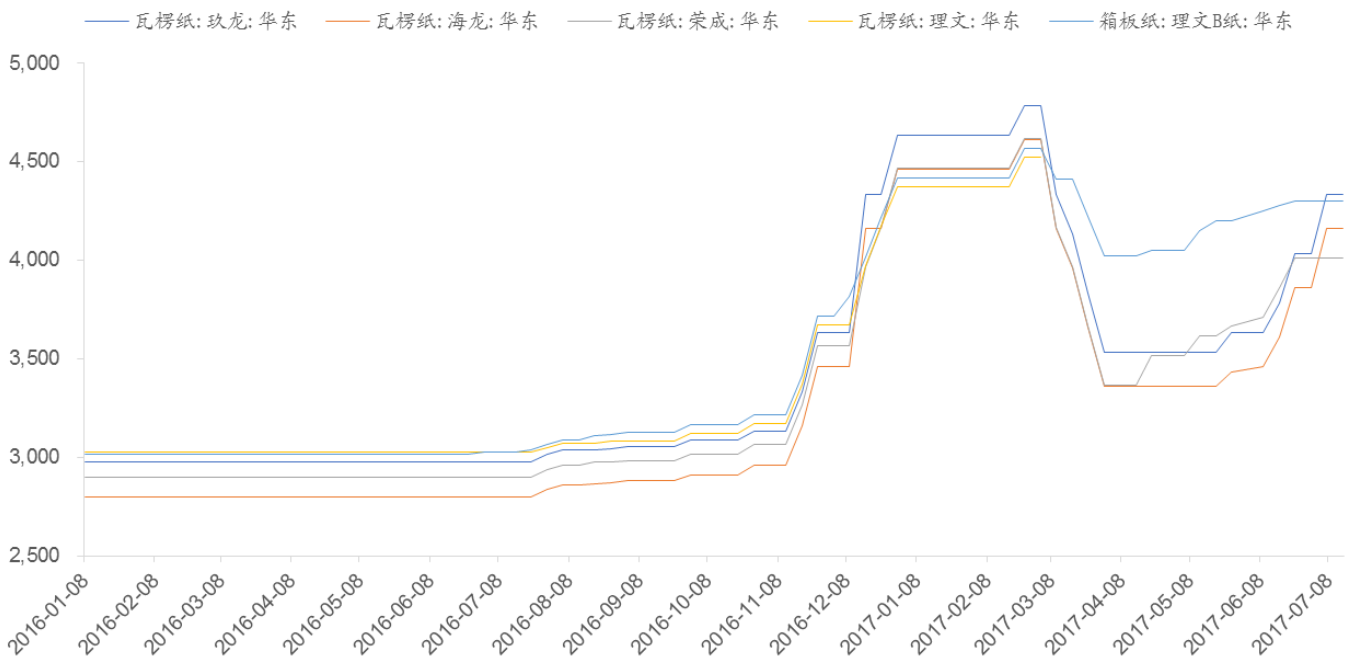
rensw@gf.com.cn

一、原纸价格同比涨幅明显，公司盈利能力增强

公司2017年一季报显示，营业收入33.7亿元，同比增长37%，归属于上市公司股东的净利润4.3亿元，同比增长615%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润4.3亿元，同比增长953%。公司收入和利润增长主要由于产品售价相比2016年同期涨幅明显。考虑公司非公开发行股票募投项目的推进尚需一段时间，预计今年公司产品的产量和销量和去年相近。一季度业绩的线性外推（收入33.7亿元*4，净利润4.3亿元*4）能够为全年业绩预测提供较为合理的参考基准。

我们跟踪了部分企业华东地区包装原纸2016年初至今的价格走势，包括玖龙、海龙、荣成和理文的瓦楞纸以及理文的箱板纸。2016年四季度纸价上涨迅速，出厂价一度达到4500元/吨的水平，2017年一季度有所回落，二季度重拾涨势。

图1：部分包装原纸华东区域价格走势（出厂价，元/吨，2016年初至今）



资料来源：Wind、广发证券发展研究中心

表1：部分包装纸华东区域价格（元/吨）

	2016H1	2016	2017H1
瓦楞纸:玖龙:华东	2975	3143	4042
瓦楞纸:海龙:华东	2800	2968	3866
瓦楞纸:荣成:华东	2900	3059	3960
瓦楞纸:理文:华东	3025	3167	4413
箱板纸:理文B纸:华东	3015	3182	4278
平均价格	2943	3104	4112

资料来源：Wind、广发证券发展研究中心

今年二季度以来，瓦楞箱板原纸价格上涨明显。从各企业华东区域均价（根据Wind中的周度数据计算平均值）来看，2017年上半年比2016年上半年增长了约40%。7月以来瓦楞箱板原纸价格维持在相对高位。下半年进入包装用纸旺季，排污许可证制度加快不合规产能出清，原纸价格有望呈现稳中有升的走势。与此同时，进口废物利用企业专项检查的落实有助于维持废纸价格的稳定，公司盈利能力有望进一步提升。

二、盈利预测与投资建议

随着排污许可证制度、进口废物利用企业专项检查等环保监管措施的落实，包装原纸价格预计稳中有增，废纸价格有望保持稳定。我们看好公司造纸盈利能力的提升、废纸回收和包装业务的良好前景，收购北欧纸业推进全球化战略价值凸显，预计2017-19年净利润分别为14.7/17.7/19.5亿元，按7月21日收盘价分别对应12/10/9倍市盈率。以Wind一致预测净利润和7月21日收盘价对应市值为计算基准，A股可比公司2017-19年平均市盈率分别为12.0/9.6/8.0倍。我们对山鹰纸业维持“买入”评级。

表2：可比公司市盈率对比

A股部分造纸上市公司	市盈率			当前市值 (亿)	Wind一致预测净利润(百万)		
	2017E	2018E	2019E		2017E	2018E	2019E
太阳纸业	13.7	11.0	9.2	214	1565	1943	2331
晨鸣纸业	9.2	7.8	6.6	264	2868	3397	3975
博汇纸业	13.0	10.1	8.3	86	657	848	1038
平均市盈率	12.0	9.6	8.0				

资料来源：Wind、广发证券发展研究中心

三、风险提示

下游包装需求下降；包装原纸价格可能波动；废纸成本可能上升。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	6547	7461	7579	9777	11547
货币资金	2015	2197	1463	1932	2305
应收及预付	2508	2705	3320	4387	5235
存货	1784	1686	1923	2585	3134
其他流动资产	241	873	873	873	873
非流动资产	11866	12588	13632	14332	14356
长期股权投资	5	97	97	97	97
固定资产	10059	9636	10702	11416	11457
在建工程	407	1542	1542	1542	1542
无形资产	1059	1030	1009	994	977
其他长期资产	337	282	282	282	282
资产总计	18413	20049	21211	24109	25903
流动负债	10294	8906	8606	9727	9570
短期借款	6437	5386	4881	5306	4583
应付及预收	1797	1878	2082	2778	3343
其他流动负债	2059	1643	1643	1643	1643
非流动负债	1945	2715	2715	2715	2715
长期借款	1003	818	818	818	818
应付债券	796	1792	1792	1792	1792
其他非流动负债	145	106	106	106	106
负债合计	12239	11622	11321	12442	12285
股本	2457	4551	4551	4551	4551
资本公积	3098	4289	4289	4289	4289
留存收益	546	823	2293	4065	6010
归属母公司股东权	6119	8377	9846	11618	13563
少数股东权益	55	51	44	49	54
负债和股东权益	18413	20049	21211	24109	25903

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	9787	12135	14632	19324	23050
营业成本	7991	10150	11085	14900	18062
营业税金及附加	65	107	110	145	173
销售费用	509	594	716	945	1127
管理费用	447	496	598	790	942
财务费用	621	549	338	337	322
资产减值损失	26	37	16	81	65
公允价值变动收益	-5	5	0	0	0
投资净收益	2	-4	0	0	0
营业利润	124	203	1769	2125	2358
营业外收入	195	269	160	182	185
营业外支出	25	23	23	23	23
利润总额	294	450	1906	2285	2520
所得税	86	91	443	508	569
净利润	208	359	1463	1777	1951
少数股东损益	-2	6	-7	5	6
归属母公司净利润	209	353	1470	1772	1945
EBITDA	1539	1638	3012	3592	3912
EPS (元)	0.09	0.11	0.32	0.39	0.43

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1383	943	1932	1995	2478
净利润	208	359	1463	1777	1951
折旧摊销	765	849	889	1048	1167
营运资金变动	-241	-876	-664	-1114	-897
其它	652	611	244	285	257
投资活动现金流	-446	-1167	-1797	-1588	-1029
资本支出	-343	-1019	-1797	-1588	-1029
投资变动	-110	-157	0	0	0
其他	8	9	0	0	0
筹资活动现金流	-1027	1119	-870	62	-1077
银行借款	12879	12064	-504	425	-723
债券融资	-13866	-12078	0	0	0
股权融资	0	1973	0	0	0
其他	-40	-840	-365	-363	-354
现金净增加额	-89	895	-734	469	373
期初现金余额	2262	2015	2197	1463	1932
期末现金余额	2172	2909	1463	1932	2305

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	26.5	24.0	20.6	32.1	19.3
营业利润增长	620.9	64.1	770.7	20.1	10.9
归属母公司净利润增长	90.1	68.8	316.6	20.6	9.8
获利能力(%)					
毛利率	18.4	16.4	24.2	22.9	21.6
净利率	2.1	3.0	10.0	9.2	8.5
ROE	3.4	4.2	14.9	15.3	14.3
ROIC	4.3	4.3	10.0	10.9	11.2
偿债能力					
资产负债率(%)	66.5	58.0	53.4	51.6	47.4
净负债比率	1.1	0.8	0.7	0.6	0.4
流动比率	0.64	0.84	0.88	1.01	1.21
速动比率	0.46	0.64	0.64	0.72	0.86
营运能力					
总资产周转率	0.53	0.63	0.71	0.85	0.92
应收账款周转率	7.07	7.65	7.65	7.65	7.65
存货周转率	4.68	5.76	5.76	5.76	5.76
每股指标(元)					
每股收益	0.09	0.11	0.32	0.39	0.43
每股经营现金流	0.56	0.29	0.42	0.44	0.54
每股净资产	2.49	1.84	2.16	2.55	2.98
估值比率					
P/E	44.7	33.3	12.3	10.2	9.3
P/B	1.5	2.0	1.8	1.6	1.3
EV/EBITDA	10.4	14.1	8.3	6.9	6.1

广发造纸轻工行业研究小组

- 赵中平： 分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 申 焯： 分析师，南京大学金融学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
- 任尚伟： 研究助理，北京大学经济学硕士，香港大学金融学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 汪 达： 研究助理，吉林大学金融学硕士、管理学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。