

# 山鹰纸业(600567)

## 中报业绩超预期，看好下半年行业持续改善 增持(维持)

2017年08月09日

证券分析师 马莉

执业证书编号: S0600517050002  
[mal@dwzq.com.cn](mailto:mal@dwzq.com.cn)

证券分析师 汤军

执业证书编号: S0600517050001  
[tangj@dwzq.com.cn](mailto:tangj@dwzq.com.cn)

研究助理 史凡可

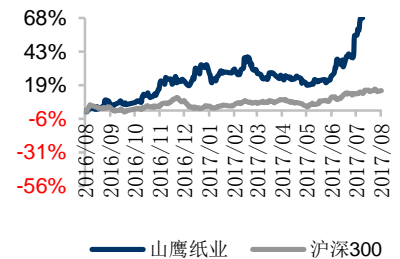
[shifk@dwzq.com.cn](mailto:shifk@dwzq.com.cn)

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	12,134.81	17,074.76	18,176.85	21,450.34
同比(%)	23.99	40.71	6.45	18.01
净利润(百万元)	352.80	1,728.40	1,924.36	2,354.45
同比(%)	68.76	389.90	11.34	22.35
毛利率(%)	16.36	21.91	21.78	21.85
ROE(%)	4.87	19.45	19.32	20.97
每股收益(元)	0.08	0.38	0.42	0.52
P/E	46.70	12.72	11.42	9.34
P/B	3.03	2.47	2.21	1.96

### 投资要点

- **公司发布2017年中报，业绩超市场预期：**17年H1公司实现收入74.61亿元，同比增长38.10%，归属母公司净利润8.26亿元，同比大幅增长450.95%。其中第二季度单季营业收入40.87亿元，较上年同期增长38.76%，归母净利润3.93亿元，同比339.70%，业绩增长超市场预期。
- **销量维持稳定，价格提升明显：**17H1收入中，造纸业务53.50亿元（同比增36.89%），包装业务15.85亿元（同比+26.90%），国际贸易业务3.72亿元（同比+130.95%），其他收入5486万元（同比+200.99%）。公司造纸业务增长较快，上半年实现产量176.91万吨，销量168.99万吨（与去年同期持平），产销率为95.52%，单吨收入3165元/吨，对比16年同期单吨收入为2312元/吨，综合售价提升了853元/吨。这主要得益于环保政策的持续施压，供给端改善明显，落后产能加速出清，加上原材料成本大幅增加，产品价格提升所致。箱板纸价格从16年底快速上涨，虽然17年春节后淡季出现过回调，但4月份触底反弹，截止17年8月9日，箱板纸价格为4737元/吨，已接近去年12月份高点，我们认为随着环保政策的持续趋严，并且箱板纸行业开始进入旺季，箱板纸价格有望再提升。
- **造纸毛利率增加，内部管理持续优化，调整折旧年限致使净利率大幅提升：**受益于纸价上涨，同时公司于16年底延长部分纸机折旧年限，公司上半年造纸业务毛利率提升6.43个百分点至24.93%，其中由调整折旧年限带来的净利润为1.29亿元，刨去这部分增量，造纸业务毛利率为22.52%，上年同期箱板纸业务毛利率为17.22%，同比也有大幅增长。期间公司三费率10.76%，比16年同期下降3.88个百分点。其中销售费用率下降0.86个百分点，管理费用率下降0.9个百分点，显示出公司在内部管理优化上有所改善，财务费用率下降2.12个百分点，主要系本期利息支出及汇兑损失减少所致。综上，公司上半年净利率上升至11%。经过我们测算，公司Q2单吨净利为370元/吨左右，环比一季减少（Q1为543元/吨左右），Q2单吨盈利环比减少主要是因为2月底箱板纸价格出现回落，跌至4月底开始回升，导致Q2整体吨盈利水平下降。目前箱板纸价格已接近去年底高点，我们预计下半年吨盈利水平整体相较Q2会有提升。
- **应收，存货增加致使现金流大幅减少：**期间公司现金流-2.71亿元，同比减少204.96%，主要系存货和应收票据大幅增加所致。其中应收票据18.74亿元，同比增加91.73%。此外，基于废纸价格上涨预期，公司加大原材料采购，加上去年同期原纸库存相对较低，公司17年H1库存达到22.15亿元，增长31.36%。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	4.83
一年最低/最高价	2.81/4.83
市净率(倍)	2.42
流通A股市值(百万元)	21982

### 基础数据

每股净资产(元)	2.00
资本负债率(%)	60.82
总股本(百万股)	4,551
流通A股(百万股)	4,551

### 相关研究

1. 山鹰纸业：行业持续景气，业绩高增长 -20170710

- **拟收购北欧纸业增厚业绩，国际化推进进程加速：**公司拟以 24 亿瑞典克朗（19.52 亿人民币）收购北欧纸业 100% 股权。收购完成后，公司将介入技术壁垒高、盈利能力更强的高端特种纸细分市场领域，有助于造纸技术的提升和产品结构的改善。北欧纸业年产能 50 万吨，专注于防油纸和牛皮纸细分领域，下游主要为食品、消费品以及建筑、化工等增长型产品，其中防油纸在欧洲的产量和市场占有率排名第一。北欧纸业整体盈利水平较强，2016 年收入规模 20.62 亿元，净利润 1.9 亿人民币，净利率达 9.2%，公司收购后，实际总产能将提升至 410 万吨，规模将得到进一步提升。
- **环保持续，限制进口低端废纸，看好行业竞争格局进一步优化：**我国先后推出的“绿篱行动”、固定废物进口管理制度改革方案等一系列政策和行动，加大对进口废物的政策监管，我国 2016 年进口废纸 2849 万吨，预计 17 年进口废纸将会减少 20%，原材料供给的收缩将会限制中小企业的发展，加上排污许可证制度，叠加环保巡视组不间断实行全国范围的环保督查，行业格局有望进一步优化，龙头优势愈发明显。
- **投资建议：**公司在国内箱板纸行业景气不断向上的同时，加快国际化推进进程，增强产品竞争力，为长远增长奠定基础。不考虑收购北欧纸业并表的影响，我们提高 17、18 年净利润预期至 17.28、19.24 亿利润，EPS 为 0.38、0.42 元，当前市值对应 12.7、11.4 倍 PE，假设北欧纸业明年可实现全年并表，预计可为 18 年带来 1.2 亿利润增量，继续维持“增持”评级。
- **风险提示：**行业供给收缩低于预期、环保政策执行力度低于预期、收购北欧纸业存在不确定性。

山鹰纸业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>7,461.06</b>	<b>8,799.73</b>	<b>8,340.01</b>	<b>10,252.97</b>	<b>营业收入</b>	<b>12,134.81</b>	<b>17,074.76</b>	<b>18,176.85</b>	<b>21,450.34</b>
货币资金	2,197.27	2,561.21	2,544.76	2,788.54	营业成本	10,149.89	13,333.13	14,217.66	16,763.19
应收款项	2,522.34	3,575.79	3,283.40	4,113.27	营业税金及附加	107.02	136.60	145.41	171.60
存货	1,686.20	2,108.19	2,022.91	2,743.83	销售费用	593.55	745.68	773.35	889.86
其他	1,055.24	554.54	488.94	607.33	管理费用	496.07	595.07	613.00	700.35
<b>非流动资产</b>	<b>12,587.87</b>	<b>14,055.00</b>	<b>14,531.86</b>	<b>14,498.36</b>	财务费用	549.06	365.12	355.53	368.28
长期股权投资	97.43	69.87	52.30	44.73	投资净收益	-4.19	-0.18	-0.43	-0.79
固定资产	9,636.04	10,649.89	11,444.81	11,943.08	其他	1.02	306.00	327.02	383.89
无形资产	959.39	946.77	933.75	920.18	<b>营业利润</b>	<b>203.20</b>	<b>2,127.88</b>	<b>2,369.10</b>	<b>2,896.31</b>
其他	1,895.00	2,388.47	2,101.01	1,590.36	营业外净收支	246.46	45.33	49.64	61.31
<b>资产总计</b>	<b>20,048.93</b>	<b>22,854.73</b>	<b>22,871.87</b>	<b>24,751.33</b>	<b>利润总额</b>	<b>449.67</b>	<b>2173.21</b>	<b>2418.73</b>	<b>2957.62</b>
<b>流动负债</b>	<b>8,906.38</b>	<b>10,668.47</b>	<b>9,548.38</b>	<b>10,818.51</b>	所得税费用	90.78	438.73	488.29	597.08
短期借款	5,385.54	5,267.67	4,554.07	4,835.66	少数股东损益	6.09	6.09	6.09	6.09
应付账款	1,484.03	3,275.44	2,837.32	3,734.12	归属母公司净利润	352.80	1728.40	1924.36	2354.45
其他	2,036.80	2,125.36	2,156.99	2,248.73	EBIT	895.30	2,400.87	2,572.84	3,096.94
<b>非流动负债</b>	<b>2,715.21</b>	<b>2,744.22</b>	<b>2,751.33</b>	<b>1,975.16</b>	EBITDA	1,739.78	2,966.15	3,188.71	3,753.47
长期借款	817.70	817.70	817.70	817.70					
其他	1,897.51	1,926.52	1,933.63	1,157.46	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>负债总计</b>	<b>11,621.59</b>	<b>13,412.69</b>	<b>12,299.71</b>	<b>12,793.67</b>	每股收益(元)	0.09	0.38	0.42	0.52
少数股东权益	50.80	46.40	41.99	37.58	每股净资产(元)	1.85	2.07	2.32	2.63
归属母公司股东权益	8,376.53	9,395.64	10,530.17	11,920.07	发行在外股份(百万股)	4,551.25	4,551.25	4,551.25	4,551.25
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>20,048.93</b>	<b>22,854.73</b>	<b>22,871.87</b>	<b>24,751.33</b>	ROIC(%)	4.35%	11.06%	11.58%	13.29%
					ROE(%)	4.87%	19.45%	19.32%	20.97%
					毛利率(%)	16.36%	21.91%	21.78%	21.85%
					EBIT Margin(%)	7.38%	14.06%	14.15%	14.44%
					销售净利率(%)	2.96%	10.16%	10.62%	11.00%
					资产负债率(%)	57.97%	58.69%	53.78%	51.69%
					收入增长率(%)	23.99%	40.71%	6.45%	18.01%
					净利润增长率(%)	68.76%	389.90%	11.34%	22.35%
					P/E	62.31	12.72	11.42	9.34
					P/B	3.03	2.47	2.21	1.96
					EV/EBITDA	18.05	11.07	9.95	8.52

数据来源: Wind 资讯, 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 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>

