

山鹰纸业 (600567.SH)

造纸行业复苏明显，盈利能力提升可观

核心观点:

● 收入同比增长可观，净利润同比大幅提升

2017年上半年公司实现营业收入74.61亿元，同比增长38.1%；归属上市公司股东净利润8.26亿元，同比增长451%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润8.05亿元，同比增长588%。公司注重精益生产，提升人才效益，加强创新研发能力，打造品牌影响力，维持各项业务全面快速发展。报告期内销售收入增长可观、销售毛利率提升明显，主营业务实现毛利率21.93%，较去年同期上升5.22个百分点。与此同时，公司三项费用率下降明显，净利润同比大幅提升。

● 造纸行业复苏明显，公司盈利能力提升可观

公司上半年造纸业务实现营业收入53.5亿元，同比增长36.9%，毛利率相比去年同期增长6.43个百分点达到24.93%。公司原纸销量169万吨与去年同期持平，营收提升得益于产品涨价。二季度原纸价格维持在相对高位，下半年行业进入旺季，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。此外，公司计划收购北欧纸业，有望在高端特种纸细分市场进一步发展，加快公司国际化战略布局。

● 盈利预测与投资建议

随着造纸行业复苏、旺季销量增长和排污许可证制度等环保监管措施的落实，包装原纸价格预计稳中有增。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及国际化布局进展。预计公司2017-2019年净利润16.1/19.8/25.5亿元，按照8月10日收盘价分别对应13/11/8倍PE，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	14,819.76	18,525.00	24,740.84
增长率(%)	26.52%	23.99%	22.13%	25.00%	33.55%
EBITDA(百万元)	1,539.29	1,637.75	3,198.89	3,821.40	4,706.04
净利润(百万元)	209.06	352.80	1,613.95	1,979.78	2,551.14
增长率(%)	90.15%	68.76%	357.46%	22.67%	28.86%
EPS(元/股)	0.085	0.109	0.355	0.435	0.561
市盈率(P/E)	44.65	46.70	13.34	10.87	8.44
市净率(P/B)	1.53	1.97	2.15	1.80	1.48
EV/EBITDA	10.43	14.07	8.82	7.26	5.65

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

当前价格 4.73元

前次评级 买入

报告日期 2017-08-10

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): 拟 2017-07-23
 收购高端特种纸龙头, 全球化
 战略价值凸显

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

联系人: 汪达 010-59136610
 wangda@gf.com.cn

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	7631	9345	12216
货币资金	2015	2197	1482	1853	2474
应收及预付	2508	2705	3360	4202	5613
存货	1784	1686	1916	2417	3256
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	21264	23676	26572
流动负债	10294	8906	8515	8942	9279
短期借款	6437	5386	4793	4693	4148
应付及预收	1797	1878	2079	2606	3488
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	11230	11658	11994
股本	2457	4551	4551	4551	4551
资本公积	3098	4289	4289	4289	4289
留存收益	546	823	2437	4417	6968
归属母公司股东权	6119	8377	9990	11970	14521
少数股东权益	55	51	43	49	56
负债和股东权益	18413	20049	21264	23676	26572

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1383	943	2037	2400	2518
净利润	208	359	1606	1985	2558
折旧摊销	765	849	889	1048	1167
营运资金变动	-241	-876	-703	-879	-1474
其它	652	611	244	246	267
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	-955	-441	-867
银行借款	12879	12064	-593	-100	-545
债券融资	-13866	-12078	0	0	0
股权融资	0	1973	0	0	0
其他	-40	-840	-363	-342	-322
现金净增加额	-89	895	-715	371	622
期初现金余额	2262	2015	2197	1482	1853
期末现金余额	2172	2909	1482	1853	2474

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	22.1	25.0	33.6
营业利润增长	620.9	64.1	862.8	22.3	31.3
归属母公司净利润增长	90.1	68.8	357.5	22.7	28.9
获利能力(%)					
毛利率	18.4	16.4	25.5	24.8	24.2
净利率	2.1	3.0	10.8	10.7	10.3
ROE	3.4	4.2	16.2	16.5	17.6
ROIC	4.3	4.3	10.8	12.0	14.2
偿债能力					
资产负债率(%)	66.5	58.0	52.8	49.2	45.1
净负债比率	1.1	0.8	0.7	0.5	0.3
流动比率	0.64	0.84	0.90	1.04	1.32
速动比率	0.46	0.64	0.66	0.76	0.95
营运能力					
总资产周转率	0.53	0.63	0.72	0.82	0.98
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	0.35	0.43	0.56
每股经营现金流	0.56	0.29	0.45	0.53	0.55
每股净资产	2.49	1.84	2.20	2.63	3.19
估值比率					
P/E	44.7	33.3	13.3	10.9	8.4
P/B	1.5	2.0	2.2	1.8	1.5
EV/EBITDA	10.4	14.1	8.8	7.3	5.6

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	9787	12135	14820	18525	24741
营业成本	7991	10150	11045	13934	18765
营业税金及附加	65	107	111	139	186
销售费用	509	594	748	921	1239
管理费用	447	496	606	757	1011
财务费用	621	549	335	317	290
资产减值损失	26	37	18	63	106
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	1956	2393	3143
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	2093	2553	3305
所得税	86	91	487	568	746
净利润	208	359	1606	1985	2558
少数股东损益	-2	6	-8	5	7
归属母公司净利润	209	353	1614	1980	2551
EBITDA	1539	1638	3199	3821	4706
EPS(元)	0.09	0.11	0.35	0.43	0.56

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 烨： 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。
- 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⽅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。