

## 中期业绩超预期，仍处景气上升期

### 投资要点

- **事件:** 公司发布半年报, 2017H1 实现营收 74.6 亿元 (+38.1%); 归母净利润 8.3 亿元 (+451%), 业绩超市场预期。其中 Q2 实现营收 40.9 亿元 (+38.8%), 归母净利润 3.9 亿元 (+339.7%)。
- **行业景气促业绩高增长, 规模效应提升盈利水平。** (1) 箱板瓦楞纸价格从 4 月开始随下游包装需求逐渐回暖且上游废纸、纸浆等原材料成本持续高位, 均价同比上升 30%+。上半年销售原纸共 169 万吨, 产销水平与去年基本持平, 收入增长主要由价格提升贡献。受益于龙头地位成本转嫁能力较强, 公司将成本增长超额转嫁至下游, 使得毛利率同比提升 5.1 个百分点至 22%; (2) 随着公司营收体量增加, 规模效应逐渐显现, 2016H1 公司期间费用率大幅下降 3.9 个百分点, 达到 10.8%。(3) 包装业务盈利持续改善, 2017H1 瓦楞箱板纸箱产量 4.9 亿平方米, 销量 4.9 亿平方米, 实现营收 17.4 亿元, 同比增长 30.8%。毛利率同比小幅提升 4 个百分点至 13.1%, 随着未来包装业务规模扩大, 有望成为公司业绩新增长点。
- **环保趋势推动行业集中度提升, 产业链优势造就成长空间。** 2017 年 1 月环保部印发《排污许可证暂行规定》, 要求所有纸企业必须持证生产, 同时废纸进口配额制度使得小规模纸企较难获得稳定的原料供应, 我们认为许可证制度及废纸进口配额制度将有效淘汰落后产能、改善行业供需结构, 进而提升行业集中度, 龙头企业将持续收益; 山鹰纸业公司是目前国内唯一覆盖全产业链的造纸集团, 上游废纸收购业务增强公司成本优势, 2016 公司年度废纸采购平均成本 1290 元/吨 (2016 年度废纸均价 1364 元/吨), 下游包装业务有望受益于下游巨大市场空间实现快速成长, 高附加值产品占比逐步提升将进一步增强公司盈利能力。
- **盈利预测与投资建议。** 由于箱板原纸价格仍维持高位, 吨净利超预期, 我们上调盈利预测。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.36 元、0.4 元和 0.45 元, 考虑到明年还有新增产能释放, 给予公司 2017 年 15 倍估值, 目标价 5.4 元, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 募投项目推进或不及预期; 自建电厂建设进度或不及预期; 纸价出现大幅下跌的风险。

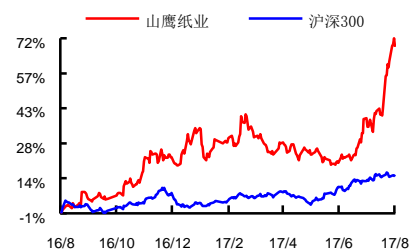
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	12134.81	15970.39	19705.96	23420.22
增长率	23.99%	31.61%	23.39%	18.85%
归属母公司净利润 (百万元)	352.80	1652.06	1803.57	2034.45
增长率	68.76%	368.27%	9.17%	12.80%
每股收益 EPS (元)	0.08	0.36	0.40	0.45
净资产收益率 ROE	4.26%	14.70%	14.49%	14.71%
PE	61	13	12	11
PB	2.55	1.92	1.73	1.56

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣  
执业证号: S1250517080002  
电话: 023-67511807  
邮箱: cxin@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	45.51
流通 A 股(亿股)	45.51
52 周内股价区间(元)	2.82-4.83
总市值(亿元)	215.27
总资产(亿元)	233.78
每股净资产(元)	2.00

### 相关研究

1. 山鹰纸业 (600567): 业绩符合预期, 盈利能力改善 (2017-04-04)
2. 山鹰纸业 (600567): 股权激励显信心, 产能投放保增长 (2016-10-14)

**关键假设：**

假设 1：募投 120 万吨项目（包括年产 50 万吨低定量强韧牛卡纸、43 万吨低定量高强瓦楞纸、27 万吨渣浆纱管原纸生产线建设项目）在 2018、2019 年新产能投放分别为 50%、50%。

假设 2：自建电厂建设如期进行，今年可实现全部用电自备。

假设 3：包装上量后毛利率能逐步提升至 20%左右的水平。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>合计</b>						
营业收入	7,735.39	9,787.00	12,134.81	15,970.39	19,705.96	23,420.22
yoy		26.52%	23.99%	31.61%	23.39%	18.85%
营业成本	6,438.35	7,990.79	10,149.89	12,193.04	15,371.74	18,456.35
毛利率	16.77%	18.35%	16.36%	23.65%	21.99%	21.19%
<b>箱板纸</b>						
收入	6,375.91	8,759.61	10,916.13	14,518.45	18,148.07	21,777.68
yoy		37.39%	24.62%	33.00%	25.00%	20.00%
成本	5,156.66	7,101.04	9,043.03	10,888.84	13,974.01	16,986.59
毛利率	19.12%	18.93%	17.16%	25.00%	23.00%	22.00%
<b>新闻纸</b>						
收入	779.43	556.06	521.70	626.04	719.95	791.94
yoy		-28.66%	-6.18%	20.00%	15.00%	10.00%
成本	707.36	484.22	450.48	535.26	619.15	681.07
毛利率	9.25%	12.92%	13.65%	14.50%	14.00%	14.00%
<b>废纸</b>						
收入	391.65	252.95	487.46	584.95	584.95	584.95
yoy		-35.41%	92.71%	20.00%	0.00%	0.00%
成本	437.22	247.00	481.68	576.18	576.18	576.18
毛利率	-11.64%	2.35%	1.19%	1.50%	1.50%	1.50%
<b>其他</b>						
收入	175.83	214.97	209.52	240.95	253.00	265.65
yoy		22.26%	-2.54%	15.00%	5.00%	5.00%
成本	124.85	155.25	174.70	192.76	202.40	212.52
毛利率	28.99%	27.78%	16.62%	20.00%	20.00%	20.00%

数据来源：公司公告，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	12134.81	15970.39	19705.96	23420.22	净利润	358.89	1652.06	1803.57	2034.45
营业成本	10149.89	12193.04	15371.74	18456.35	折旧与摊销	849.48	699.61	789.72	841.02
营业税金及附加	107.02	107.00	132.03	152.23	财务费用	549.06	546.74	589.20	643.56
销售费用	593.55	702.70	847.36	1007.07	资产减值损失	37.03	0.00	0.00	0.00
管理费用	496.07	542.99	670.00	796.29	经营营运资本变动	-1276.24	-736.72	-771.93	-723.46
财务费用	549.06	546.74	589.20	643.56	其他	424.70	-6.16	-5.63	-4.85
资产减值损失	37.03	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	942.93	2155.54	2404.92	2790.73
投资收益	-4.19	0.00	0.00	0.00	资本支出	-813.25	-1500.00	-1700.00	-1000.00
公允价值变动损益	5.22	5.22	5.22	5.22	其他	-353.68	17.63	5.22	5.22
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-1166.93	-1482.37	-1694.78	-994.78
<b>营业利润</b>	203.20	1883.14	2100.85	2369.93	短期借款	-1051.89	-885.54	614.45	-114.45
其他非经营损益	246.46	196.28	208.64	210.82	长期借款	-185.40	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	449.67	2079.41	2309.49	2580.75	股权融资	1975.79	1310.24	0.00	0.00
所得税	90.78	427.35	505.93	546.30	支付股利	-75.34	-127.14	-595.35	-649.94
净利润	358.89	1652.06	1803.57	2034.45	其他	504.16	-1337.45	-589.20	-643.56
少数股东损益	6.09	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	1167.31	-1039.89	-570.09	-1407.96
归属母公司股东净利润	352.80	1652.06	1803.57	2034.45	<b>现金流量净额</b>	894.53	-366.73	140.05	387.98
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	2197.27	1830.55	1970.60	2358.58	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	2704.73	3798.43	4616.17	5468.14	销售收入增长率	23.99%	31.61%	23.39%	18.85%
存货	1686.20	2029.48	2562.49	3078.95	营业利润增长率	64.07%	826.72%	11.56%	12.81%
其他流动资产	872.85	1113.20	1359.37	1604.14	净利润增长率	72.95%	360.33%	9.17%	12.80%
长期股权投资	97.43	97.43	97.43	97.43	EBITDA 增长率	6.03%	95.38%	11.19%	10.77%
投资性房地产	124.45	124.45	124.45	124.45	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	11178.52	12091.87	13115.11	13387.05	毛利率	16.36%	23.65%	21.99%	21.19%
无形资产和开发支出	1018.72	906.91	795.11	683.30	三费率	13.50%	11.22%	10.69%	10.45%
其他非流动资产	168.74	167.58	166.43	165.28	净利率	2.96%	10.34%	9.15%	8.69%
<b>资产总计</b>	20048.93	22159.91	24807.15	26967.32	ROE	4.26%	14.70%	14.49%	14.71%
短期借款	5385.54	4500.00	5114.45	5000.00	ROA	1.79%	7.46%	7.27%	7.54%
应付和预收款项	1813.10	2575.91	3106.04	3710.42	ROIC	4.10%	11.55%	11.23%	11.67%
长期借款	817.70	817.70	817.70	817.70	EBITDA/销售收入	13.20%	19.60%	17.66%	16.46%
其他负债	3605.25	3026.97	3321.41	3607.14	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	11621.59	10920.58	12359.60	13135.26	总资产周转率	0.63	0.76	0.84	0.90
股本	3241.02	4551.25	4551.25	4551.25	固定资产周转率	1.23	1.47	1.56	1.77
资本公积	4289.05	4289.05	4289.05	4289.05	应收账款周转率	8.11	8.40	7.92	7.90
留存收益	823.30	2348.22	3556.44	4940.94	存货周转率	5.81	6.51	6.66	6.51
归属母公司股东权益	8376.53	11188.53	12396.75	13781.25	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	86.58%	—	—	—
少数股东权益	50.80	50.80	50.80	50.80	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	8427.34	11239.33	12447.55	13832.06	资产负债率	57.97%	49.28%	49.82%	48.71%
负债和股东权益合计	20048.93	22159.91	24807.15	26967.32	带息债务/总负债	68.80%	65.10%	62.50%	57.93%
					流动比率	0.84	1.07	1.09	1.20
					速动比率	0.65	0.82	0.82	0.91
					股利支付率	21.35%	7.70%	33.01%	31.95%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.08	0.36	0.40	0.45
					每股净资产	1.85	2.47	2.73	3.04
					每股经营现金	0.21	0.47	0.53	0.61
					每股股利	0.02	0.03	0.13	0.14
业绩和估值指标									
EBITDA	1601.75	3129.49	3479.77	3854.51					
PE	61.02	13.03	11.94	10.58					
PB	2.55	1.92	1.73	1.56					
PS	1.77	1.35	1.09	0.92					
EV/EBITDA	13.30	8.38	7.67	6.79					
股息率	0.35%	0.59%	2.77%	3.02%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn