

轻工制造

2017年08月10日

山鹰纸业 (600567)

——2017年中报点评：业绩超预期，造纸和包装盈利持续改善，上调17年盈利预测，维持买入

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

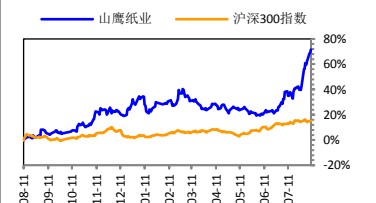
市场数据： 2017年08月09日

收盘价(元)	4.83
一年内最高/最低(元)	4.98/2.84
市净率	1.7
息率(分红/股价)	0.52
流通A股市值(百万元)	21983
上证指数/深证成指	3275.57 / 10544.59

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2017年06月30日

每股净资产(元)	2.81
资产负债率%	60.82
总股本/流通A股(百万)	4551/4551
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：


相关研究

《山鹰纸业(600567)点评：收购北欧最大防油纸企进军特种纸领域，显著受益禁止进口混合废纸，维持买入》 2017/07/21

《海外研究部晨会纪要+20170626》 2017/06/26

证券分析师

周海晨 A0230511040036
zhouhc@swsresearch.com
屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com
范张翔 A0230516080003
fanzx@swsresearch.com

联系人

丁智艳
(8621)23297818×7580
dingzy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件：公司2017H1归母净利同比增长451.0%，业绩超预期。**公司2017H1实现收入74.61亿元，同比增长38.1%；归母净利8.26亿元，同比增长451.0%；合EPS为0.18元，超预期(0.16元)。其中17Q2实现收入40.87亿元，同比增长38.8%；归母净利3.93亿元，同比增长339.7%。
- **箱板瓦楞纸：涨价带动收入增长，马鞍山基地盈利能力持续提升。**1)造纸：纸价均价提升促收入和毛利率均提升。2017H1公司原纸销售169万吨，持平2016年同期水平，造纸实现收入53.50亿元，同比增长36.9%；造纸毛利率24.9%，同比提升6.43pcts。2)马鞍山基地改善明显，海盐基地电厂扩建推进，湖北基地整装待发。17H1马鞍山基地实现净利润4.96亿元(vs16H1实现净利润0.61亿元)，新纸机度过磨合期和旧纸机技改完成，电厂技改项目16年底落地，盈利持续提升；17H1海盐基地(吉安集团)实现净利润3.01亿元(vs16H1实现净利润1.44亿元)，电厂扩建项目积极推进，有望推动进一步新产能扩建。公司拟依托湖北分公司发展湖北生产基地，规划产能近200万吨，为公司2019-2020年持续发展注入新动力。
- **包装：规模扩张带动原有工厂扭亏为盈，盈利水平持续提升。**1)包装业务跟进式布局，涨价带动收入增长。公司现有14家包装厂全国跟进式布局，形成产业链闭环，2017年H1纸箱销量4.89亿平方米，同比下滑4.1%；但均价提升，对应实现收入15.85亿元，同比增长14.2%。2)原有亏损包装厂逐渐扭亏或减亏，毛利率持续改善。公司前期原有包装厂亏损拖累业绩，伴随规模效应显现，扬州祥恒实现扭亏(16H1亏损412万元vs17H1盈利331万元)，合肥祥恒实现减亏(16H1亏损404万元vs17H1亏损100万元)，2017年H1公司整体包装毛利率继续攀升，同比提升1.61pct至14.6%，对标业内公司(合兴包装16年毛利率17%，裕同科技16年毛利率34%)，公司包装板块盈利水平有望持续提升。
- **三费持续改善，融资结构优化，控费效果明显。**公司经营改善及收入规模扩大促三费占比持续下降再创新低，17H1三大期间费用率之和仅10.8%。2016年公司发行16山鹰债募资10亿元、非公开发行股票募资20亿元资金到位，有效补充流动资金，改善融资结构，17H1财务费用率3.3%，同比下降2.12pct。收购北欧纸业将新增公司借款，但是我们预计将通过现金海外借款(海外借款目前利率仅4%左右)方式完成收购，对公司财务费用影响有限。
- **环保限产加强+禁止进口混合废纸政策持续发酵，公司作为箱板瓦楞纸行业龙头将显著受益。**1)污染防治+环保督查进一步加强，龙头受益集中度持续提升。习主席在省部级研讨会议强调污染防治+环保督查由全国向地方行动蔓延，强度和广度有望超预期。同时，第四批全国性环保督查即将开始，6月份开始各省份有环保督查行动。总体下半年的环保督察力度比上半年更加明显，小产能取缔更加坚决。2)中国禁止进口混合废纸，利好拥有美废进口渠道的龙头企业，集中度持续提升。2017年底前中国将紧急禁止4类24种固体废物入境，包括未经分拣的废纸。而8号、11号等分拣废纸进口不受影响，混合废纸在实际生产和固废处于同等地位(纤维短、质量较差)。对混合废纸的限制将拉动国内箱板瓦楞企业对固废的需求，进而拉动固废和箱板瓦楞涨价。龙头企业和北美打包厂具有多年合作，废纸进口源和进口指标有保障，本次限制措施将影响只能从第三方贸易商购买进口废纸的中小企业。两政策同时发力，挤压中小企业生存空间和盈利水平，公司作为行业龙头集中度有望进一步提升。
- **行业兼具需求增长和供给收缩逻辑，看好行业市场集中度提升和公司确定高增长。**电商和冷链物流发展为包装纸行业带来需求增量，据中国造纸协会统计，2010-2015年我国箱板板及瓦楞原纸的年平均消费增长率分别达到4.12%和4.07%，且处于供不应求状态。目前行业前三大玖龙、理文、山鹰市场占有率达到38%，行业集中度有望持续提升，公司作为行业龙头具有较强议价权，新产能持续投放享受行业和内生带来的确定性高成长性。

财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	12,135	7,461	15,439	17,909	19,292
同比增长率(%)	24.0	38.1	27.2	16.7	7.7
净利润(百万元)	353	826	1,649	1,805	1,995
同比增长率(%)	68.8	451.0	367.4	20.8	10.5
每股收益(元/股)	0.08	0.18	0.36	0.40	0.44
毛利率(%)	16.4	22.0	23.2	22.9	22.9
ROE(%)	4.2	9.1	16.5	15.5	14.6
市盈率	62		13	12	11

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

- 上调 17 年盈利预测，箱板瓦楞原纸+包装+特种纸多重发力，国际化战略推进落地，行业和公司基本面优异共振，维持买入！公司前期推出股权激励，行权价格 2.93 元/股。包装板块通过供应链和运营管理盈利水平有望持续提升；横向整合特种纸领域和集团探索生活纸领域，纵向拓展包装产业链和浆纸一体化。马鞍山、海盐、湖北三大基地持续布局为长期增长注入动力。公司有望从箱板瓦楞产能投放、自备电厂节省成本、拓展特种纸领域、包装盈利提升、享受废纸渠道红利、山鹰资本拓展产业布局等领域领军造纸行业。暂不考虑收购增厚，上调 17 年盈利预测至 16.5 亿元（原为 15 亿元），维持 18 年归母净利 18.1 亿元的盈利预测，对应 EPS 分别为 0.36 元和 0.40 元，目前股价（4.83 元/股）对应 PE 分别为 13.4 倍和 12.1 倍，公司作为包装纸龙头，兼具内生增长和外延扩张带来盈利弹性双重属性，维持买入！

表：盈利预测表

单位：百万元，元，百万股

	2015A	2016A	17H1A	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	9,787	12,135	7,461	15,439	17,909	19,292
二、营业总成本	9,660	11,933	6,724	13,648	15,990	17,195
其中：营业成本	7,991	10,150	5,823	11,851	13,802	14,867
营业税金及附加	65	107	70	139	125	135
销售费用	509	594	307	633	788	849
管理费用	447	496	247	509	698	752
财务费用	621	549	249	516	576	592
资产减值损失	26	37	29	0	0	0
加：公允价值变动收益	(5)	5	(19)	0	0	0
投资收益	2	(4)	3	0	0	0
三、营业利润	124	203	853	1,791	1,919	2,097
加：营业外收入	195	269	35	300	370	430
减：营业外支出	25	23	3	25	25	25
四、利润总额	294	450	885	2,066	2,264	2,502
减：所得税	86	91	54	413	453	500
五、净利润	208	359	830	1,653	1,811	2,001
少数股东损益	(2)	6	4	4	6	6
归属于母公司所有者的净利润	209	353	826	1,649	1,805	1,995
六、全面摊薄每股收益	0.05	0.08	0.18	0.36	0.40	0.44
发行后总股本（百万）	4551	4551	4551	4551	4551	4551

资料来源：申万宏源研究

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。