

2017年08月11日

山鹰纸业 (600567.SH)

## 山鹰纸业：行业复苏，山鹰展翅

■**山鹰纸业半年报：**17年上半年公司营业收入74.6亿元，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%，扣非后归母净利润8亿元，同比增长588%。

■**受益箱板瓦楞纸景气回升，公司增长动力强劲：**公司上半年收入、净利润分别增长38.1%、451%，其中单二季度收入40.9亿元，同比增长38.8%，归母净利润3.9亿元，同比增长340%。分产品来看：1) 造纸板块：上半年公司造纸板块收入53.5亿元，净利润约7.3亿元，实现原纸销量约169万吨（其中对内销售约15万吨），我们测算公司上半年吨纸净利约为480元/吨；其中单二季度造纸板块净利润约3.6亿元，原纸销量约99万吨（其中对内销售约9万吨），单二季度吨纸净利约为400元/吨，较一季度略有下滑，但受益销量上升，整体利润保持稳定。2) 包装与商品流通业务：公司上半年包装与商品流通业务实现收入19.6亿元，净利润约0.8-1亿元。上半年公司综合毛利率21.96%，同比提升5.1pct；期间费用率10.8%，同比下降3.9pct，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别下降0.9pct、0.9pct、2.1pct。另外，公司16年底公告设备折旧年限变更，增加上半年净利润约1.3亿元，全年预计增加净利润2.3亿元。公司上半年经营活动现金流量净额为-2.7亿元，同比下降205%，主要由于：1) 存货：基于废纸涨价预期，上半年存货较16年底提升31.4%；2) 融资租赁放款。

■**原材料驱动+环保核查，箱板瓦楞纸17年景气将维持高位：**箱板/瓦楞纸主要用于食品饮料、家用电器、电子产品等消费品包装，我们预计2016年箱板瓦楞纸国内需求量约4800万吨，年增长3%-4%左右，每年市场容量增加约200万吨。供给端：11、12年是行业快速扩张期，年新增产能超过500万吨。随着龙头企业全国布局完成，15-16年产能扩张放缓，我们测算16年行业新增产能约为300万吨，基本是高峰时一半。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	9,787.0	12,134.8	16,491.2	18,898.9	22,962.2
净利润	209.1	352.8	1,630.9	1,877.6	2,192.9
每股收益(元)	0.05	0.08	0.36	0.41	0.48
每股净资产(元)	1.34	1.84	2.62	2.89	3.21

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	103.0	61.0	13.2	11.5	9.8
市净率(倍)	3.5	2.6	1.8	1.6	1.5
净利润率	2.1%	2.9%	9.9%	9.9%	9.6%
净资产收益率	3.4%	4.2%	13.7%	14.3%	15.0%
股息收益率	0.3%	0.5%	2.6%	3.0%	3.4%
ROIC	4.1%	4.8%	11.9%	12.9%	14.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

造纸

投资评级 **买入-A**

维持评级

6个月目标价：**5.38元**

股价(2017-08-11) **4.51元**

### 交易数据

总市值(百万元)	20,526.15
流通市值(百万元)	20,526.15
总股本(百万股)	4,551.25
流通股本(百万股)	4,551.25
12个月价格区间	2.82/4.83元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	22.06	30.64	61.67
绝对收益	23.85	36.97	69.93

周文波

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515080001  
zhouwb@essence.com.cn  
021-35082778

雷慧华

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516090002  
leihh@essence.com.cn  
021-35082719

袁雯婷

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030002  
yuanwt@essence.com.cn

### 相关报告

山鹰纸业：高景气+强诉求，山鹰腾飞值得期待！ / 2016-12-20  
周文波

随着行业盈利的快速恢复，17-18 年新增产能开始增多，景气可能存在波动，但行业中小产能占比较大，受益供给侧改革，整体景气度可能维持高位。另外，受国家禁止进口混合废纸新政影响，近期国废价格加速上涨，也将驱动箱板瓦楞纸价格上行。目前国废价格近 2000 元，已突破前期高点，目前高端箱板纸、瓦楞纸价格约 4600 元/吨、4400 元/吨，接近前期高点，较去年同期价格上涨 1200-1300 元/吨。考虑到废纸价格持续创新高，加上箱板/瓦楞纸逐渐进入旺季，预计箱板/瓦楞纸价格将延续反弹趋势，年内有望维持高位。公司箱板瓦楞纸总产能约 300 万吨，是华东区域市场龙头之一，将受益行业景气复苏。

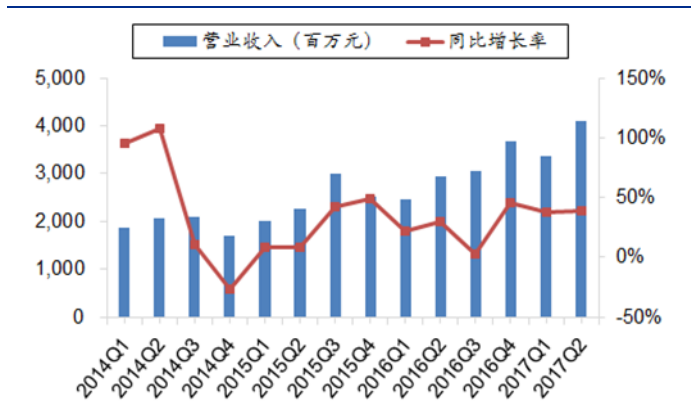
■**成本控制能力加强，华东地区箱板瓦楞纸龙头地位稳固，净利率大幅提升：**公司上半年净利率 11.1%，同比大幅提升 8.3pct。多年来，由于管理较弱、成本/费用控制较差，财务费用率高企等原因，公司前期盈利能力一直低于玖龙、理文等同行；随着公司作为华东地区箱板瓦楞纸龙头地位的逐步稳固，加上行业景气度维持高位+成本控制能力加强，2017 年上半年公司利润率大幅提升。2016 年 7 月，公司完成定增，募集资金约 20 亿元，投资新建 120 万吨包装原纸项目，包括年产 50 万吨低定量强韧牛卡纸、43 万吨低定量高强瓦楞纸、27 万吨渣浆纱管原纸生产线三大项目。项目建设期两年，建成后公司产能将增加近 40%，公司也将成为华东市场的绝对龙头。全国来说，也将稳居玖龙、理文之后，位居第三。另外，公司 17 年 7 月公告，公司在瑞典设立的 Goldcup 瑞典公司拟出资 24 亿瑞典克朗（约人民币 19.5 亿元）收购北欧纸业公司 Nordic Paper Holding AB 100% 股权，Nordic 公司主要产品为防油纸与牛皮纸，拥有浆纸年产能约 50 万吨，其防油纸产品在欧洲市场占有率居于首位，本次收购将进一步改善公司的产品结构，有助于公司培育新的盈利增长点。

■**股权激励聚人心，显信心：**2016 年 9 月初，公司公告筹划股权激励，拟向公司董事、高管、中层管理人员及业务（技术）骨干等 85 人授予 6700 万份股票期权，行权价格 2.93 元（后调整为 2.905 元）。股权激励行权条件：16-18 年扣非净利润相对于 15 年增长分别不低于 50%、200%、400%，对应 16-18 年扣非后净利润约 2.1、4.3、7.1 亿元。本次股权激励计划基本涵盖公司管理层及核心人员，涉及股票占公司总股本 1.47%，激励力度较大，有望实现管理层利益与资本市场的绑定，激发管理层活力，为公司发展带来更强的动力。

■**盈利预测及投资建议：**我们预计公司 17-19 年净利润为 16.3 亿元、18.8 亿元、21.9 亿元，增速分别为 362.3%、15.1%、16.8%，EPS 分别为 0.36 元、0.41 元、0.48 元，6 个月目标价 5.38 元，维持“买入-A”评级。

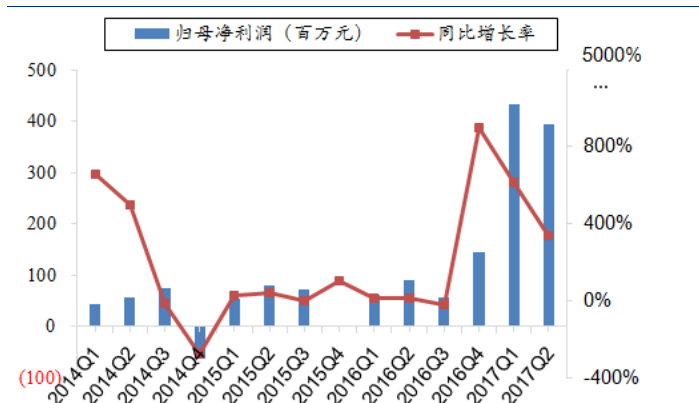
■**风险提示：**新增产能投放不及预期，行业需求新增放缓。

图 1：山鹰纸业营业收入（百万元）



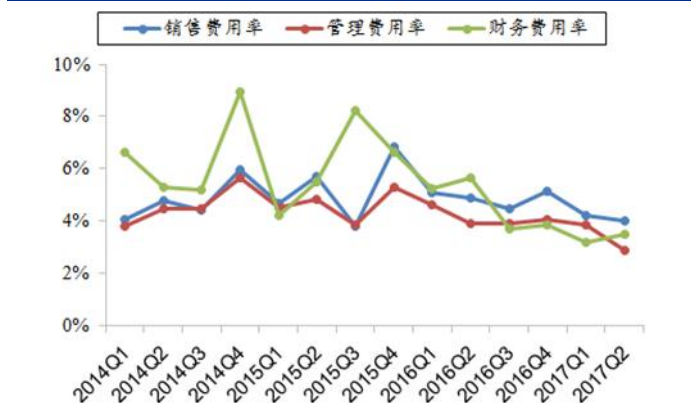
资料来源：wind 资讯，安信证券研究中心

图 2：山鹰纸业归母净利润（百万元）



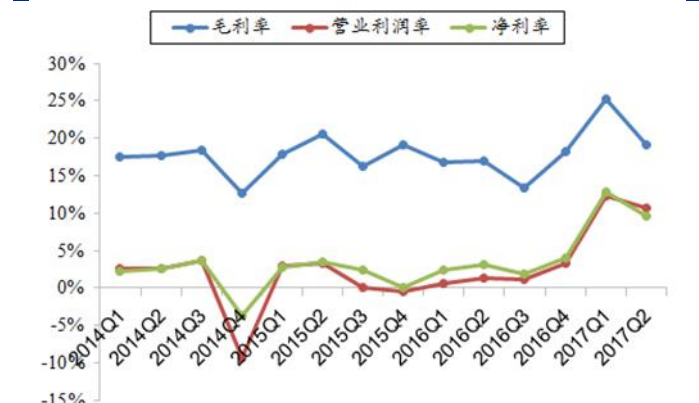
资料来源：wind 资讯，安信证券研究中心

图 3：山鹰纸业费用率



资料来源：wind 资讯，安信证券研究中心

图 4：山鹰纸业利润率



资料来源：wind 资讯，安信证券研究中心



## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

周文波、雷慧华、袁雯婷声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇好	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82558073
范洪群		0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
孟昊琳		0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034