

山鹰纸业(600567)

箱板纸价格跳涨，盈利或超预期 增持(维持)

2017年09月06日

证券分析师 马莉

执业证书编号: S0600517050002
010-66573557

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 汤军

执业证书编号: S0600517050001
tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 史凡可

执业证书编号: S0600517070002
shifk@dwzq.com.cn

投资要点

■ **事件:** 进入8月以来,包装纸价格连续跳涨,根据百川数据,箱板纸价格8月1日至9月6日从4373元/吨涨至5423元/吨,涨幅14%+;同期瓦楞纸从3907元/吨涨至4760元/吨,涨幅约22%。成本端同期国废价格从1833元/吨涨至2171元/吨,涨幅18%+;外废中美废11#、美废8#、欧废、日废价格分别下跌15.3%、12.9%、2.5%、8.6%。

■ **成本+旺季+环保共驱8月以来箱板纸价格连续跳涨:** 对于箱板纸价格进入8月以来的跳涨,我们认为首先与国废价格同期大幅上涨有关,行业内大部分小纸企采用国废生产,国废价格上涨势必驱动行业纸价上行;第二,箱板纸下游诸如快递、消费品等行业即将进入旺季,厂家在此时点已经开始加紧备货;第三,第四轮环保督查组进驻山东、浙江两个造纸大省,督查期间行业停产限产事件较多,督查下沉阶段目前已经结束,不合格企业也已经开始停产、处罚,对此时点的行业供给有所压制。

■ **A股最大包装纸行业龙头。** 山鹰纸业成立于1999年,13年吉安集团借壳上市与老山鹰重大资产重组,完成后公司成为国内第三大箱板纸公司。目前公司已形成年产354万吨包装用纸(箱板原纸和新闻纸)和11.61亿平方米中高档包装纸箱(纸制品)的生产能力,产能规模次于玖龙、理文位列行业第三。定增募投项目127万吨包装纸新增产能将持续驱动收入增长。

■ **山鹰外废占比成本更高,受益此轮提价吨盈利弹性更大:** 成本端国废价格接连上涨的同时,外废价格受进口限制影响出现较大跌幅,而山鹰16年外废采购占废纸总采购量的65.7%,内外废价格出现分野时无疑外废占比更高的龙头成本更具优势,而行业涨价来势汹汹,山鹰作为龙头纸价与成本的剪刀差持续扩大,吨盈利超预期是大势所趋。

■ **打造一体化协同,收购北欧纸业外延发展迈出坚实一步。** 公司致力于打造从上游废纸回收下游包装业务的全产业链布局,上游原材料在国内外建立稳定健全的废纸回收网络,保证原材料供货稳定。下游布局包装业务,主要客户为白电、啤酒等行业,开拓海尔、青啤等大客户,优化客户结构,提升盈利能力。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市场领域,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。

■ **盈利预测与投资建议:** 我们认为结合目前的箱板纸价格与国内外废纸价格走势,预计山鹰纸业下半年吨盈利将持续上行。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19.28、21.44亿利润,EPS为0.42、0.47元,当前市值对应12、11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:** 纸价上行不及预期,成本提升超预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.03
一年最低/最高价	2.90/5.35
市净率(倍)	2.52
流通A股市值(百万元)	22,892

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: 中报业绩超预期,看好下半年行业持续改善 -20170810
2. 山鹰纸业: 行业持续景气,业绩高增长 -20170710

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
流动资产	7,461.06	8,997.52	8,390.51	10,474.84	营业收入	12,134.81	17,340.97	18,451.64	21,779.47
货币资金	2,197.27	2,601.15	2,583.23	2,831.33	营业成本	10,149.89	13,333.13	14,217.66	16,763.19
应收款项	2,522.34	3,670.86	3,292.02	4,218.14	营业税金及附加	107.02	138.73	147.61	174.24
存货	1,686.20	2,167.35	2,026.21	2,813.68	销售费用	593.55	757.31	785.04	903.51
其他	1,055.24	558.16	489.05	611.69	管理费用	496.07	604.35	622.27	711.10
非流动资产	12,587.87	14,057.08	14,534.01	14,500.94	财务费用	549.06	369.48	342.65	356.21
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	311.70	332.94	390.95
无形资产	959.39	946.77	933.75	920.18	营业利润	203.20	2,372.02	2,639.65	3,216.23
其他	1,895.00	2,390.56	2,103.16	1,592.94	营业外净收支	246.46	45.33	49.61	61.29
资产总计	20,048.93	23,054.60	22,924.52	24,975.78	利润总额	449.67	2417.34	2689.26	3277.51
流动负债	8,906.38	10,749.00	9,351.89	10,641.18	所得税费用	90.78	488.01	542.91	661.66
短期借款	5,385.54	5,340.25	4,352.35	4,648.74	少数股东损益	6.09	1.76	2.10	3.31
应付账款	1,484.03	3,275.44	2,837.32	3,734.12	归属母公司				
其他	2,036.80	2,133.31	2,162.22	2,258.32	净利润	352.80	1927.57	2144.25	2612.54
非流动负债	2,715.21	2,746.05	2,753.22	1,977.42	EBIT	895.30	2,646.18	2,826.67	3,401.67
长期借款	817.70	817.70	817.70	817.70	EBITDA	1,739.78	3,211.45	3,442.55	4,058.20
其他	1,897.51	1,928.35	1,935.52	1,159.72					
负债总计	11,621.59	13,495.05	12,105.11	12,618.60	重要财务与				
少数股东权益	50.80	46.40	41.99	37.58	估值指标				
归属母公司	8,376.53	9,513.15	10,777.42	12,319.59	每股收益(元)	0.09	0.42	0.47	0.57
股东权益					每股净资产(元)	1.85	2.10	2.38	2.72
负债和股东权益总计	20,048.93	23,054.60	22,924.52	24,975.78	发行在外股份(百万股)	4,551.25	4,551.25	4,551.25	4,551.25
					ROIC(%)	4.35%	12.06%	12.69%	14.43%
					ROE(%)	4.87%	21.55%	21.14%	22.62%
					毛利率(%)	16.36%	23.11%	22.95%	23.03%
					EBIT	7.38%	15.26%	15.32%	15.62%
					Margin(%)	2.96%	11.13%	11.63%	12.01%
					资产负债率(%)	57.97%	58.54%	52.80%	50.52%
					收入增长率(%)	23.99%	42.90%	6.40%	18.04%
					净利润增长率(%)	68.76%	446.36%	11.24%	21.84%
					P/E	64.89	11.88	10.68	8.76
					P/B	3.16	2.56	2.26	1.98
					EV/EBITDA	18.58	10.52	9.42	8.05

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>

