

山鹰纸业(600567)/造纸
造纸高盈利，今年高增长
评级：增持(维持)

市场价格：4.7

目标价格：6.4

分析师：笃慧

执业证书编号：S0740510120023

电话：021-20315133

Email: duhui@r.qlzq.com.cn

联系人：徐稚涵

电话：

Email: xuzh01@r.qlzq.com.cn

感谢研究员蒋正山对本报告贡献

感谢实习生徐偲对报告支持

基本状况

总股本(百万股)	4,551
流通股本(百万股)	4,551
市价(元)	4.7
市值(百万元)	21,391
流通市值(百万元)	21,391

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	9,787	12,135	18,130	22,051	24,640
增长率 yoy%	26.5%	24.0%	49.4%	21.6%	11.7%
净利润	209	353	2,112	2,361	2,477
增长率 yoy%	90.1%	68.8%	498.5%	11.8%	4.9%
每股收益(元)	0.06	0.08	0.46	0.52	0.54
每股现金流量	0.37	0.21	0.52	0.56	0.61
净资产收益率	3.4%	4.2%	11.3%	10.5%	9.6%
P/E	68.5	46.7	10.1	9.1	8.6
PEG	0.76	0.68	0.02	0.77	1.75
P/B	2.31	1.95	1.15	0.95	0.83

备注：

投资要点

- 事件：山鹰纸业发布 2017 年前三季度业绩报告，2017 年 1-9 月公司实现主营业务收入 123.8 亿元，同比增长 46.3%；实现归属于母公司净利润 14.3 万元，同比增长 591%。自 2014 年低谷以来，公司已连续三年实现销售和利润的高速增长。**
- 纸价持续上涨，公司盈利能力再上新台阶。**公司三季度单季实现营业收入 49.2 亿元，同比增长 60.6%，单季度归母净利润 6 亿，同比增长 960%。如果以 80 万吨对外销售的量来计算，公司三季度单季吨净利约为 700-750 元。其中，受益于原纸价格上涨，造纸业务实现营收 88.7 亿元，同比增长 45.6%，毛利率 26.91%，同比提升了 10.2 个百分点；包装业务板块实现营收 26 亿元，同比增长 32.9%，毛利率 13.67%，同比增加 0.95 个百分点。公司包装业务毛利率不降反升也是验证我们前期逻辑，原纸价格加速上涨正是包装业务的洗牌时，小厂由于提价不顺导致资金链断裂，订单加速向大厂倾斜，行业集中度提升带来龙头议价权提升。而公司正是产业链一体化布局的企业，在原纸上涨的过程中不仅可以获得更多订单，同时毛利率影响较小。
- 混废 18 年开始禁入，外废配额影响原纸成本。**2017 年 7 月环保部正式向 WTO 申请禁止进口混废拉开原材料的暴涨行情。我国每年进口废纸共 3000 万吨+，其中混废进口约为 500-600 万吨，混废的退出意味着这部分原材料用其它废纸原料替代。此外，由于环保因素，外废批条迟迟不下，中国市场需求短期收缩，国外废剪刀差不断拉大。但是我们认为，由于外废的需求短期难以通过固废补充，所以清洁后的外废进口仍可进口，但是在高压环保下厂家拿到外废批条的难度提升，拥有外废资质的公司将享有更低的原材料成本，盈利能力会高于没有外废配额的小厂。未来行业集中度和龙头的议价权将会明显提升。值得注意的是，公司当期经营活动产生的现金流量净额为 5.81 亿元，同比下降 23.32%，主要是由于原材料增加所致，可见公司具有非常优秀的原材料的管控战略。
- 瓦楞箱板纸景气度上扬，环保趋严龙头企业受益。**2016 年以来，环保政策趋严导致大量小企业遭遇关停限产，箱板瓦楞纸产能持续收缩；自 4 月发布《实施方案》后，国废从 4 月份的不到 1400 元/吨上涨到当前的 3000 元/吨左右，涨幅已经翻倍。供求紧平衡叠加成本价格不断上涨，箱板纸价格创出了历史新高，当前箱板纸价格已经超过 6000 元/吨，瓦楞纸价格也接近 5800 元/吨。一方面纸价大涨使龙头企业盈利能力顺势提升，另一方面，政策面压力导致中小产能在成本、资金、设备等方面承压，中小产能加速出清有望导致龙头企业进一步扩张市场份额。
- 产能加速扩张，主业有望持续稳健增长。**山鹰纸业当前拥有各类纸种设计产能 350 万吨，80 万吨瓦楞纸和 47 万吨低定量 T2/T 纸新增产能投放后，公司总产能将达到 432 万吨，对销售端支持大幅提升。同时，公司通过全资控股公司 Goldcup 瑞典公司收购北欧纸业 100% 股权，产品上新增的防油纸、特种牛皮纸、高强度纸袋纸等新纸种有利于拓展欧洲和北美市场，加快推进公司业务国际化战略；收购将进一步优化公司全球供应链和销售网络，可为国际化的纸品用户提供优质的纸品和包装解决方案，达到业绩增厚与协同发展一箭双雕的效果。
- 产业链上下游延伸，开源节流同步进行。**在混废进口受限的政策背景下，稳定的原材料来源是盈利能力的保障。目前公司面向国内外建立了完善的回收网络，国内外均有专门子公司向专门渠道进行废纸收购，有助于公司

确保原材料来源并控制成本。下游包装方面，公司目前拥有 14 家包装子公司，分别布局于全国几大经济圈，便于公司为客户提供一体化的包装服务，有利于客户的开拓和保持客户的稳定性。公司拥有产业链一体化优势+区位优势。此外，公司包装毛利率仍显著低于同行业，由于公司包装的原材料部分自给，包装毛利率有较大的提升空间。

- **盈利预测与投资建议：**我们预估山鹰纸业 2017-2019 年销售收入为 181、220、246 亿元，同比增长 49.4%、21.6%、11.7%；归属于母公司净利润为 21.1、23.6、24.7 亿元，同比增长 498.5%、11.8%、4.9%（假设北欧纸业于 18 年 1 月并表）；对应 EPS 为 0.46、0.52、0.54 元。目前股价对应 2017、2018、2019 PE 分别为 10.1、9.1、8.6 倍。维持“增持”评级。
- **风险提示：**汇率波动风险、原材料价格波动风险、募投项目不达预期、利率大幅上升风险

图表 1：山鹰纸业三大财务报表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	7,735	9,787	12,135	18,130	22,051	24,640	货币资金	2,262	2,015	2,197	3,389	4,320	5,788
增长率	17.59%	26.5%	24.0%	49.4%	21.6%	11.7%	应收账款	2,051	2,457	2,605	3,684	4,649	5,261
营业成本	-6,438	-7,991	-10,150	-13,666	-16,736	-18,778	存货	1,628	1,784	1,686	2,434	2,980	3,344
% 销售收入	83.2%	81.6%	83.6%	75.4%	75.9%	76.2%	其他流动资产	745	292	973	996	1,040	1,061
毛利	1,297	1,796	1,985	4,464	5,315	5,862	流动资产	6,686	6,547	7,461	10,503	12,990	15,454
% 销售收入	16.8%	18.4%	16.4%	24.6%	24.1%	23.8%	% 总资产	36.1%	35.6%	37.2%	40.3%	42.8%	45.4%
营业税金及附加	-40	-65	-107	-136	-172	-194	长期投资	103	118	271	271	271	271
% 销售收入	0.5%	0.7%	0.9%	0.7%	0.8%	0.8%	固定资产	10,508	10,466	11,179	14,186	16,010	17,269
营业费用	-368	-509	-594	-661	-882	-986	% 总资产	56.8%	56.8%	55.8%	54.4%	52.7%	50.7%
% 销售收入	4.8%	5.2%	4.9%	3.6%	4.0%	4.0%	无形资产	922	1,059	1,030	1,003	989	965
管理费用	-353	-447	-496	-508	-662	-739	非流动资产	11,814	11,866	12,588	15,567	17,378	18,613
% 销售收入	4.6%	4.6%	4.1%	2.8%	3.0%	3.0%	% 总资产	63.9%	64.4%	62.8%	59.7%	57.2%	54.6%
息税前利润 (EBIT)	536	774	788	3,160	3,600	3,943	资产总计	18,500	18,413	20,049	26,070	30,368	34,066
% 销售收入	6.9%	7.9%	6.5%	17.4%	16.3%	16.0%	短期借款	7,195	6,925	6,153	768	768	768
财务费用	-494	-621	-549	-530	-592	-665	应付款项	1,696	1,546	1,638	2,570	3,022	3,369
% 销售收入	6.4%	6.4%	4.5%	2.9%	2.7%	2.7%	其他流动负债	944	1,823	1,115	1,382	1,344	1,393
资产减值损失	-33	-26	-37	-41	-43	-44	流动负债	9,836	10,294	8,906	4,719	5,134	5,530
公允价值变动收益	8	-5	5	-19	-9	-3	长期贷款	1,609	1,003	818	818	818	818
投资收益	1	2	-4	3	3	4	其他长期负债	980	856	1,814	1,814	1,814	1,814
% 税前利润	0.9%	0.6%	—	0.1%	0.1%	0.1%	负债	12,424	12,153	11,538	7,351	7,765	8,162
营业利润	17	124	203	2,574	2,960	3,234	普通股股东权益	6,033	6,205	8,460	18,650	22,509	25,779
营业利润率	0.2%	1.3%	1.7%	14.2%	13.4%	13.1%	少数股东权益	42	55	51	70	94	125
营业外收支	98	170	246	89	98	110	负债股东权益合计	18,500	18,413	20,049	26,070	30,368	34,066
税前利润	115	294	450	2,663	3,058	3,344	比率分析						
利润率	1.5%	3.0%	3.7%	14.7%	13.9%	13.6%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-5	-86	-91	-533	-673	-836	每股指标						
所得税率	3.9%	29.4%	20.2%	20.0%	22.0%	25.0%	每股收益(元)	—	0.06	0.08	0.46	0.52	0.46
净利润	111	208	359	2,130	2,385	2,508	每股净资产(元)	2.46	1.65	1.86	4.10	4.95	5.66
少数股东损益	1	-2	6	19	24	31	每股经营现金净流(元)	—	0.37	0.21	0.52	0.56	0.61
归属于母公司的净利润	110	209	353	2,112	2,361	2,477	每股股利(元)	0.00	0.00	0.03	0.03	0.00	0.00
净利率	1.4%	2.1%	2.9%	11.6%	10.7%	10.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	1.8%	3.4%	4.2%	11.3%	10.5%	9.6%
净利润	111	208	359	2,130	2,385	2,508	总资产收益率	0.6%	1.1%	1.8%	8.1%	7.8%	7.3%
少数股东损益	0	0	0	19	24	31	投入资本收益率	3.9%	4.2%	4.3%	13.7%	13.2%	12.8%
非现金支出	663	791	887	1,090	1,291	1,455	增长率						
非经营收益	379	626	574	-74	-93	-110	营业总收入增长率	17.6%	26.5%	24.0%	49.4%	21.6%	11.7%
营运资金变动	290	-241	-876	-766	-1,027	-599	EBIT增长率	3.0%	44.5%	1.9%	300.9%	13.9%	9.5%
经营活动现金净流	1,442	1,383	943	2,400	2,581	3,284	净利润增长率	-47.1%	90.1%	68.8%	498.5%	11.8%	4.9%
资本开支	1,322	343	1,019	439	412	435	总资产增长率	2.2%	-0.5%	8.9%	30.0%	16.5%	12.2%
投资	28	-114	-159	-1,132	-1,532	-1,832	资产管理能力						
其他	235	11	11	-16	-5	0	应收账款周转天数	58.7	51.7	45.0	44.0	45.0	45.0
投资活动现金净流	-1,059	-446	-1,167	-1,587	-1,949	-2,267	存货周转天数	95.1	77.9	62.4	65.0	65.0	65.0
股权筹资	4	0	1,973	0	0	0	应付账款周转天数	82.0	67.7	52.2	62.3	59.8	59.4
债权筹资	-733	-987	-14	398	438	482	固定资产周转天数	355.9	333.6	296.2	215.2	203.7	194.5
其他	90	-40	-840	0	-114	0	偿债能力						
筹资活动现金净流	-639	-1,027	1,119	398	324	482	净负债/股东权益	120.8%	107.3%	76.4%	-0.4%	-4.4%	-9.5%
现金净流量	-257	-89	895	1,211	956	1,498	EBIT利息保障倍数	1.1	1.2	1.4	6.0	6.1	5.9
							资产负债率	67.2%	66.0%	57.6%	28.2%	25.6%	24.0%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。