

强烈推荐-A (维持)

山鹰纸业 600567.SH

目标估值: 4.5-5.25 元

当前股价: 4.7 元

2017 年 10 月 18 日

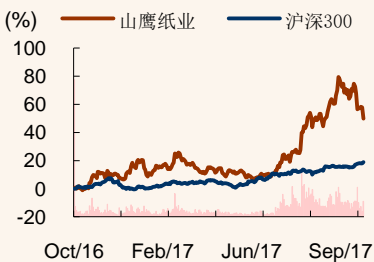
业绩高增超预期, 供需结构持续向好

基础数据

上证综指	3382
总股本(万股)	455125
已上市流通股(万股)	455125
总市值(亿元)	214
流通市值(亿元)	214
每股净资产(MRQ)	2.0
ROE(TTM)	11.3
资产负债率	60.8%
主要股东	福建泰盛实业有限公司
主要股东持股比例	28.08%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-10	41	63
相对表现	-12	29	44



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《山鹰纸业(600567)一业绩高增符合预期, 景气持续有望推升盈利》2017-08-09
- 2、《山鹰纸业(600567)一收购北欧纸业 100% 股权, 业绩增厚与业务协同一箭双雕》2017-07-21
- 3、《山鹰纸业(600567)一一季度业绩超预期, 开启 2017 增长大年》2017-04-17

郑恺

zhengkai1@cmschina.com.cn
S1090514040003

濮冬燕

pudy@cmschina.com.cn
S1090511040031

李宏鹏

lihongpeng@cmschina.com.cn
S1090515090001

研究助理: 郭庆龙

guoqinglong@cmschina.com.cn

事件:

公司公告三季报, 2017 年 Q1-Q3 公司实现营收 123.8 亿元, 同比增长 46.26%, 归母净利润 14.31 亿元, 同比增长 591.15%; Q3 单季实现营收 49.23 亿元, 同比增长 60.64%, 归母净利润 6.05 亿元, 同比增长 959.64%, 业绩大增超预期。

评论:

1、行业供需结构向好, 高景气度助力利润抬升

行业高景气已经维持 1 年多时间, 供需结构持续向好。需求端, 17 年前 6 个月, 机制纸和纸板总销量为 6203.97 万吨, 同比增长 7.37%, 行业需求端增速呈现加快态势。供给端, 17 年前 8 个月行业固定资产投资 1953 亿元, 同比下降 0.9%, 在环保标准严格、自备电厂审批受限和废纸进口趋紧的背景下, 行业固定资产投资缓慢, 考虑到新产能从固定资产投资到达产至少要 1 年半左右时间, 18 年下半年行业大部分新产能无法落地, 行业供需缺口有望延续到 19 年。

2、纸价上行助力业绩抬升, 预收账款奠定持续增长基础

2017 年三季度, 受到行业供需结构持续向好、废纸进口政策趋紧, 箱板瓦楞纸上涨幅度明显, 山鹰纸业箱板纸和瓦楞纸中间商报价日平均值分别为 5177.3 元/吨, 4669.7 元/吨, 较 2017 年二季度分别提升 22.8%、37.8%。截至三季报末, 公司预收账款 1.19 亿元, 较 17 年中报增长 40%。

3、自备电厂完工, 进口废纸优势凸显, 维持“强烈推荐-A”评级

马鞍山热电厂 5 期工程建设完成, 公司电能基本实现完全自给; 17 年 8 月环保部发布征求意见稿, 拟自 18 年初开始禁止占有废纸进口量 20% 的混合废纸的进口, 随着废纸进口新规 18 年施行, 混合废纸进口限制后, 标号废纸进口量增加的概率也不大, 需求将被迫转向国产废纸。同时自 17 年 5 月开始废纸进口审批补批未有新增, 国产废纸价格上涨, 进口废纸价格调整, 国废和外废价差扩大, 拥有废纸进口额度的大型企业优势凸显。考虑到箱板瓦楞纸景气度持续高企以及公司的成本优势, 看好业绩持续抬升。预计公司 17-19 年净利润分别 18.6 亿元、21.3 亿元、23.5 亿元, 对应当前市值 PE 分别为 11.5、10.1、9 倍, 维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示: 行业新产能大规模投放, 经济环境恶化导致需求大幅削减

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	9787	12135	15080	15366	16690
同比增长	27%	24%	24%	2%	9%
营业利润(百万元)	124	203	2093	2392	2666
同比增长	621%	64%	930%	14%	11%
净利润(百万元)	209	353	1863	2128	2350
同比增长	90%	69%	428%	14%	10%
每股收益(元)	0.06	0.08	0.41	0.47	0.52
PE	84.9	60.6	11.5	10.1	9.1
PB	2.9	2.6	2.1	1.8	1.6

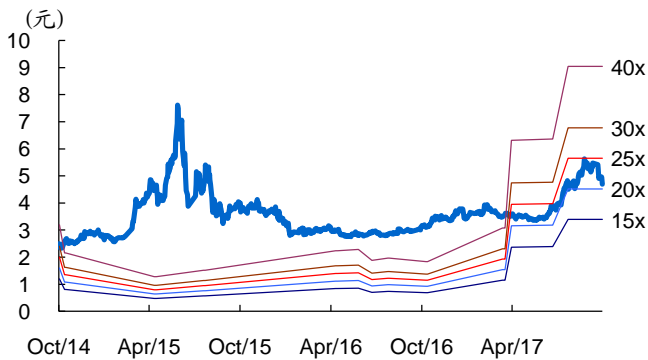
资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 可比公司平均估值在 2017 年 18X

公司	股价		EPS		PE			PB	ROE
	2017/10/18	15	16	17E	15	16	17E	(LF)	(%)
太阳纸业	9.08	0.26	0.42	0.66	34.92	21.62	13.76	2.65	14.14
岳阳林纸	9.18	-0.37	0.03	0.25	-24.54	302.67	36.32	1.69	0.54
中顺洁柔	14.85	0.18	0.52	0.49	50.44	17.46	18.53	3.98	10.15
晨鸣纸业	17.92	0.53	1.07	1.84	17.13	8.49	4.93	1.90	10.56
博汇纸业	6.36	0.03	0.15	0.62	315.28	60.29	14.66	1.80	5.01
平均					78.65	82.11	17.64	2.40	8.08

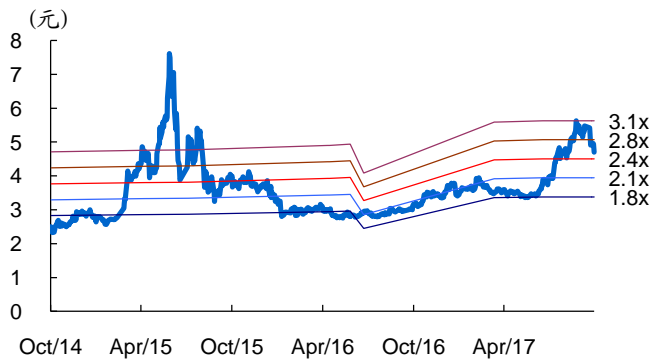
资料来源: Wind, 招商证券

图 1: 山鹰纸业历史 PE Band



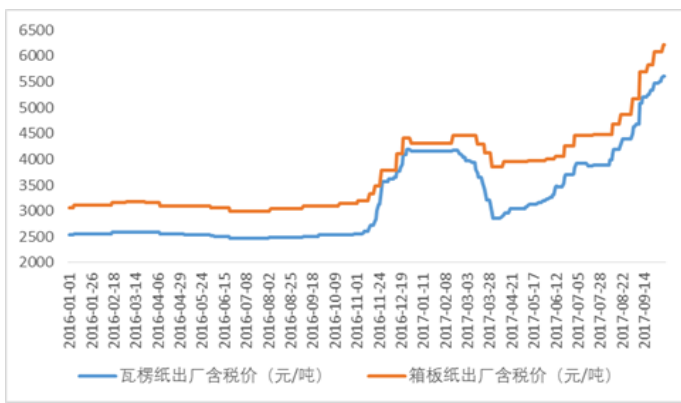
资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 山鹰纸业历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 3: 2017 年 3 季度山鹰主要纸品价格震荡上行



资料来源: 卓创资讯、招商证券

图 4: 废纸进口新政拉大国产废纸与进口废纸价差



资料来源: 卓创资讯、招商证券

参考报告:

- 1、《山鹰纸业 (600567) 一业绩高增符合预期, 景气持续有望推升盈利》2017-08-09
- 2、《山鹰纸业 (600567) 一收购北欧纸业 100% 股权, 业绩增厚与业务协同一箭双雕》2017-07-21
- 3、《山鹰纸业 (600567) 一一季度业绩超预期, 开启 2017 增长大年》2017-04-17

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	6547	7461	7352	7487	8529
现金	2015	2197	1093	1104	1591
交易性投资	0	61	61	61	61
应收票据	895	978	1215	1238	1344
应收款项	1446	1545	1895	1931	2098
其它应收款	115	82	102	104	113
存货	1784	1686	1866	1907	2081
其他	292	912	1121	1142	1241
非流动资产	11866	12588	12085	11626	11207
长期股权投资	5	97	97	97	97
固定资产	10059	9636	9232	8861	8521
无形资产	985	959	863	777	699
其他	818	1895	1893	1891	1889
资产总计	18413	20049	19438	19113	19736
流动负债	10294	8906	6400	4470	3341
短期借款	6437	5386	3372	1383	0
应付账款	1419	1484	1650	1686	1840
预收账款	40	88	98	100	109
其他	2398	1949	1279	1301	1392
长期负债	1945	2715	2715	2715	2715
长期借款	1003	818	818	818	818
其他	941	1898	1898	1898	1898
负债合计	12239	11622	9115	7185	6056
股本	2457	3241	3241	3241	3241
资本公积金	3117	4312	4312	4312	4312
留存收益	546	823	2686	4255	5967
少数股东权益	55	51	83	120	160
归属于母公司所有者权益	6119	8377	10240	11808	13520
负债及权益合计	18413	20049	19438	19113	19736

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1383	943	2284	2879	2695
净利润	209	353	1863	2128	2350
折旧摊销	765	849	897	854	814
财务费用	624	542	340	201	98
投资收益	(2)	4	(125)	(275)	(305)
营运资金变动	(210)	(845)	(727)	(64)	(304)
其它	(4)	40	37	37	43
投资活动现金流	(446)	(1167)	(394)	(394)	(394)
资本支出	(359)	(1021)	(394)	(394)	(394)
其他投资	(86)	(146)	0	0	0
筹资活动现金流	(1004)	1167	(2995)	(2474)	(1814)
借款变动	(220)	(1145)	(2781)	(1989)	(1383)
普通股增加	0	784	0	0	0
资本公积增加	(2)	1195	0	0	0
股利分配	(38)	(76)	0	(559)	(638)
其他	(744)	408	(214)	74	208
现金净增加额	(66)	943	(1105)	11	487

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	9787	12135	15080	15366	16690
营业成本	7991	10150	11286	11533	12585
营业税金及附加	65	107	133	136	147
营业费用	509	594	738	752	816
管理费用	447	496	616	628	682
财务费用	621	549	340	201	98
资产减值损失	26	37	0	0	0
公允价值变动收益	(5)	5	5	5	5
投资收益	2	(4)	120	270	300
营业利润	124	203	2093	2392	2666
营业外收入	195	269	269	269	269
营业外支出	25	23	23	23	23
利润总额	294	450	2339	2638	2913
所得税	86	91	444	474	523
净利润	208	359	1895	2164	2390
少数股东损益	(2)	6	32	37	41
归属于母公司净利润	209	353	1863	2128	2350
EPS (元)	0.06	0.08	0.41	0.47	0.52

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	27%	24%	24%	2%	9%
营业利润	621%	64%	930%	14%	11%
净利润	90%	69%	428%	14%	10%
获利能力					
毛利率	18.4%	16.4%	25.2%	24.9%	24.6%
净利率	2.1%	2.9%	12.4%	13.8%	14.1%
ROE	3.4%	4.2%	18.2%	18.0%	17.4%
ROIC	3.7%	3.9%	13.4%	14.7%	15.3%
偿债能力					
资产负债率	66.5%	58.0%	46.9%	37.6%	30.7%
净负债比率	43.1%	34.8%	21.6%	11.5%	4.1%
流动比率	0.6	0.8	1.1	1.7	2.6
速动比率	0.5	0.6	0.9	1.2	1.9
营运能力					
资产周转率	0.5	0.6	0.8	0.8	0.8
存货周转率	4.7	5.9	6.4	6.1	6.3
应收帐款周转率	7.1	8.1	8.8	8.0	8.3
应付帐款周转率	5.4	7.0	7.2	6.9	7.1
每股资料 (元)					
每股收益	0.06	0.08	0.41	0.47	0.52
每股经营现金	0.37	0.21	0.50	0.63	0.59
每股净资产	1.62	1.84	2.25	2.59	2.97
每股股利	0.02	0.00	0.12	0.14	0.15
估值比率					
PE	84.9	60.6	11.5	10.1	9.1
PB	2.9	2.6	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	60.5	57.0	26.9	26.0	25.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑恺，毕业于同济大学计算机科学与技术专业和复旦大学经济学（硕士），9 年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工首席行业分析师。2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名；金融界“慧眼”评选轻工制造行业白金分析师。

濮冬燕，经济学硕士，2009 年至今任造纸轻工行业分析师，2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名。

李宏鹏，经济学硕士，5 年证券从业经验，招商证券造纸轻工行业分析师。2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名。

郭庆龙，北京大学光华管理学院经济学学士，英国伦敦大学学院一等管理学硕士，四年金融行业从业经验，2 年轻工行业研究经验，招商证券造纸轻工行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。