

山鹰纸业(600567)

Q3 业绩符合预期，看好 18 年环保趋严下造纸盈利再提升

增持(维持)

2017 年 10 月 18 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

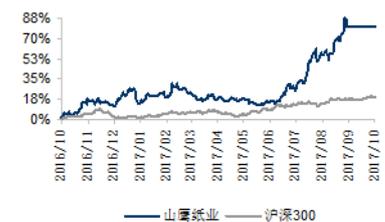
证券分析师 史凡可
 执业证书编号：
 S0600517070002
 shifk@dwzq.com.cn

投资要点

- **公司发布 2017 年三季报，业绩符合预期：**前三季度实现收入 123.64 亿元，同比增长 46.26%；归母净利润 14.31 亿元，同比大幅增长 591.15%。其中 Q3 单季度实现营收 49.23 亿元，同比增长 60.64%；净利润 6.06 亿元，同比增长 937.78%。我们估算 Q3 单季度利润 6.06 亿中，造纸为 5.8 亿左右，包装 2700 万左右，销量 90 万吨，单吨净利润达到 644 元。
- **造纸毛利率大涨，包装业务稳定增长：**17 年前三季度，公司造纸业务共录得收入 88.67 亿元，同比增长 45.6%，受益于箱板纸行业价格普提，公司造纸业务毛利率同比上年同期增长 10.18 个百分点。包装业务收入 25.95 亿元，同比增长 32.90%，毛利率微增 0.95pct。公司积极发展下游包装业务，依托产业链一体化的优势，在原纸成本提升的情况下可快速抢占市场。
- **Q3 盈利环比大幅提升：**通过我们初步估算，公司逐季度情况大致是 Q1：销量 70 万吨（吨均价 3314 元，吨净利 619 元）。Q2：销量 99 万吨（吨均价 3168 元，吨净利 397 元），Q3：销量 90 万吨左右（吨均价 3908 元/吨，吨净利 644 元），单位售价环比 Q2 提升 740 元/吨，与行业走势趋同。三季度行业箱板纸市场价从 7 月份 4737 元/吨上涨至 9 月底 5657 元/吨（+1586 元/吨），同期国废价格上涨 953 元/吨，价格涨幅高于成本，加上公司拥有外废额度，使得公司三季度净利润得到较大幅度的提升，Q3 单季度净利润超过 Q1。逐月来看，三季度中 9 月份价格变动幅度最大，单月箱板纸价格提升 900 元/吨，使得 9 月份净利率高于 7、8 月份。
- **内部管理逐步改善，规模优势得以体现：**前三季度公司整体三费率为 10.62%，较上年同期下降 3.09pct，其中销售费用率下降 0.91pct，管理费用率下降 1.01pct，财务费用率下降 1.73pct。公司受益于行业景气向上的同时，积极改善内部管理效率，调整杠杆比例，有效减少不必要的费用投入，使得总体盈利有较大的改善。
- **预付款大幅增加，经营现金流有所减少：**公司前三季度经营性现金流 5.81 亿元，同比减少 23.32%，主要原因一是预付账款有大幅增长，企业为准备原材料价格上涨加大囤货力度，存货有所增加。Q3 期末存货为 22.02 亿元（期初为 16.86 亿元），预付账款 1.85 亿元，较期初增长 84.98%。此外，销售收入增长带动应收账款本期相较于期初增长 6.22 亿元，较期初增长 40.28%，应收账款周转率相较于去年同期提高 1.38，在行业高景气背景下，企业运营效率也有所提升。
- **公司年初配额较高，全年外废用量无忧：**公司 2016 年全年进口废纸审批额度为 305 万吨，17 年审批额度为 250 万吨，虽然总额度有所减少，但公司通过调配外废-国废比例，来保证全年生产任务。相比较行业内其他公司，由于受到 5 月份之后取消额度审批，已有外废审批额度总比例减少，因此在国废价格大幅的提升情况下，生产成本压力开始显现，而山鹰外废额度比例优于行业，在成本和产品价格双升的情况下，其产品的盈利性将继续提升。
- **外废进口趋紧是大方向，公司盈利性有望明年再提升：**我国自 13 年出台《绿篱行动》以限制进口废纸政策以来，对于限制外废进口的额度是愈发严格。今年 7 月环保部照面 WTO 从 18 年开始禁止混杂废纸，17 年我国混杂废纸配额为 758 万吨，实际进口量 360 万吨。此外，环保部正拟定进口废纸含杂率从 1.5% 降至 0.3%（征求意见中），从以上政策可以看出明年外废进口量总体是受到限制的，而国废回收量短时期提升有限，因此我们判断 18 年国废成本均价要高于 17 年，而箱板纸价格与国废价格同步，18 年整体行业景气依旧向上。
- **投资建议：**我们预计公司 17、18 年净利润 21.22/24.27 亿元，EPS 为 0.47、0.53 元，当前市值对应 11/9 倍 PE，考虑到 18 年外废进口额度将持续趋紧，国废成本均价仍有上行空间，行业景气远未结束，我们继续维持公司“增持”评级。

■ **风险提示：**环保政策低于预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	4.70
一年最低/最高价	3.00/5.75
市净率(倍)	2.20
流通 A 股市值(百万元)	21391

基础数据

每股净资产(元)	2.2
资本负债率(%)	58.17
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：箱板纸价格跳涨，盈利或超预期 -20170907
2. 山鹰纸业：中报业绩超预期，看好下半年行业持续改善 -20170810

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	9,500.22	8,267.23	11,232.68	营业收入	12,134.81	17,673.33	18,916.94	22,337.84
现金	2,197.27	2,297.53	2,648.37	2,903.92	营业成本	10,149.89	13,333.13	14,217.66	16,763.19
应收款项	2,522.34	3,904.32	3,234.15	4,468.56	营业税金及附加	107.02	141.39	151.34	178.70
存货	1,686.20	2,472.23	1,927.06	3,267.79	营业费用	593.55	771.82	804.84	926.68
其他	1,055.24	826.13	457.66	592.42	管理费用	496.07	615.93	637.96	729.33
非流动资产	12,587.87	14,953.41	15,376.38	15,344.04	财务费用	549.06	427.37	426.84	477.67
长期股权投资	97.43	567.37	549.80	542.23	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	318.81	342.52	402.42
无形资产	959.39	946.77	933.75	920.18	营业利润	203.20	2,615.25	2,993.20	3,614.12
其他	1,895.00	2,789.38	2,448.03	1,938.54	营业外净收支	246.46	45.33	49.99	61.77
资产总计	20,048.93	24,453.63	23,643.61	26,576.71	利润总额	449.67	2660.58	3043.19	3675.89
流动负债	8,906.38	12,031.21	9,786.59	11,769.49	所得税费用	90.78	537.11	614.36	742.09
短期借款	5,385.54	6,305.22	5,777.15	6,697.24	少数股东损益	6.09	1.76	2.10	3.31
应付账款	1,484.03	1,845.57	1,992.04	2,933.31	归属母公司净利润	352.80	2121.70	2426.74	2930.49
其他	2,036.80	3,880.42	2,017.41	2,138.94	EBIT	895.30	2,952.44	3,256.49	3,918.64
非流动负债	2,715.21	2,748.33	2,756.41	1,981.26	EBITDA	1,739.78	3,517.72	3,872.36	4,575.17
长期借款	817.70	817.70	817.70	817.70					
其他	1,897.51	1,930.63	1,938.71	1,163.56	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	11,621.59	14,779.55	12,543.01	13,750.74	每股收益(元)	0.09	0.47	0.53	0.64
少数股东权益	50.80	46.40	41.99	37.58	每股净资产(元)	1.85	2.13	2.44	2.82
归属母公司股东权益	8,376.53	9,627.69	11,058.62	12,788.38	发行在外股份(百万股)	4,551.25	4,551.25	4,551.25	4,551.25
负债和股东权益总计	20,048.93	24,453.63	23,643.61	26,576.71	ROIC(%)	4.35%	12.68%	13.34%	14.66%
					ROE(%)	4.87%	23.57%	23.46%	24.58%
					毛利率(%)	16.36%	24.56%	24.84%	24.96%
					EBIT Margin(%)	7.38%	16.71%	17.21%	17.54%
					销售净利率(%)	2.96%	12.02%	12.84%	13.13%
					资产负债率(%)	57.97%	60.44%	53.05%	51.74%
					收入增长率(%)	23.99%	45.64%	7.04%	18.08%
					净利润增长率(%)	68.76%	501.38%	14.38%	20.76%
					P/E	64.89	10.79	9.43	7.81
					P/B	3.16	2.54	2.21	1.92
					EV/EBITDA	18.58	10.06	8.47	7.37

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>