

2017年10月23日

公司研究

评级：买入（首次覆盖）

研究所

证券分析师： 谭倩 S0350512090002

0755-83473923

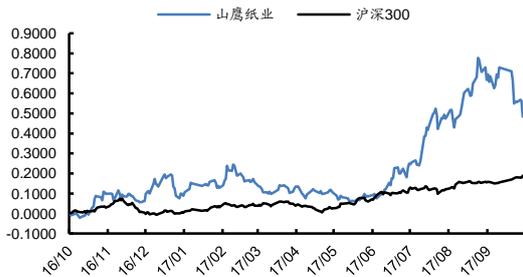
联系人： 姚哲巍 S0350116080001

18221921135 yaozw@ghzq.com.cn

行业景气度持续提升，包装纸龙头业绩高增长

——山鹰纸业（600567）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
山鹰纸业	-10.2	19.7	51.0
沪深300	2.3	4.9	18.5

市场数据

	2017-10-20
当前价格(元)	4.81
52周价格区间(元)	3.08 - 5.75
总市值(百万)	21891.53
流通市值(百万)	21891.53
总股本(万股)	455125.33
流通股(万股)	455125.33
日均成交额(百万)	242.73
近一月换手(%)	35.07

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

事件：

山鹰纸业发布公告：2017年前三季度公司实现营业收入123.84亿元，同比增长46.26%，实现归母净利润14.31亿，同比增长591.15%。其中第三季度公司实现营业收入49.23亿，同比增长60.64%，环比增长20.44%，归母净利润实现6.05亿，同比增长959.64%，环比增长53.7%。

投资要点：

- **受益纸价上行，公司收入和毛利大幅提高：**2017年箱板瓦楞纸频频提价，受益成品纸价格上行，2017Q1~Q3公司造纸业务实现收入88.67亿元，同比增加45.6%，同时毛利率大幅提升10.18pct至26.91%。
- **经营效率持续改善，费用率稳步下滑：**随着公司经营规模的持续扩大，经营效率有效提升。公司前三季度整体期间费率为10.62%，同比下降3.09pct，其中销售费率、管理费率 and 财务费率分别下降0.91pct、1.01pct、1.17pct。
- **外废进口受限，龙头企业盈利能力增强：**2018年开始占总废纸进口量20%的混合类废纸进口被禁止，同时废纸配额持续趋严，国废回收率短期难以大幅提升，国废价格有望维持高位，从而有效支撑箱板瓦楞纸价格。公司作为行业龙头，预计外废配额可满足全年生产，充分享受成品纸和低价外废之间的剪刀差，盈利能力持续增强。
- **环保高压持续加剧，行业集中度将进一步提升：**随着环保督查、实行排污许可证等政策，中小纸厂频繁停机检修。面对高昂的环保排污成本，小企业财务压力大，复产难度高，落后产能的淘汰将进一步提升行业集中度，公司作为龙头企业，市占率有望不断提高，加强在产业链中的议价能力。
- **盈利预测和投资评级：**我们预计公司2017-2019年EPS分别为0.39、0.45、0.51，对应PE分别为12.31、10.77、9.41倍。考虑到包装用纸景气度持续上行，公司作为龙头企业吨纸盈利将维持高位，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**(1) 包装用纸价格波动的风险；(2) 环保政策力度不及

预期; (3) 市场需求下滑的风险。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	12135	17142	19781	23015
增长率(%)	24%	41%	15%	16%
净利润(百万元)	353	1779	2033	2327
增长率(%)	69%	404%	14%	14%
摊薄每股收益(元)	0.08	0.39	0.45	0.51
ROE(%)	4.19%	17.37%	16.52%	15.86%

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

表 1: 山鹰纸业盈利预测表

2017-10-2									
证券代码:	600567.SH		股价:	4.81	投资评级:	买入	日期:	0	
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					每股指标				
ROE	4%	17%	17%	16%	EPS	0.08	0.39	0.45	0.51
毛利率	16%	25%	25%	24%	BVPS	1.84	2.23	2.68	3.19
期间费率	14%	12%	12%	11%	估值				
销售净利率	3%	10%	10%	10%	P/E	93.08	12.31	10.77	9.41
成长能力					P/B	2.61	2.16	1.80	1.51
收入增长率	24%	41%	15%	16%	P/S	1.80	1.28	1.11	0.95
利润增长率	69%	404%	14%	14%					
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
总资产周转率	0.61	0.66	0.68	0.71	营业收入	12135	17142	19781	23015
应收账款周转率	4.66	4.56	4.56	4.56	营业成本	10150	12777	14914	17553
存货周转率	6.02	5.62	5.62	5.62	营业税金及附加	107	151	158	161
偿债能力					销售费用	594	857	969	1105
资产负债率	58%	61%	57%	55%	管理费用	496	720	811	921
流动比	0.84	1.03	1.16	1.28	财务费用	549	385	359	329
速动比	0.65	0.85	0.97	1.07	其他费用/(-收入)	(36)	0	0	0
					营业利润	203	2252	2569	2946
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业外净收支	246	15	22	19
现金及现金等价物	2197	6138	7624	9469	利润总额	450	2267	2591	2965
应收款项	2605	3757	4335	5044	所得税费用	91	458	523	599
存货净额	1686	2302	2684	3155	净利润	359	1809	2068	2367
其他流动资产	973	1344	1540	1780	少数股东损益	6	31	35	40
流动资产合计	7461	13468	16111	19374	归属于母公司净利润	353	1779	2033	2327
固定资产	9636	9598	9863	10222					
在建工程	1542	1549	1554	1559	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
无形资产及其他	959	959	929	901	经营活动现金流	943	3856	1831	1999
长期股权投资	97	98	100	102	净利润	359	1809	2068	2367
资产总计	20049	26026	28911	32512	少数股东权益	6	31	35	40
短期借款	5386	5336	5276	5246	折旧摊销	844	271	269	275
应付款项	1485	5667	6524	7765	公允价值变动	5	0	0	0
预收帐款	88	124	143	167	营运资金变动	(272)	1745	(541)	(682)
其他流动负债	1948	1948	1948	1948	投资活动现金流	(1167)	(548)	168	(475)
流动负债合计	8906	13075	13891	15125	资本支出	(713)	31	(270)	(2)
长期借款及应付债券	2610	2610	2610	2610	长期投资	(93)	(1)	(2)	(2)
其他长期负债	106	106	106	106	其他	(362)	(578)	440	(471)
长期负债合计	2715	2715	2715	2715	筹资活动现金流	31	633	(512)	320
负债合计	11622	15790	16606	17840	债务融资	(241)	(50)	(60)	(30)
股本	4551	4551	4551	4551	权益融资	91	0	0	0
股东权益	8427	10237	12305	14671	其它	(60)	(200)	(100)	350
负债和股东权益总计	20049	26026	28911	32512	现金净增加额	(276)	3941	1487	1844

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【轻工组介绍】

谭倩，6 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。姚哲巍，上海财经大学金融硕士，华中科技大学工学学士，2016 年进入国海证券，从事轻工行业研究。

【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。