

山鹰纸业 (600567)

公司研究/简评报告

业绩表现靓丽，需求淡季仍保持较高盈利水平

—山鹰纸业 (600567) 2017 年半年报点评

简评报告/轻工制造

2017 年 08 月 10 日

一、事件概述

公司发布 2017 年半年报。报告期内，公司实现营业收入 74.61 亿元，同比增长 38.10%；归属于上市公司股东的净利润 8.26 亿元，同比增长 450.95%。实现基本每股收益 0.18 元。

二、分析与判断

➤ 业绩表现靓丽，利润率显著提升

报告期内，公司营收同比增长 38%，归母净利润同比增长 451%，业绩表现靓丽。公司 Q1、Q2 实现分别营收 33.74、40.87 亿元，对应归母净利为 4.33、3.93 亿元，二季度需求淡季业绩依然抢眼。成本上涨、环保政策趋严的大背景下，行业集中度继续提升，预计短期纸品价格、毛利率仍将处于较高水平。同时，箱板瓦楞下游需求近年来持续增长，行业景气度有望持续。

报告期内，尽管原材料价格上涨推高成本，但公司产品价格涨幅更高，毛利率同比提升 5.11pct 至 21.96%，得益于期间费用率的有效控制，净利率进一步提升 8.32pct 至 11.13%，盈利能力明显增强。

➤ 费用控制效果佳，期间费用率大幅下降

报告期内，公司费用率控制有效，销售费用率同比下降 0.86pct 至 4.11%，管理费用率下降 0.90pct 至 3.32%，销售费用率下降 2.12pct 至 3.34%，期间费用率整体下降 3.88pct 至 10.77%。销售费用的增长主要是由于运杂费和职工薪酬增长较多所致，管理费用增长主要是职工薪酬与修理费增长较多所致，营收的快速增长反而拉低相应费率；汇兑损益的大幅下降是财务费用削减的主要原因。

➤ 拟收购北欧纸业公司 100% 股权，进军高端特种纸领域

Nordic 公司专注于防油纸和牛皮纸的细分领域，浆纸年生产能力 50 万吨；标的公司 2016 年、2017 年 1-5 月净利率分别高达 9.23%、11.43%，与国内上市纸企相比，保持着稳定和较高盈利的水平。如果收购完成，对公司整体造纸技术的提升、产品结构的改善，以及全球化战略协同将形成重要的战略意义。

➤ 产业链一体化、自建电厂、自建污水处理系统实现资源综合利用，成本控制优势明显

公司是目前国内少数拥有废纸收购渠道、包装原纸生产、纸板、纸箱生产制造的企业之一，较为完整的产业链可以使公司具有较强的成本控制能力。热电联产降低了造纸的能源成本，污水处理系统既符合环保政策趋严的要求，又可以实现资源综合利用，节约成本。

➤ 实施股票期权激励计划，有助于激发公司经营长期向好

2016 年 11 月，公司向副董事长、副总裁、财务负责人、董秘、人力总监、中层管理人员、业务（技术）骨干等共计 82 名激励对象首次授予 5,823 万份股票期权，首次授予的股票期权行权价格为 2.93 元/股。行权所需要达到的业绩考核要求为以 2015 年的扣非净利润为基数，2016、2017、2018 年净利润增长率不低于 50%、200%、400%。在激励计划的促进下，公司经营有望长期向好。

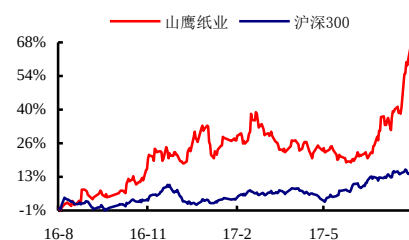
强烈推荐 首次评级

合理估值： 5.3—6.1 元

交易数据 2017-8-9

收盘价 (元)	4.83
近 12 个月最高/最低	4.83/2.82
总股本 (百万股)	4,551
流通股本 (百万股)	4,551
流通股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	220
流通市值 (亿元)	220

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind、民生证券研究院

分析师：陈柏儒

执业证号： S0100512100003

电话： 010-85127729

邮箱： chenbairu@mszq.com

研究助理：方方

执业证号： S0100116080010

电话： 010-85127729

邮箱： fangfang_yjy@mszq.com

相关研究

三、盈利预测与投资建议

我们认为箱板瓦楞行业未来需求持续向好，淘汰落后产能及环保监管趋严的大背景下，公司造纸主业景气度有望持续，预计公司 2017、18、19 年能够实现基本每股收益 0.32、0.38、0.47 元/股，对应 2017、18、19 年 PE 分别为 15X、13X、10X。首次覆盖，给予公司“强烈推荐”评级。

四、风险提示：

原材料价格大幅波动；箱板瓦楞下游需求下滑；环保政策出现较大变化。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	12,135	16,492	20,070	23,593
增长率（%）	24.0%	35.9%	21.7%	17.6%
归属母公司股东净利润（百万元）	353	1,453	1,741	2,123
增长率（%）	68.8%	311.7%	19.8%	22.0%
每股收益（元）	0.09	0.32	0.38	0.47
PE（现价）	53.67	15.13	12.63	10.35
PB	1.9	2.0	1.7	1.5

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	12,135	16,492	20,070	23,593
营业成本	10,150	13,051	15,787	18,535
营业税金及附加	107	114	150	182
销售费用	594	771	970	1,154
管理费用	496	651	802	939
EBIT	788	1,905	2,361	2,783
财务费用	549	296	296	296
资产减值损失	37	0	0	0
投资收益	(4)	(1)	(2)	(2)
营业利润	203	1,608	2,064	2,485
营业外收支	246	0	0	0
利润总额	450	1,780	2,260	2,690
所得税	91	318	508	543
净利润	359	1,462	1,752	2,147
归属于母公司净利润	353	1,453	1,741	2,123
EBITDA	1,638	2,750	3,281	3,755

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2197	2410	4054	5823
应收账款及票据	2522	3740	4440	5126
预付款项	100	340	222	309
存货	1686	2805	3154	3618
其他流动资产	812	812	812	812
流动资产合计	7461	10333	12934	15966
长期股权投资	97	97	97	97
固定资产	9636	10431	11298	11711
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	12588	12327	11865	11468
资产合计	20049	22661	24799	27434
短期借款	5386	5386	5386	5386
应付账款及票据	1485	2426	2712	3094
其他流动负债	875	875	875	875
流动负债合计	8906	10056	10442	10930
长期借款	818	818	818	818
其他长期负债	1898	1898	1898	1898
非流动负债合计	2715	2715	2715	2715
负债合计	11622	12771	13158	13645
股本	3241	4551	4551	4551
少数股东权益	51	60	72	96
股东权益合计	8427	11200	12952	15099
负债和股东权益合计	20049	22661	24799	27434

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	24.0%	35.9%	21.7%	17.6%
EBIT 增长率	1.9%	141.7%	23.9%	17.9%
净利润增长率	68.8%	311.7%	19.8%	22.0%
盈利能力				
毛利率	16.4%	20.9%	21.3%	21.4%
净利润率	2.9%	8.8%	8.7%	9.0%
总资产收益率 ROA	1.8%	6.1%	6.7%	7.4%
净资产收益率 ROE	4.2%	13.0%	13.5%	14.2%
偿债能力				
流动比率	0.8	1.0	1.2	1.5
速动比率	0.6	0.7	0.9	1.1
现金比率	0.3	0.2	0.4	0.5
资产负债率	0.6	0.5	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	45.0	51.8	49.5	48.8
存货周转天数	62.4	78.5	72.9	71.3
总资产周转率	0.6	0.8	0.8	0.9
每股指标 (元)				
每股收益	0.1	0.3	0.4	0.5
每股净资产	2.6	2.4	2.8	3.3
每股经营现金流	0.3	0.2	0.5	0.5
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	53.7	15.1	12.6	10.4
PB	1.9	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	17.4	10.3	8.1	6.6
股息收益率	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	359	1,462	1,752	2,147
折旧和摊销	887	845	920	972
营运资金变动	(876)	(1,509)	(570)	(776)
经营活动现金流	943	923	2,202	2,437
资本开支	1,019	413	261	371
投资	(159)	0	0	0
投资活动现金流	(1,167)	(414)	(263)	(373)
股权募资	1,973	0	0	0
债务募资	(14)	0	0	0
筹资活动现金流	1,167	(296)	(296)	(296)
现金净流量	943	213	1,644	1,768

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

陈柏儒，北京交通大学技术经济学硕士，2012年加盟民生证券研究院，从事轻工行业及上市公司研究。

方方，外交学院世界经济硕士，2016年加入民生证券研究院，从事轻工行业及上市公司研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	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
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。