

山鹰纸业(600567.SH) 造纸行业

评级：买入 维持评级

公司点评

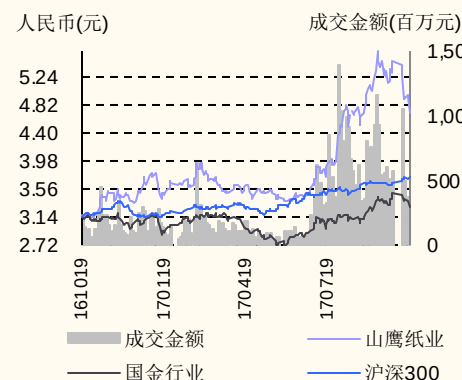
市场价格(人民币)：4.70元

纸价推动业绩猛增，包装已成新增长点

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	3,766.94
总市值(百万元)	21,390.89
年内股价最高最低(元)	5.63/3.12
沪深300指数	3944.16
上证指数	3381.79



相关报告

- 1.《山鹰纸业 2017 年半年报点评-多方因素利好业绩大增，造纸包装...》，2017.8.10
- 2.《山鹰纸业 2016 年年报点评-规模业绩持续突破，合理业务布局渐...》，2017.3.31
- 3.《山鹰纸业深度研究-造纸业务厚积薄发，高考标准彰显信心》，2017.3.7

揭力

分析师 SAC 执业编号：S1130515080003
(8621)60935563
jie_li@gjzq.com.cn

袁艺博

联系人
yuanyibo@gjzq.com.cn

邱思佳

联系人
qiusijia@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.06	0.09	0.41	0.49	0.61
每股净资产(元)	1.62	2.22	2.55	2.85	3.26
每股经营性现金流(元)	0.56	0.00	0.16	0.47	0.56
市盈率(倍)	68	39	11	10	8
行业优化市盈率(倍)	71	84	81	81	81
净利润增长率(%)	90.15%	68.76%	434.49%	19.03%	23.47%
净资产收益率(%)	3.42%	4.21%	16.26%	17.32%	18.71%
总股本(百万股)	3,766.94	3,766.94	4,551.25	4,551.25	4,551.25

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2017 年前三季度，公司分别实现营业收入、营业利润和归属于上市公司股东的净利润 123.84 亿元、15.64 亿元和 14.31 亿元，同比分别增长 46.26%、1,788.06%和 591.15%。实现全面摊薄 EPS0.31 元，高于超出市场预期。经营活动净现金流为 5.81 亿元，低于同期净利润。分季度看，公司 Q1/Q2/Q3 营收同比增速分别为 37.32%/38.76%/60.64%，归母净利润同比增速分别为 651.46%/339.70%/959.64%。

经营分析

- 整体收入规模持续扩大，盈利能力显著提升。2017 年前三季度，公司收入持续高增(+46.26%)，毛利率大幅提升至 23.14%(+7.57pct)。公司期间费用率下降 3.09pct，销售费用率、管理费用率和财务费用分别下降 0.91pct/1.01pct/1.17pct。公司归母净利润率为 11.60%(+9.11pct.)，整体盈利能力获得大幅提升。
- 包装纸价格持续走强带动收入与利润齐增，看好全年业绩持续超高速增长。受禁废令出台的影响，国内废纸价格于 7 月下旬开始持续上涨。截止上周末，国废累计涨幅超过 40%。成本压力驱动箱板瓦楞纸，在三季度其他成品纸先跌后涨的情况下，价格却迎来持续上涨。受益于此，公司第三季度收入与利润增速环比提升 21.88pct.和 602.59pct，同时毛利率也由二季度的 19.19%提升至 24.91%。最新一次废纸进口配额批复时间是在今年的 5 月 23 日，累计批复总额为 1,200 万吨，大幅低于去年全年批复 2,850 万吨的总额。而目前来看，四季度再次批复新的废纸进口配额预期较弱。我们认为，国废价格大幅下跌概率较低，箱板瓦楞纸有望维持价格高位，甚至再度上涨。因此，公司四季度收入与利润还将保持高速增长，我们看好公司全年业绩。另一方面，现阶段还拥有废纸进口配额的企业，将更具利润弹性。公司作为拥有完整国际废纸采购体系的包装纸企业，盈利能力或将继续增强。
- 收购北欧纸业 100%股权，进入欧洲高端特种纸市场，定增项目变更有望再强盈利。今年 7 月，公司公告以 Goldcup 瑞典公司为交易主体，拟以 19.52 亿元人民币收购北欧纸业 Nordic100%股权。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，防油纸产品在欧洲市场占有率排名第一，同时牛皮纸也是欧洲高端食品、化工、购物商品袋产品的主要供应商之一。通过此次收购，不仅有效推进公司国际化业务布局，优化公司全

球供应链和销售网络，同时借助 Nordic 公司在高端特种纸市场积累的领先技术，可为公司开拓中国特种纸市场创造有利技术及管理条件。此次交易完成后，公司整体资产总额、盈利能力及抗风险能力都将增强，原纸产能布局也将得到显著优化，公司龙头地位持续巩固。9 月，公司公告，将定增募投的总规模为年产 120 万吨包装原纸生产项目（其中有年产 50 万吨低定量强韧牛卡纸生产线项目、年产 43 万吨低定量高强瓦楞原纸生产线项目、年产 27 万吨渣浆纱管原纸生产线项目），变更为年产 120 万吨包装原纸生产项目（其中有年产 42 万吨低定量瓦楞原纸/T 纸生产线项目、年产 38 万吨高定量瓦纸和年产 47 万吨低定量 T2/T 纸生产线项目）。我们认为，公司定增项目的变更，一方面符合国家环保要求，另一方面，新项目整体盈利能力强于原项目，有利于持续增强公司行业竞争力。

- **全产业链布局优势显现，包装业务利润不降反增。**公司是目前国内少数拥有废纸收购渠道、包装原纸生产、纸板及纸箱生产制造的企业之一。造纸产业之外，公司在全国各地布局纸箱厂，目前已拥有 11.61 亿平方米中高档包装纸箱生产能力，规模处于业内领先地位。前三季度，公司包装业务实现收入 25.94 亿元，同比增长 32.90%。受包装纸价格高企的影响，国内包装生产企业利润出现下滑，而凭借全产业链布局优势，公司包装业务前三季度毛利率不降反增，提升 0.95pct.。同时，公司持续加强一体化包装服务能力，SAP 系统顺利开发及流程信息化项目启动将有力支撑公司包装产业整体战略目标实现。通过造纸与包装业务的高度协作运营，公司将充分发挥纸厂、包装厂区域布局优势，未来包装产业有望逐渐形成与造纸产业并重、支撑公司战略的双轮驱动。

风险因素

- 原材料价格波动风险；市场竞争风险；宏观经济波动风险；募集项目建设或达产进度不达预期。

盈利预测与投资建议

- 考虑到公司重组后管理及经营效率提升显著、后续纸价上涨动力强劲，同时新增产能将进一步提升公司规模与整体实力，未来具备多项业绩驱动因素。我们上调公司 2017-2019 年完全摊薄后 EPS 预测至 0.41/0.49/0.61 元（三年 CAGR99%，原为 0.32/0.42/0.49 元），对应 PE 分别为 11/10/8 倍，维持“买入”评级。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	7,735	9,787	12,135	16,197	19,959	24,491
增长率		26.5%	24.0%	33.5%	23.2%	22.7%
主营业务成本	-6,438	-7,991	-10,150	-12,185	-15,216	-18,755
%销售收入	83.2%	81.6%	83.6%	75.2%	76.2%	76.6%
毛利	1,297	1,796	1,985	4,012	4,744	5,736
%销售收入	16.8%	18.4%	16.4%	24.8%	23.8%	23.4%
营业税金及附加	-40	-65	-107	-97	-100	-114
%销售收入	0.5%	0.7%	0.9%	0.6%	0.5%	0.5%
营业费用	-368	-509	-594	-729	-878	-1,053
%销售收入	4.8%	5.2%	4.9%	4.5%	4.4%	4.3%
管理费用	-353	-447	-496	-615	-748	-901
%销售收入	4.6%	4.6%	4.1%	3.8%	3.8%	3.7%
息税前利润 (EBIT)	536	774	788	2,570	3,017	3,668
%销售收入	6.9%	7.9%	6.5%	15.9%	15.1%	15.0%
财务费用	-494	-621	-549	-287	-295	-300
%销售收入	6.4%	6.4%	4.5%	1.8%	1.5%	1.2%
资产减值损失	-33	-26	-37	0	0	0
公允价值变动收益	8	-5	5	0	0	0
投资收益	1	2	-4	2	2	2
%税前利润	0.9%	0.6%	n.a	0.1%	0.1%	0.0%
营业利润	17	124	203	2,285	2,723	3,369
营业利润率	0.2%	1.3%	1.7%	14.1%	13.6%	13.8%
营业外收支	98	170	246	141	143	146
税前利润	115	294	450	2,425	2,867	3,516
利润率	1.5%	3.0%	3.7%	15.0%	14.4%	14.4%
所得税	-5	-86	-91	-534	-616	-738
所得税率	3.9%	29.4%	20.2%	22.0%	21.5%	21.0%
净利润	111	208	359	1,892	2,251	2,777
少数股东损益	1	-2	6	6	6	6
归属于母公司的净利润	110	209	353	1,886	2,245	2,771
净利率	1.4%	2.1%	2.9%	11.6%	11.2%	11.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	111	208	0	1,892	2,251	2,777
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	663	791	0	657	740	827
非经营收益	379	626	0	274	208	209
营运资金变动	290	-241	0	-2,075	-1,057	-1,270
经营活动现金净流	1,442	1,383	0	748	2,141	2,543
资本开支	-1,322	-343	0	-1,173	-1,320	-1,390
投资	28	-114	0	-1	0	0
其他	235	11	0	2	2	2
投资活动现金净流	-1,059	-446	0	-1,172	-1,318	-1,389
股权募资	4	0	0	1,982	-144	0
债权募资	-733	-987	0	-565	256	-108
其他	90	-40	0	-362	-975	-1,097
筹资活动现金净流	-639	-1,027	0	1,056	-863	-1,205
现金净流量	-257	-89	0	631	-40	-51

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,262	2,015	2,197	2,829	2,788	2,737
应收款项	2,051	2,457	2,605	4,457	5,493	6,740
存货	1,628	1,784	1,686	2,570	3,209	3,956
其他流动资产	745	292	973	328	394	471
流动资产	6,686	6,547	7,461	10,184	11,885	13,904
%总资产	36.1%	35.6%	37.2%	43.6%	46.1%	48.8%
长期投资	103	118	271	272	271	271
固定资产	10,508	10,466	11,179	11,924	12,654	13,370
%总资产	56.8%	56.8%	55.8%	51.1%	49.1%	46.9%
无形资产	922	1,059	1,030	952	946	939
非流动资产	11,814	11,866	12,588	13,150	13,873	14,582
%总资产	63.9%	64.4%	62.8%	56.4%	53.9%	51.2%
资产总计	18,500	18,413	20,049	23,334	25,757	28,486
短期借款	7,195	6,925	6,153	5,678	5,933	5,824
应付款项	1,696	1,546	1,638	2,415	3,013	3,713
其他流动负债	944	1,823	1,115	976	1,179	1,454
流动负债	9,836	10,294	8,906	9,068	10,126	10,991
长期贷款	1,609	1,003	818	818	818	819
其他长期负债	1,063	941	1,898	1,792	1,792	1,792
负债	12,507	12,239	11,622	11,678	12,736	13,601
普通股股东权益	5,950	6,119	8,377	11,599	12,959	14,816
少数股东权益	42	55	51	57	63	69
负债股东权益合计	18,500	18,413	20,049	23,334	25,757	28,486

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.03	0.06	0.09	0.41	0.49	0.61
每股净资产	1.58	1.62	2.22	2.55	2.85	3.26
每股经营现金净流	0.59	0.56	0.00	0.16	0.47	0.56
每股股利	0.02	0.01	0.02	0.14	0.16	0.20
回报率						
净资产收益率	1.85%	3.42%	4.21%	16.26%	17.32%	18.71%
总资产收益率	0.59%	1.14%	1.76%	8.08%	8.71%	9.73%
投入资本收益率	3.30%	3.66%	3.66%	10.05%	10.98%	12.43%
增长率						
主营业务收入增长率	17.59%	26.52%	23.99%	33.47%	23.23%	22.71%
EBIT 增长率	3.01%	44.47%	1.86%	226.08%	17.38%	21.56%
净利润增长率	-47.11%	90.15%	68.76%	434.49%	19.03%	23.47%
总资产增长率	1.93%	-0.47%	8.88%	16.38%	10.39%	10.59%
资产管理能力						
应收账款周转天数	59	52	45	50	50	50
存货周转天数	95	78	62	77	77	77
应付账款周转天数	82	68	52	65	65	65
固定资产周转天数	370	375	290	232	200	172
偿债能力						
净负债/股东权益	122.42%	108.67%	77.19%	46.31%	43.73%	37.87%
EBIT 利息保障倍数	1.1	1.2	1.4	8.9	10.2	12.2
资产负债率	67.61%	66.47%	57.97%	50.05%	49.44%	47.75%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	6	15	24	25
增持	1	3	7	20	21
中性	1	1	2	5	5
减持	0	0	0	0	0
评分	1.75	1.50	1.46	1.61	1.61

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-03-07	买入	3.83	4.70~4.70
2	2017-03-31	买入	3.50	N/A
3	2017-08-10	买入	4.83	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

本报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH