

山鹰纸业(600567)

外延发展再下一城，持续成长性凸显 增持(维持)

2017 年 12 月 21 日

证券分析师 马莉

执业证书编号: S0600517050002
01066573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 史凡可

执业证书编号: S0600517070002
shfk@dwzq.com.cn

研究助理 林瑶

liny@dwzq.com.cn

投资要点

■ **事件:** 公司公告以现金方式收购福建联盛纸业 100% 股权，收购总价 19 亿元。2017 年前三季度福建联盛纸业营业收入 20.85 亿，净利润 9808.41 万元；2016 年营业收入 19.77 亿，净利润 2383.03 万。本次收购对应 2017 前三季度净利润年化 PE 为 14.6X。

■ **标的公司系华东地区箱板、瓦楞纸龙头:** 联盛纸业现有四条生产线，技改完成后年产能将达到 105 万吨。业务范围已覆盖东南沿海、长三角、珠三角及中部等地。标的公司扎根福建，已经形成了完善的从废纸回收至原纸销售产业链条，公司 2017 年第一批外废配额有 77.2 万吨，原材料供给基础较好。

■ **全国化产能布局再下一城，总产能继续扩张。** 箱板、瓦楞纸是典型的需多地区产能布局纸种（龙头玖龙、理文均是如此），本次收购完成后，公司在现有安徽马鞍山、浙江嘉兴海盐和湖北荆州公安（建设中）三大造纸生产基地之上，新增福建地区包装纸造纸生产基地，进一步扩大了国内区域布局。公司浆纸总产能在 354 万吨基础上增加福建联盛 105 万吨及前期收购的北欧纸业 50 万吨至 509 万吨。

■ **公司颇具运营经验，标的公司吨盈利提升可期。** 从山鹰纸业历史的发展来看，13 年吉安集团借壳上市，与老山鹰重大资产重组之后吉安集团运用自身优异的行业管理经验大幅提升原本老山鹰产能效率。目前福建联盛吨纸净利水平仍在较低水平，我们认为凭借山鹰自身的管理经验优势可以在当前行业高景气的趋势下大幅提升标的公司吨盈利水平（上半年山鹰吨净利 460+）。

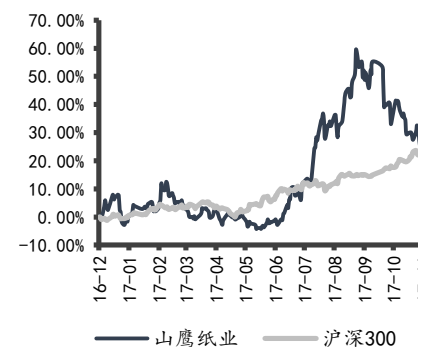
■ **箱板、瓦楞价格重启上涨，看好旺季结束前波段行情。** 卓创数据显示，箱板纸 5167 元/吨、瓦楞纸价格 4338 元/吨，分别照比 11 月底的低点上涨 434 元/吨、650 元/吨。纸价经历前期大幅调整后重启上涨，主要与国废价格上涨（当前价 2488 元/吨）+龙头库存（15 天左右）和下游库存回到合理水平+春节备货即将陆续开始订单趋旺有关，当前时点我们坚定看好春节旺季结束之前造纸波段行情。

■ **18 年废纸系纸种仍将维持高景气。** 成本端外废 5 万吨以下纸企配额取消+混杂废禁止进口对外废总配额影响在 540 万吨左右，外废需求转向国废将推动后者价格中枢持续上移支持纸价。供给端我们估计 18 年 500 万吨新增产能，按照投产节奏实际产量 250 万吨左右，而箱板、瓦楞纸 16 年产量为 4575 万吨，同比增长 4.6%，箱板纸行业每年需求保持 3%-5% 增长，叠加环保持续出清行业内小产能，国内进口废纸趋紧，因此已知实际落地产能对行业格局影响较小，行业仍将维持高景气。

■ **盈利预测与投资建议:** 我们预计 17、18 年公司归母净利润 20.85 亿、22.97 亿元，对应 PE9X、8X。考虑到北欧纸业 1.2 亿（考虑税盾和资金成本影响）、联盛纸业 4.2 亿备考利润后 18 年归母净利润 28.37 亿，17、18 年公司对应 PE9X、7X，维持“增持”评级。

风险提示：标的资产并购进程不及预期、纸价上涨不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	4.26
一年最低/最高价	3.29/5.75
市净率(倍)	1.99
流通 A 股市值(百万元)	19388

基础数据

每股净资产(元)	2.14
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: Q3 业绩符合预期，看好 18 年环保趋严下造纸盈利再提升 -20171019
2. 山鹰纸业: 箱板纸价格跳涨，盈利或超预期 -20170907
3. 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	10,142.88	10,589.80	12,234.09	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	4,546.99	4,911.48	5,725.58	营业税金及附加	107.02	141.39	151.34	178.70
存货	1,686.20	2,472.23	2,572.29	3,012.17	销售费用	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	467.21	571.98	606.61
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	2,569.01	2,830.44	3,476.34
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	25,096.30	25,966.18	27,578.12	利润总额	449.67	2614.34	2880.43	3538.11
流动负债	8,906.38	12,695.65	12,207.57	12,934.19	所得税费用	90.78	527.78	581.50	714.27
短期借款	5,385.54	6,969.11	8,196.14	8,846.25	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	1,947.24	归属母公司净利润	352.80	2084.80	2296.83	2820.52
其他	2,036.80	3,880.97	2,019.39	2,140.70	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					
负债总计	11,621.59	15,443.98	14,963.99	14,915.45	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	50.80	46.40	41.99	37.58	每股收益(元)	0.08	0.46	0.50	0.62
归属母公司股东权益	8,376.53	9,605.91	10,960.20	12,625.09	每股净资产(元)	1.84	2.11	2.41	2.77
负债和股东权益总计	20,048.93	25,096.30	25,966.18	27,578.12	发行在外股份(百万股)	4,551.25	4,551.25	4,551.25	4,551.25
					ROIC(%)	4.35%	12.25%	11.92%	13.41%
					ROE(%)	4.87%	23.19%	22.34%	23.92%
					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%	11.81%	12.15%	12.64%
					资产负债率(%)	57.97%	61.54%	57.63%	54.08%
					收入增长率(%)	23.99%	45.64%	7.04%	18.08%
					净利润增长率(%)	68.76%	490.92%	10.17%	22.80%
					P/E	54.95	9.30	8.44	6.87
					P/B	2.67	2.16	1.89	1.64
					EV/EBITDA	16.56	9.25	8.19	6.86

数据来源: Wind 资讯、东吴证券研究所 (本表暂未考虑北欧纸业及福建联盛并表)

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>