

山鹰纸业(600567)

业绩预告符合预期，18 年持续成长性凸显 增持(维持)

2018 年 01 月 14 日

投资要点

■ **事件：**公司发布 2017 年度业绩预告，公司预计 2017 年年度实现归属于上市公司股东的净利润与上年同期相比，约增加人民币 16.5 亿元左右，将增加至人民币 20 亿元左右，同比增加 466.89%左右，其中会计估计变更（公司对机器设备类别中的造纸及相关设备预计使用年限调整）增加本期净利润人民币 2.35 亿元。

■ 点评：

全年业绩高增长，四季度吨净利持续维持高位。受益于造纸行业 2017 年持续高景气，公司生产主要纸种箱板纸、瓦楞纸 2017 年均价分别为 4731 元/吨（同比增 1504 元/吨）、4062 元/吨（同比增 1354 元/吨）同比大幅提升驱动公司 17 年净利润大幅增长。公司前三季度吨净利分别约为 543/370/644 元/吨，我们按照全年 355 万吨左右销量估算，四季度销量估计在 95 万吨，保守估计四季度吨净利 600 元/吨+。

进口配额陆续发放，山鹰龙头优势凸显。目前 18 年全国废纸进口配额共计发放三个批次，共发放配额 307.63 万吨，其中山鹰配额为 49.23 万吨（17 年全年山鹰纸业配额 256 万吨）占总体比重 16%，同期发放的配额基本集中于行业龙头，山鹰纸业也将持续受益于外废配额带来的成本端弹性。

18 年外延成长持续性凸显。前期公司发布公告以 19 亿现金方式收购福建联盛纸业 100%股权，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，标的公司 18 年目前获批外废配额 14.48 万吨（17 年 77.2 万吨），原材料供给基础较好。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。

18 年五大环保政策共驱造纸行业高景气。政策一，外废进口趋严，混杂废取消+5 万吨以下纸企配额取消+贸易商配额取消影响 500 万吨，叠加含杂率政策落地（含杂率不超过 0.5%），利好国废价格上行利好有自己独立回收渠道龙头。政策二，排污许可证制度在地区排污总量卡死的情况下从源头上限制新增产能落地，叠加各地能源指标同样有限，新增产能投放压力倍增。政策三，环保税替代排污费，排污成本更高小纸企盈利加速挤出。政策四，自备电厂审批严格，新增产能配套受限。政策五，常态化长效化环保督查力度或超预期。

■ 盈利预测与投资评级：

我们预计 17、18 年公司归母净利润 20.41 亿、22.96 亿元，对应 PE10X、9X。我们估计考虑到北欧纸业 1.2 亿（考虑税盾和资金成本影响）、联盛纸业 3 亿利润后 18 年归母净利润 27.16 亿，17、18 年公司对应 PE10X、8X，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

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

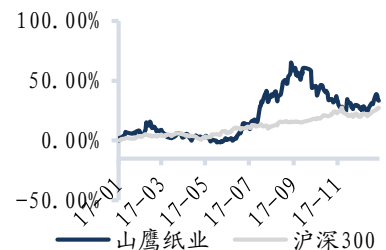
021-60199793

shifk@dwzq.com.cn

研究助理 林瑶

liny@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	4.55
一年最低/最高价	3.30/5.75
市净率(倍)	2.13
流通 A 股市值(百万元)	20,795

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)	4,570
流通 A 股(百万股)	4,570

相关研究

1. 山鹰纸业：外延发展再下一城，持续成长性凸显 -20171221
2. 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
3. 山鹰纸业：箱板纸价格跳涨，盈利或超预期 -20170907
4. 山鹰纸业：中报业绩超预期，看好下半年行业持续改善 -20170810
5. 山鹰纸业：行业持续景气，业绩高增长 -20170710

东吴证券研究所

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	7461.1	10142.9	10589.8	12234.1	营业收入	12134.8	17673.3	18916.9	22337.8
货币资金	2197.3	2297.5	2648.4	2903.9	营业成本	10149.9	13333.1	14217.7	16763.2
应收款项	2522.3	4547.0	4911.5	5725.6	营业税金及附加	107.0	141.4	151.3	178.7
存货	1686.2	2472.2	2572.3	3012.2	销售费用	593.6	824.8	804.8	926.7
其他	1055.2	826.1	457.7	592.4	管理费用	496.1	615.9	638.0	729.3
非流动资产	12587.9	14953.4	15376.4	15344.0	财务费用	549.1	468.7	573.6	608.2
长期股权投资	97.4	567.4	549.8	542.2	投资净收益	(4.2)	(0.2)	(0.4)	(0.8)
固定资产	9636.0	10649.9	11444.8	11943.1	其他	1.0	318.8	342.5	402.4
无形资产	959.4	946.8	933.7	920.2	营业利润	203.2	2514.5	2828.9	3474.7
其他	1895.0	2789.4	2448.0	1938.5	营业外净收支	246.5	45.3	50.0	61.8
资产总计	20048.9	25096.3	25966.2	27578.1	利润总额	449.7	2559.8	2878.8	3536.5
流动负债	8906.4	12721.3	12234.0	12961.4	所得税费用	90.8	516.8	581.2	713.9
短期借款	5385.5	6994.8	8222.6	8873.4	少数股东损益	6.1	1.8	2.1	3.3
应付账款	1484.0	1845.6	1992.0	1947.2	归属母公司净利润	352.8	2041.3	2295.6	2819.2
其他	2036.8	3881.0	2019.4	2140.7	EBIT	895.3	2899.4	3256.5	3918.6
非流动负债	2715.2	2748.3	2756.4	1981.3	EBITDA	1739.8	3464.7	3872.4	4575.2
长期借款	817.7	817.7	817.7	817.7					
其他	1897.5	1930.6	1938.7	1163.6	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	11621.6	15469.7	14990.4	14942.7	每股收益(元)	0.08	0.45	0.50	0.62
少数股东权益	50.8	46.4	42.0	37.6	每股净资产(元)	1.84	2.10	2.39	2.76
归属母公司股东权益	8376.5	9580.2	10933.8	12597.9	发行在外股份(百万股)	4551.25	4570.31	4570.31	4570.31
负债和股东权益总计	20048.9	25096.3	25966.2	27578.1	ROIC(%)	4.35%	12.03%	11.92%	13.41%
					ROE(%)	4.87%	22.74%	22.38%	23.96%
现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	16.36%	24.56%	24.84%	24.96%
经营活动现金流净额	942.9	642.3	1731.1	2886.6	EBIT Margin(%)	7.38%	16.41%	17.21%	17.54%
投资活动现金流净额	(1166.9)	(3082.2)	(3311.4)	(2769.1)	销售净利率(%)	2.96%	11.56%	12.15%	12.64%
筹资活动现金流净额	1167.3	2540.2	1931.1	138.0	资产负债率(%)	57.97%	61.64%	57.73%	54.18%
现金净增加额	894.5	100.3	350.8	255.5	收入增长率(%)	23.99%	45.64%	7.04%	18.08%
折旧与摊销	844.5	565.3	615.9	656.5	净利润增长率(%)	68.76%	478.58%	12.46%	22.81%
资本开支	1021.3	3094.2	3323.4	2781.1	P/E	58.94	10.19	9.06	7.38
营运资本变动	(876.4)	(2522.4)	(1832.1)	(1290.6)	P/B	2.87	2.32	2.03	1.77
企业自由现金流	2418.5	5765.2	7305.3	8402.1	EV/EBITDA	17.37	9.80	8.56	7.18

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>