

消费升级与娱乐研究中心

山鹰纸业 (600567.SH) 买入 (维持评级)

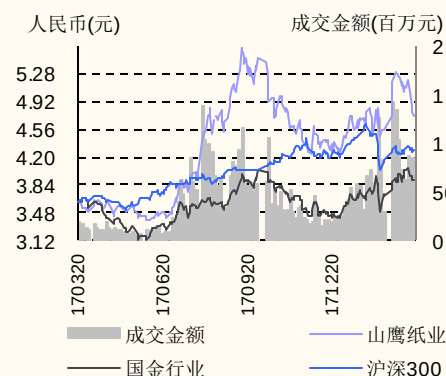
公司点评

市场价格 (人民币): 4.72 元

业绩高增符合预期, 长期成长逻辑不改

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	4,570.31
总市值(百万元)	21,571.88
年内股价最高最低(元)	5.63/3.38
沪深 300 指数	4074.25
上证指数	3279.25



公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.09	0.42	0.50	0.63	0.80
每股净资产(元)	2.22	2.75	3.05	3.42	3.95
每股经营性现金流(元)	0.29	0.85	0.50	0.57	0.69
市盈率(倍)	39	10	9	7	6
行业优化市盈率(倍)	84	82	85	85	85
净利润增长率(%)	68.76%	344.73%	45.00%	26.86%	26.12%
净资产收益率(%)	4.21%	15.13%	16.40%	18.56%	20.24%
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, 公司分别实现营业收入和净利润 174.70 亿元和 20.15 亿元, 同比分别增长 44.0%/471%, 实现全面摊薄 EPS0.44 元, 基本符合预期。

经营分析

- **产品提价、运营优化及增量利润共促业绩高增。**公司造纸业务营收 125.76 亿元 (+43.75%), 受益于包装纸全年旺盛行情 (公司包装纸销售均价 3,400 元, 同比上涨 30%), 毛利率提升至 26.29% (+7.79pct)。包装业务营收 36.49 亿元 (+35.69%), 毛利率 15.21% (+3.08pct)。除主营业务盈利水平显著提升之外, 会计估计变更亦增加净利润 2.29 亿元。
- **优化造纸产能布局, 包装业务产销两旺。1) 造纸业务:** 全年原纸销量 353.61 万吨 (含 11-12 月特种纸销量 4.17 万吨), 产能利用率 99.9%。目前公司造纸业务年产能 358 万吨, 联盛纸业技改完成后将新增产能 105 万吨, 同时湖北基地已获批建设, 预计一期完工后年产能新增 127 万吨, 北欧纸业也将于 2018 年完全并表, 对应将新增 50 万吨特种纸产能。2) **包装业务:** 公司拥有 11.61 亿平方米中高档包装纸箱产能, 17 年该部分业务满产满销, 对应销售价格 31,191 万元/亿平方米 (同比提升 34%), 造纸业务与包装业务达到高度内部协同, 公司整体也实现服务转型升级。
- **外废供给趋紧, 预计纸价震荡上行。**从今年八批外废配额情况来看, 前五大企业获批额度占比达 81%, 其中公司获批 63.71 万吨, 占比 9.2%。预计 2018 年全年外废进口配额量较去年下降 20%, 该部分缺口将由国废或木浆填补, 国废需求增长将直接推高废纸价格。在行业集中度提升、上游原材料价格坚挺以及原料趋紧或导致新增产能投放受阻等影响下, 包装纸价格预计整体将持续高位运行, 龙头企业量价双重获利。

盈利预测与投资建议

- 考虑联盛和北欧纸业并表因素及在建产能逐步投放, 我们预测公司 2018-2020 年完全摊薄后 EPS 为 0.50/0.63/0.80 元 (三年 CAGR26.5%), 对应 PE 分别为 9/7/6 倍, 维持“买入”评级。

风险因素

- 宏观经济波动风险, 主要原材料价格大幅波动风险, IPO 募投新增产能无法及时消化的风险。

相关报告

- 1.《山鹰纸业 2017 年三季度点评-纸价推动业绩猛增, 包装已成新增...》, 2017.10.10
- 2.《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
- 3.《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

揭力

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

邱思佳

联系人
qiusijia@gjzq.com.cn

袁艺博

联系人
yuanyibo@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	9,787	12,135	17,470	22,660	28,612	35,925
增长率		24.0%	44.0%	29.7%	26.3%	25.6%
主营业务成本	-7,991	-10,150	-13,449	-17,485	-22,253	-28,068
%销售收入	81.6%	83.6%	77.0%	77.2%	77.8%	78.1%
毛利	1,796	1,985	4,020	5,174	6,359	7,857
%销售收入	18.4%	16.4%	23.0%	22.8%	22.2%	21.9%
营业税金及附加	-65	-107	-171	-215	-258	-305
%销售收入	0.7%	0.9%	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%
营业费用	-509	-594	-696	-1,020	-1,259	-1,545
%销售收入	5.2%	4.9%	4.0%	4.5%	4.4%	4.3%
管理费用	-447	-496	-622	-861	-1,073	-1,322
%销售收入	4.6%	4.1%	3.6%	3.8%	3.8%	3.7%
息税前利润 (EBIT)	774	788	2,532	3,078	3,769	4,685
%销售收入	7.9%	6.5%	14.5%	13.6%	13.2%	13.0%
财务费用	-621	-549	-616	-278	-211	-198
%销售收入	6.4%	4.5%	3.5%	1.2%	0.7%	0.6%
资产减值损失	-26	-37	-40	0	0	0
公允价值变动收益	-5	5	-1	0	0	0
投资收益	2	-4	-29	2	2	2
%税前利润	0.6%	n.a	n.a	0.1%	0.0%	0.0%
营业利润	124	203	1,846	2,802	3,560	4,488
营业利润率	1.3%	1.7%	10.6%	12.4%	12.4%	12.5%
营业外收支	170	246	-61	122	125	127
税前利润	294	450	1,785	2,924	3,684	4,616
利润率	3.0%	3.7%	10.2%	12.9%	12.9%	12.8%
所得税	-86	-91	-210	-643	-792	-969
所得税率	29.4%	20.2%	11.8%	22.0%	21.5%	21.0%
净利润	208	359	1,575	2,281	2,892	3,646
少数股东损益	-2	6	6	6	6	6
归属于母公司的净利润	209	353	1,569	2,275	2,886	3,640
净利率	2.1%	2.9%	9.0%	10.0%	10.1%	10.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	208	359	2,020	2,281	2,892	3,646
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	791	887	689	897	1,018	1,146
非经营收益	626	574	584	347	141	126
营运资金变动	-241	-876	-514	-1,257	-1,476	-1,764
经营活动现金净流	1,383	943	2,780	2,267	2,575	3,154
资本开支	-343	-1,019	-787	-804	-1,278	-1,354
投资	-114	-159	-2,874	-1	0	0
其他	11	11	-1,534	2	2	2
投资活动现金净流	-446	-1,167	-5,195	-804	-1,276	-1,353
股权募资	0	1,973	81	1,982	-259	0
债权募资	-987	-14	141	-2,427	15	-575
其他	-40	-840	2,446	-332	-1,024	-1,213
筹资活动现金净流	-1,027	1,119	2,668	-777	-1,268	-1,788
现金净流量	-89	895	252	687	30	14

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	2,015	2,197	2,319	3,006	3,036	3,050
应收款项	2,457	2,605	3,332	4,997	6,309	7,922
存货	1,784	1,686	2,328	3,471	4,417	5,572
其他流动资产	292	973	1,197	387	490	617
流动资产	6,547	7,461	9,175	11,861	14,253	17,160
%总资产	35.6%	37.2%	34.1%	40.2%	44.2%	48.3%
长期投资	118	271	2,041	2,042	2,041	2,041
固定资产	10,466	11,179	12,225	12,760	13,243	13,672
%总资产	56.8%	55.8%	45.4%	43.3%	41.0%	38.5%
无形资产	1,059	1,030	2,938	2,836	2,738	2,645
非流动资产	11,866	12,588	17,755	17,640	18,024	18,360
%总资产	64.4%	62.8%	65.9%	59.8%	55.8%	51.7%
资产总计	18,413	20,049	26,931	29,500	32,277	35,520
短期借款	6,925	6,153	5,597	3,195	3,224	2,661
应付款项	1,546	1,638	2,425	3,347	4,258	5,369
其他流动负债	1,823	1,115	4,310	4,866	5,043	5,310
流动负债	10,294	8,906	12,331	11,409	12,525	13,340
长期贷款	1,003	818	1,960	1,960	1,960	1,961
其他长期负债	941	1,898	2,195	2,174	2,155	2,136
负债	12,239	11,622	16,485	15,543	16,639	17,437
普通股股东权益	6,119	8,377	10,368	13,874	15,548	17,987
少数股东权益	55	51	77	83	89	95
负债股东权益合计	18,413	20,049	26,931	29,500	32,277	35,520

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.06	0.09	0.42	0.50	0.63	0.80
每股净资产	1.62	2.22	2.75	3.05	3.42	3.95
每股经营现金净流	0.56	0.29	0.85	0.50	0.57	0.69
每股股利	0.02	0.03	0.00	0.16	0.21	0.26
回报率						
净资产收益率	3.42%	4.21%	15.13%	16.40%	18.56%	20.24%
总资产收益率	1.14%	1.76%	5.83%	7.71%	8.94%	10.25%
投入资本收益率	3.66%	3.66%	11.22%	11.42%	13.02%	15.05%
增长率						
主营业务收入增长率	26.52%	23.99%	43.96%	29.71%	26.27%	25.56%
EBIT增长率	44.47%	1.86%	221.16%	21.60%	22.45%	24.30%
净利润增长率	90.15%	68.76%	344.73%	45.00%	26.86%	26.12%
总资产增长率	-0.47%	8.88%	34.32%	9.54%	9.41%	10.05%
资产管理能力						
应收账款周转天数	52	45	39	49	49	49
存货周转天数	78	62	54	72	72	72
应付账款周转天数	68	52	49	63	63	63
固定资产周转天数	375	290	223	183	153	128
偿债能力						
净负债/股东权益	108.67%	77.19%	67.15%	28.13%	25.10%	18.52%
EBIT利息保障倍数	1.2	1.4	4.1	11.1	17.8	23.6
资产负债率	66.47%	57.97%	61.21%	52.69%	51.55%	49.09%

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
	0	3	6	10	26
	0	0	1	6	13
	0	0	1	3	6
	0	0	0	1	1
	0.00	1.00	1.38	1.75	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
4	2017-10-19	买入	4.70	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



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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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