

山鹰纸业(600567.SH)

山鹰纸业年报点评：业绩表现符合预期，18年箱板龙头成长无忧

买入(上调)

2018年03月20日

证券分析师 马莉

执业证书编号：S0600517050002

01066573632

mal@dwzq.com.cn

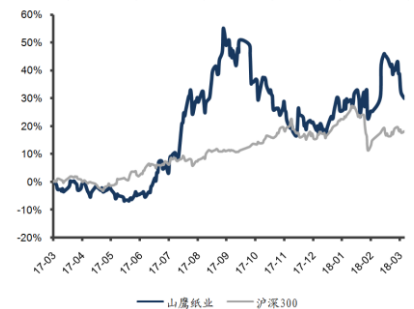
证券分析师 史凡可

021-60199793

shifk@dwzq.com.cn

盈利预测 与估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	12134.81	17469.68	23800.00	24300.00	25876.20
同比(%)	23.99%	43.96%	36.24%	2.10%	6.49%
净利润 (百万元)	352.80	2014.52	2640.73	2819.82	3293.60
同比(%)	68.76%	471.00%	31.09%	6.78%	16.80%
毛利率(%)	16.36%	23.01%	40.99%	32.04%	26.04%
ROE(%)	4.87%	21.49%	23.71%	22.13%	25.52%
每股收益(元)	0.09	0.44	0.58	0.62	0.72
P/E	61.92	10.84	8.27	7.75	6.63
P/B	2.61	2.11	1.83	1.61	1.79

股价走势



投资要点：

■ 事项要点：

公司发布 17 年年度报告。报告期内实现总收入 174.70 亿元，同增 43.96%；归母净利润 20.15 亿元（折旧年限调整导致全年净利润增加 2.29 亿），同增 471%；实现总销量 353.6 万吨（含北欧纸业特种纸 4.17 万吨），较 16 年减少 9.4 万吨，对应吨净利 570 元/吨（去年同期 97 元/吨），较去年同期大幅增长。其中，Q4 单季公司实现总收入 50.86 亿元，同增 38.66%；归母净利润 5.84 亿元，同增 300%；我们估算公司 Q4 销量约为 90 万吨，对应吨净利达到 616 元/吨。此外，公司 17 年利润分配方案为每 10 股拟派息 1.33 元(含税)，并公告未来三年利润分配不低于当年实现可分配利润的 10%。

■ 投资建议：

造纸盈利大幅提升，包装业务稳健成长：报告期内，公司的造纸业务共取得收入 125.76 亿元（占比总收入 72%），其中剔除北欧纸业（特种纸）并表后实现收入 121.90 亿元，同比增长 39.34%。受益于箱板行业价格普提、且龙头相对拥有成本红利，公司造纸业务的毛利率较去年同期增加 7.79pct 至 26.29%（主要纸种箱板原纸的毛利率同增 7.62pct 至 26.42%、新闻纸的毛利率同增 6.25pct 至 19.9%、而北欧纸业并表后带来的特种纸的毛利率则高达 36.38%），盈利能力得到显著提升。同期公司的包装业务实现收入 36.49 亿元，同比增长 35.69%，毛利率增长 3.08pct 至 15.21%。依托于产业链一体化的突出优势（集再生纤维收购、包装原纸生产、纸板纸箱制造、物流配送为一体），公司的包装业务在上游原纸价格大涨的环境下发展稳健，成立包装设计中心，成功践行包装产业+互联网模式。

Q4 盈利维持高位，龙头成本红利：根据我们预测，公司逐季度情况大致是 Q1：销量 70 万吨（吨均价 3314 元，吨净利 586 元）；板瓦楞价格期末较期初分别下滑 19.51%、Q2：销量 99 万吨（吨均价 3168 元，吨净利 374 元）；Q3：销量 90 万吨（吨均价 3908 元/吨，吨净利 643 元）

市场数据

收盘价(元)	4.78
一年最低/最高价	4.27/5.47
市净率(倍)	2.11
流通股市值(亿元)	218.46

基础数据

每股净资产(元)	2.27
资产负债率(%)	61.21
总股本(百万股)	4,570.31
流通 A 股(百万股)	4,570.31

Q4: 销量 95 万吨 (吨均价 5375 元/吨, 吨净利 553 元)。其中就四季度的具体情况来看, 剔除北欧纸业 11-12 月并表贡献业绩增量 4427 万、包装业务净利润约 6000 万、折旧政策改变贡献净利润约 5000 万, Q4 单季公司实现吨纸净利约 474 元/吨, 在纸价高位略有回落 (四季度箱板瓦楞价格期末较期初分别下滑 19.51%、28.29%)、外废受限导致成本上升的情况下较 Q3 单季的吨净利 587 元/吨略有回落。我们判断, 18 年一季度随着公司新增外废配额陆续到港, 吨净利环比去年四季度将有所上升。

内部管理逐步改善, 规模优势彰显: 受益于行业景气向上的同时, 公司积极改善内部管理效率, 有效减少不必要的费用投入, 三费率管控良好。报告期内, 公司三费率合计 11.07%, 较上年同期下降 3.09pct, 规模优势得到体现。具体来看, 销售费用率下降 0.91pct、管理费用率下降 0.53pct、财务费用率下降 1.00pct。由于外延扩张对资金的占用, 公司资产负债率由 16 年的 57.97% 上行至 17 年的 61.21%, 预期对公司 18 年的财务费用产生影响。

公司预期 18 年三费总额控制在 26.3 亿元以内, 其中销售费用 9.3 亿、管理费用 8 亿、财务费用 9 亿。

现金流同比向好, 控量保价存货增加: 公司 17 年度经营性现金流 27.80 亿元, 同比增长 194.81%, 经营性现金流同比向好。销售收入的增长带动期末应收账款相较期初增长 6.63 亿元 (+42.91%), 应收账款周转率同比提高 0.85pct, 企业运营效率也有所提升。由于控量保价 (公司 17 年原纸销量 353.6 万吨, 较 16 年同期减少 9.4 万吨), 公司期末存货共计 23.28 亿元, 较期初增长 38.05% (其中原材料账面余额为 16.49 亿元, 相比期初增长了 20.80%; 库存商品账面余额为 6.72 亿元, 相比期初增长了 111.46%)。目前公司的成品纸库存天数较低 (12 天左右), 我们判断 18 年一季度公司销量较去年同期或将持平。

外延贡献产能增量, 18 年持续成长可期: 作为箱板瓦楞第三大龙头纸企, 公司 16 年的总产能达 354 万吨, 且持续通过外延的方式进行产能扩张和多地布局。具体来看, 报告期内公司通过收购北欧纸业 (50 万吨产能) 100% 的股权切入防油纸和牛皮纸的细分领域; 18 年 1 月通过收购福建联盛纸业 100% 的股权 (四条生产线, 技改完成后产能 105 万吨) 夯实箱板主业。通过对福建联盛的收购, 公司的产能基地将全面布局现有的安徽马鞍山、浙江嘉兴海盐、湖北荆州公安 (建设中) 及福建地区, 浆纸总产能将达到 500 万吨左右。**随着产能扩张, 公司预期 18 年实现造纸产量 470 万吨, 收入 238 亿元以上。**

国废价格下调不改箱板大势, 持续看好龙头盈利: 近期国废价格出现回调受到热议, 我们判断由于供给端元宵节后回收人员陆续到位较过年期间相对充分、需求端小纸厂由于考虑淡季生产的经济性部分停机或退出, 国废价格回调实属正常。就 18 年前八次配额发放情况来看, “政府发糖” 逻辑不变, 持续看好废纸系龙头全年盈利上行。长期来看, 废纸新政本质上提升了行业的进入壁垒, 必将加速产业结构优化、而市场份额将向龙头企业加速集中!

■ 盈利预测及投资建议:

我们预计公司 18/19/20 年净利润 26 亿、28 亿、33 亿, 当前 218.46 亿市值对应估值 8.3X、7.8X、6.6X, 考虑到环保趋严下龙头具有向上的盈利弹性、且公司估值处于底部, 17 年年报表现亮眼, 提高 18 年业绩预期, 上调评级至 “买入” 评级。

■ 风险提示: 环保政策低于预期, 纸价上涨不达预期。

图表 1：山鹰纸业年度吨净利

	2013	2014	2015	2016	2017
净利润（百万元）	208	110	209	353	2015
包装子公司净利润（百万元）	58	2	33	40	133
北欧纸业净利润（百万元）					44
销量（万吨）	236	235	305	363	354
其中：北欧纸业销量					4
吨净利（元/吨）	88	47	69	97	569
吨净利（除包装，元/吨）	64	46	58	86	532
吨净利（除包装，北欧纸业，元/吨）					525

资料来源：wind 资讯，东吴证券研究所

图表 2：山鹰纸业半年度吨净利

山鹰纸业半年度数据	2015H1	2015H2	2016H1	2016H2	2017H1	2017H2
净利润（百万元）	134	75	150	203	826	1189
包装子公司净利润（百万元）	-8	41	16	24	46	87
北欧纸业净利润（百万元）						44
销量（万吨）	130	175	169	194	169	185
其中：北欧纸业销量					4	4
吨净利（元/吨）	103	43	89	105	489	644
吨净利（除包装，元/吨）	109	19	79	92	462	597
吨净利（除包装，北欧纸业，元/吨）						585

资料来源：wind 资讯，东吴证券研究所

图表 3：山鹰纸业季度吨净利

	2017Q1	2017Q2	2017H1	2017Q3	2017Q4	2017H2
销量（万吨）	70	99	169	90	95	185
其中：北欧纸业销量					4.17	4.17
归母净利（亿元）	4.33	3.93	8.26	6.06	5.83	11.89
其中：包装业务	0.23	0.23	0.46	0.27	0.6	0.87
其中：折旧政策改变带来	0.64	0.64	1.28	0.51	0.50	1.01
其中：北欧纸业并表带来					0.44	0.44
吨净利（总）	619	397	489	673	616	644
吨净利（北欧纸业）					1055	1055
吨净利（剔除包装）	586	374	462	643	553	597
吨净利（剔除包装、折旧变动）	494	309	386	587	500	542
吨净利（剔除包装、折旧变动、北欧纸业）					474	530

资料来源：wind 资讯，东吴证券研究所

图表 4：外废配额一览

单位（万吨）		2018		2017		2016	
序号	企业	前8个批次	占比	总计	占比	总计	占比
1	玖龙纸业	296.99	43.29%	847	27.17%	1317	32.28%
2	理文造纸	92.85	13.54%	398	12.77%	533	13.06%
3	广州造纸	75.00	10.93%	62	1.99%	83	2.03%
4	山鹰纸业	49.23	7.18%	256	8.21%	305	7.48%
5	联盛纸业	14.48	2.11%	166	5.33%	179	4.39%
6	华泰纸业	27.00	3.94%	93	2.98%	121	2.97%
7	东莞建晖	18.31	2.67%	100	3.21%	101	2.48%
8	山东世纪阳光	12.54	1.83%	51	1.64%	53	1.30%
9	景兴纸业	10.64	1.55%	48	1.54%	68	1.67%
10	宁波亚洲	10.38	1.51%	36	1.15%	41	1.00%
11	东莞金洲	10.02	1.46%	55	1.76%	51	1.25%
12	荣成环保	7.86	1.15%	57	1.83%	65	1.59%
13	其他	60.72	8.85%	948	30.41%	1163	28.50%
总配额		686.03		3117		4080	

资料来源：固废管理中心，东吴证券研究所

图表 5：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	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	7,461.06	9,175.27	16,555.55	8,437.47	17,387.95	营业收入	12,134.81	17,469.68	23,800.00	24,300.00	25,876.20
货币资金	2,197.27	2,319.15	3,332.00	3,159.00	3,105.14	营业成本	10,149.89	13,449.42	14,045.31	16,513.86	19,137.06
应收款项	2,522.34	3,155.39	8,744.61	2,826.82	10,111.28	营业税金及附加	107.02	170.74	232.62	237.50	252.91
存货	1,686.20	2,327.72	4,018.94	2,056.06	3,694.21	销售费用	593.55	695.90	930.00	1,004.92	1,040.43
其他	1,055.24	1,373.01	460.00	395.60	477.31	管理费用	496.07	622.03	800.00	822.93	850.17
非流动资产	12,587.87	17,755.30	16,482.57	15,007.45	13,687.31	财务费用	549.06	615.69	900.00	900.00	901.00
长期股权投资	97.43	739.56	604.50	596.93	589.36	投资净收益	-4.19	-29.42	-7.74	-9.93	-12.82
固定资产	9,636.04	10,685.02	9,734.87	8,768.74	7,824.17	其他	1.02	(30.05)	(5.84)	(9.46)	(11.08)
无形资产	959.39	1,181.39	1,156.84	1,129.95	1,102.37	营业利润	203.20	2,291.44	2,951.55	3,155.19	3,683.56
其他	1,895.00	5,149.32	4,986.37	4,511.82	4,171.41	营业外净收支	246.46	(61.28)	(32.64)	(36.76)	(42.49)
资产总计	20,048.93	26,930.57	33,038.12	23,444.92	31,075.26	利润总额	449.67	2230.16	2918.91	3118.43	3641.07
流动负债	8,906.38	12,330.79	15,848.53	4,192.18	12,960.86	所得税费用	90.78	209.93	274.76	293.54	342.74
短期借款	5,385.54	5,038.95	11,798.34	-436.40	5,745.77	少数股东损益	6.09	5.71	3.42	5.07	4.73
应付账款	1,484.03	2,121.30	1,605.51	2,210.89	1,748.75	归属母公司净利润	352.80	2014.52	2640.73	2819.82	3293.60
其他	2,036.80	5,170.54	2,444.67	2,417.70	5,466.34	EBIT	895.30	2,702.33	8,024.69	5,958.29	4,848.55
非流动负债	2,715.21	4,154.51	5,175.10	5,544.68	5,726.04	EBITDA	1,739.78	3,345.60	10,077.11	7,812.74	6,533.99
长期借款	817.70	1,959.56	3,101.42	4,243.28	5,385.14						
其他	1,897.51	2,194.95	2,073.68	1,301.40	340.90	重要财务与估值指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
负债总计	11,621.59	16,485.30	21,023.63	9,736.86	18,686.90	每股收益(元)	0.09	0.44	0.58	0.62	0.72
少数股东权益	50.80	77.46	104.13	130.79	157.45	每股净资产(元)	1.85	2.29	2.63	3.00	2.71
归属母公司股东权益	8,376.53	10,367.81	11,910.36	13,577.27	12,230.91	发行在外股份(百万股)	4,551.25	4,570.31	4,570.31	4,570.31	4,570.31
负债和股东权益总计	20,048.93	26,930.57	33,038.12	23,444.92	31,075.26	ROIC(%)	4.35%	12.73%	25.33%	29.16%	18.67%
						ROE(%)	4.87%	21.49%	23.71%	22.13%	25.52%
现金流量表（百万元）	2016	2017	2018E	2019E	2020E	毛利率(%)	16.36%	23.01%	40.99%	32.04%	26.04%
经营活动现金流净额	942.93	2779.87	(4557.86)	14155.25	(486.49)	EBIT Margin(%)	7.38%	15.47%	33.72%	24.52%	18.74%
投资活动现金流净额	(1166.93)	(5195.29)	(4117.77)	(3765.55)	(3140.07)	销售净利率(%)	2.96%	11.56%	11.11%	11.63%	12.75%
筹资活动现金流净额	1167.31	2664.95	9688.48	(10562.70)	3572.70	资产负债率(%)	57.97%	61.21%	63.63%	41.53%	60.13%
现金净增加额	894.53	252.48	1012.85	(173.00)	(53.86)	收入增长率(%)	23.99%	43.96%	36.24%	2.10%	6.49%
折旧与摊销	844.48	643.26	2052.42	1854.45	1685.44	净利润增长率(%)	68.76%	471.00%	31.09%	6.78%	16.80%
资本开支	1021.34	794.30	2584.89	2232.67	1607.19	P/E	61.92	10.84	8.27	7.75	6.63
营运资本变动	(876.42)	(527.54)	(10187.69)	8531.71	(6405.26)	P/B	2.61	2.11	1.83	1.61	1.79
企业自由现金流	2418.51	5805.94	8988.25	23413.67	5671.66	EV/EBITDA	17.97	10.76	3.92	3.64	5.73

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>

