

山鹰纸业 (600567)

公司研究/简评报告

业绩表现靓丽，扩产能、外延并购助力公司成长

—山鹰纸业 (600567) 2017 年年报点评

简评报告/轻工制造

2018 年 03 月 20 日

一、事件概述

公司发布 2017 年年报。报告期内，公司实现营业收入 174.70 亿元，同比增长 43.96%；实现归属于上市公司股东的净利润 20.15 亿元，同比增长 471.00%；实现基本每股收益 0.44 元，利润分配方案为向全体股东每 10 股派发现金 1.33 元(含税)。

二、分析与判断

➤ 终端纸品提价扩大盈利空间，公司业绩快速增长

全年公司营收同比增长 44%，归母净利润同比增长 471%；分季度看，Q4 营收、归母净利润分别同比增长 38.66%、300.39%。公司业绩靓丽，主要是因为：(1) 造纸行业景气度高，原材料国废 17 年均价同比上涨 689 元/吨至 2052 元/吨，但终端箱板纸全年均价上涨 1508 元/吨至 4731 元/吨，瓦楞纸全年均价上涨 1360 元/吨至 4062 元/吨，公司整体受益于纸品涨价。(2) 并购标的公司带来业绩增量，北欧纸业 17 年 11-12 月并表，贡献收入 3.9 亿元，净利润 4427 万元。(3) 公司会计政策变更，包括调整造纸生产线折旧年限等，调增净利润约 2.30 亿元。

➤ 期间费用率下降，盈利水平为近年最高

报告期内，公司销售费用中的运杂费、业务经费以及管理费用中的职工薪酬、财务费用中的利息支出增长较多，但由于公司营收增速更快，销售费用率同比下降 0.91pct 至 3.98%、管理费用率下降 0.53pct 至 3.56%，财务费用率下降 1.00pct 至 3.52%。期间费用率整体下降 2.44pct 至 16.56%。由于终端纸品提价扩大盈利空间，整体毛利率同比大幅提升 6.66pct 至 23.01%。得益于期间费用率的有效控制，净利率进一步提升 8.61pct 至 11.56%，公司盈利水平达到近年最高。

➤ 行业有望持续景气，公司成本端优势明显

目前外废进口政策趋紧态势延续：(1) 废纸含杂率 0.5% 的新规已于 3 月 1 日正式实施，从退运情况看，执行力度较严；(2) 18 年混合废纸禁止进口，且配额向领军企业集中趋势明显，18 年前八批玖龙、理文、山鹰共获批 439.1 万吨，占总核定量的 64%。整体来看，外废供给趋紧将导致国废供需缺口加大，废纸价格或将维持高位从而支撑终端纸价，行业有望持续景气。公司作为行业领军企业，前八批外废配额中获批 49.2 万吨。在外废与国废差价在千元左右的背景下，成本端优势明显。

➤ 扩产能、外延并购夯实主业，18 年联盛纸业并表有望增厚业绩

收购北欧纸业和联盛纸业、新建华中生产基地，造纸主业得到进一步夯实。(1) 公司 17 年收购北欧纸业，其防油纸产品在欧洲市占率第一，拥有浆纸产能约 50 万吨。本次收购将进一步丰富产品品类，完善公司在高端特种纸领域的国际化布局；(2) 18 年福建联盛纸业并表，其 17 年对赌净利润不低于 1.3 亿元，技改完成后将拥有包装纸产能约 105 万吨，有望增厚公司业绩。(3) 公司湖北 127 万吨包装纸产能已开工建设，国内产能布局得到进一步完善。

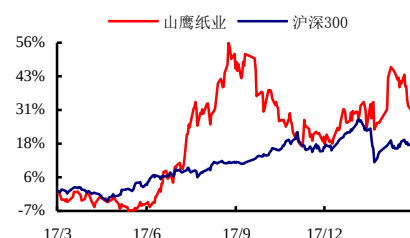
强烈推荐 维持评级

当前价格： 4.72 元

交易数据 2018-3-19

近 12 个月最高/最低	5.63/3.38
总股本(百万股)	4,570
流通股本(百万股)	4,570
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	216
流通市值(亿元)	216

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind、民生证券研究院

分析师：陈柏儒

执业证号： S0100512100003
电话： 010-85127729
邮箱： chenbairu@mszq.com

研究助理：聂贻哲

执业证号： S0100117110075
电话： 01085127729
邮箱： nieyizhe@mszq.com

相关研究

- 1.《山鹰纸业 (600567) 2017 年半年报点评：业绩表现靓丽，需求淡季仍保持较高盈利水平》20170810

三、盈利预测与投资建议

我们认为箱板瓦楞行业未来需求持续向好，淘汰落后产能及环保监管趋严的大背景下，公司造纸主业景气度有望持续。预计公司 2018、2019、2020 年基本每股收益谨慎上调至 0.56 元、0.72 元、0.81 元，对应 2018、2019 年 PE 分别为 8X、7X、6X。维持公司“强烈推荐”评级。

四、风险提示：

原材料价格大幅波动；箱板瓦楞下游需求下滑；环保政策出现较大变化。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）		24,035	28,897	30,640
增长率（%）	44.0%	37.6%	20.2%	6.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	2,015	2,580	3,270	3,691
增长率（%）	471.0%	28.1%	26.8%	12.9%
每股收益（元）	0.44	0.56	0.72	0.81
PE（现价）	11	8	7	6
PB	1.5	1.2	0.9	0.8

资料来源：公司公告，Wind、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	17,470	24,035	28,897	30,640
营业成本	13,449	18,309	21,967	23,274
营业税金及附加	171	202	260	278
销售费用	696	961	1,156	1,195
管理费用	622	889	1,040	1,072
EBIT	2,532	3,673	4,474	4,821
财务费用	616	576	610	497
资产减值损失	40	0	0	0
投资收益	(29)	0	0	0
营业利润	2,291	3,098	3,863	4,324
营业外收支	(61)	0	0	0
利润总额	2,230	3,216	3,965	4,377
所得税	210	633	651	664
净利润	2,020	2,583	3,314	3,713
归属于母公司净利润	2,015	2,570	3,282	3,691
EBITDA	3,180	4,499	5,331	5,718

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	2319	10000	7604	10942
应收账款及票据	3155	4509	5249	5524
预付款项	116	159	195	204
存货	2328	3061	3554	3759
其他流动资产	1075	1075	1075	1075
流动资产合计	9175	19004	17910	21751
长期股权投资	740	740	740	740
固定资产	10685	11440	12096	12851
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	17755	16957	17212	17373
资产合计	26931	35961	35123	39124
短期借款	5039	4820	0	0
应付账款及票据	2156	2693	3140	3334
其他流动负债	3730	3730	3730	3730
流动负债合计	12331	12778	8626	8915
长期借款	1960	4960	4960	4960
其他长期负债	2195	5195	5195	5195
非流动负债合计	4155	10155	10155	10155
负债合计	16485	22933	18781	19069
股本	3260	3260	3260	3260
少数股东权益	77	91	122	144
股东权益合计	10445	13029	16342	20055
负债和股东权益合计	26931	35961	35123	39124

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	44.0%	37.6%	20.2%	6.0%
EBIT 增长率	221.2%	45.1%	21.8%	7.8%
净利润增长率	471.0%	27.6%	27.7%	12.5%
盈利能力				
毛利率	23.0%	23.8%	24.0%	24.0%
净利率	11.5%	10.7%	11.4%	12.0%
总资产收益率 ROA	7.5%	7.1%	9.3%	9.4%
净资产收益率 ROE	19.4%	19.9%	20.2%	18.5%
偿债能力				
流动比率	0.7	1.5	2.1	2.4
速动比率	0.6	1.2	1.7	2.0
现金比率	0.2	0.8	0.9	1.2
资产负债率	0.6	0.6	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	39.2	43.2	42.2	42.0
存货周转天数	54.5	61.0	59.1	58.9
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8
每股指标 (元)				
每股收益	0.4	0.6	0.7	0.8
每股净资产	3.2	4.0	5.0	6.1
每股经营现金流	0.9	0.7	1.2	1.5
每股股利	0.1	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	10.7	8.4	6.6	5.8
PB	1.5	1.2	0.9	0.8
EV/EBITDA	9.0	5.9	4.6	3.7
股息收益率	2.8%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	2,020	2,583	3,314	3,713
折旧和摊销	689	826	857	897
营运资金变动	(514)	(1,482)	(635)	(214)
经营活动现金流	2,780	2,385	4,045	4,840
资本开支	787	(91)	1,011	1,005
投资	(2,874)	0	0	0
投资活动现金流	(5,195)	91	(1,011)	(1,005)
股权募资	81	0	0	0
债务募资	141	6,000	0	0
筹资活动现金流	2,665	5,205	(5,430)	(497)
现金净流量	250	7,681	(2,396)	3,338

资料来源：公司公告，Wind、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

陈柏儒，北京交通大学技术经济学硕士，2012年加盟民生证券研究院，从事轻工行业及上市公司研究。

聂贻哲，浙江大学工学硕士，2017年加入民生证券研究院，从事轻工行业及上市公司研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101；200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层；525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。