

量价齐升助力业绩快速增长

投资要点

- **事件：**公司发布半年报，上半年实现主营业务收入 119.5 亿元，同比增长 60.2%；实现归母净利润 17.1 亿元，同比增长 106.5%；实现扣非归母净利润 14.9 亿元，同比增长 84.6%。其中 Q1/Q2 营收增速分别为 61%/60%；归母净利润增速分别为 40%和 180%。收购北欧纸业和福建联盛纸业带来并表收入 27.8 亿元，净利润 3 亿元，若剔除并表，H1 收入增速约 23%，净利润增速约 70%。
- **造纸业务量价齐升，原材料优势助力利润率再上台阶。**上半年公司造纸业务实现营收 95 亿元，同比增长 77.4%；毛利率为 26.1%，同比提升 1.1pp。量方面，造纸产量从 177 万吨上升至 232 万吨（+31%），量价均出现较大幅度提升。收入快速增长的基础上，原材料优势是利润率提升的关键。在前十八批外废进口配额中公司共获取配额 200 多万吨，而外废 11#目前均价 215 美元/吨，与今年来国废 2780 元/吨的均价相差约 1200 元/吨，公司在进口配额优势上非常明显，预计龙头红利在下半年仍有所体现。费用率方面，随着产量快速扩大后规模效应进一步显现，上半年三费率下滑 0.87 个百分点至 9.9%。山鹰纸业作为包装纸行业龙头进口配额优势明显，且具有上游废纸回收厂的资源，使得公司相较于中小企业更易对废纸品质把控。即使废纸采购发生变化仍能在同业中保持成本领先；此外下游包装业务为公司开拓新成长空间，高附加值产品未来有望带来利润率的持续改善，行业龙头有望实现强者恒强。
- **包装业务受原材料影响，下半年或好转。**上半年公司包装实现收入 21 亿元，同比增长 32%，包装产量从 4.9 亿平上升至 5.8 亿平（+19%），毛利率 11.6%，下滑 2.6pp。原材料是箱板纸和瓦楞纸，上半年箱板纸和瓦楞纸同比涨幅分别为 23%和 25%，而包装价格转嫁具有一定滞后性导致毛利率回落。当前价格企稳，我们判断下半年公司的成本压力将有所缓解，毛利率或得到修复。
- **盈利预测与投资建议。**由于北欧纸业和联盛纸业并表，且公司的原材料优势对利润率的提升进一步凸显，上调公司盈利预测。预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.64、0.74、0.84 元，参考同行业给予 18 年 PE7 倍，目标价 4.48 元，维持“增持”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动的风险；新增产能推进不及预期的风险。

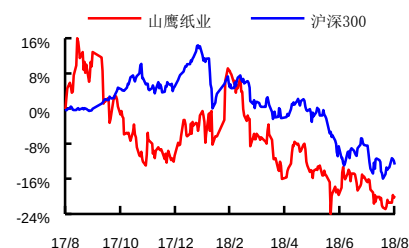
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	17469.68	27103.51	32251.41	37733.15
增长率	43.96%	55.15%	18.99%	17.00%
归属母公司净利润（百万元）	2014.52	2911.62	3366.29	3847.81
增长率	471.00%	44.53%	15.62%	14.30%
每股收益 EPS（元）	0.44	0.64	0.74	0.84
净资产收益率 ROE	19.34%	20.88%	20.56%	20.11%
PE	8	6	5	4
PB	1.64	1.22	1.04	0.89

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：蔡欣
 执业证号：S1250517080002
 电话：023-67511807
 邮箱：cxin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	45.71
流通 A 股(亿股)	45.71
52 周内股价区间(元)	3.58-5.63
总市值(亿元)	170.94
总资产(亿元)	321.52
每股净资产(元)	2.50

相关研究

1. 山鹰纸业（600567）：业绩高增长，龙头效应凸显（2018-01-16）
2. 山鹰纸业（600567）：三季度业绩兑现，预计全年盈利高增长（2017-10-20）

关键假设：

假设 1：随着北欧纸业、联盛纸业并表，华中产能逐步释放，未来三年公司产量将大幅扩容。预计 2018-2020 年造纸业务产量增速分别为 32%、23%和 15%。

假设 2：公司作为包装纸行业龙头，具有占比较大的外废进口配额，资源优势进一步凸显。但在纸价高位企稳后，利润率或逐渐回归均衡。预计 2018-2020 年毛利率分别为 23.4%、22.58%和 22.2%。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：分项收入成本预测

亿元	2017A	2018E	2019E	2020E
合计				
营业收入	174.70	271.04	322.52	377.34
yoy	43.96%	55.15%	18.99%	17.00%
营业成本	134.49	207.61	249.68	293.56
毛利率	23.02%	23.40%	22.58%	22.20%
箱板原纸				
营业收入	85.25	136.40	160.95	185.09
yoy	37.82%	60.00%	18.00%	15.00%
营业成本	65.72	101	122	143
毛利率	22.91%	26.00%	24.00%	23.00%
纸制品				
营业收入	21	27.30	32.76	37.67
yoy	35.69%	30.00%	20.00%	15.00%
营业成本	18.58	24	28	32
毛利率	11.52%	12.00%	14.00%	15.00%
其他				
营业收入	89.45	107.34	128.81	154.57
yoy	55%	20.00%	20.00%	20.00%
营业成本	68.77	83	99	119
毛利率	23.12%	23.00%	23.00%	23.00%

数据来源：西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	17469.68	27103.51	32251.41	37733.15	净利润	2020.23	2919.88	3375.83	3858.72
营业成本	13449.42	20760.80	24967.47	29355.92	折旧与摊销	648.91	850.09	940.15	991.45
营业税金及附加	170.74	181.59	216.08	245.27	财务费用	615.69	528.07	546.98	575.51
销售费用	695.90	1138.35	1322.31	1509.33	资产减值损失	39.91	0.00	0.00	0.00
管理费用	622.03	1029.93	1193.30	1471.59	经营营运资本变动	2680.06	-183.34	130.44	107.28
财务费用	615.69	528.07	546.98	575.51	其他	-3224.93	-3.70	1.65	0.85
资产减值损失	39.91	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2779.87	4111.00	4995.06	5533.81
投资收益	-29.42	0.00	0.00	0.00	资本支出	-2730.88	-1500.00	-1700.00	-1000.00
公允价值变动损益	-0.63	-0.63	-0.63	-0.63	其他	-2464.41	367.73	-0.63	-0.63
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-5195.29	-1132.27	-1700.63	-1000.63
营业利润	2291.44	3464.13	4004.63	4574.91	短期借款	-346.59	-538.95	500.00	0.00
其他非经营损益	-61.28	-28.98	-33.06	-35.24	长期借款	1141.86	0.00	0.00	0.00
利润总额	2230.16	3435.15	3971.57	4539.67	股权融资	69.24	1310.58	0.00	0.00
所得税	209.93	515.27	595.74	680.95	支付股利	-113.78	-649.69	-939.01	-1085.65
净利润	2020.23	2919.88	3375.83	3858.72	其他	1914.23	-1130.10	-546.98	-575.51
少数股东损益	5.71	8.26	9.55	10.91	筹资活动现金流净额	2664.95	-1008.17	-986.00	-1661.16
归属母公司股东净利润	2014.52	2911.62	3366.29	3847.81	现金流量净额	252.48	1970.56	2308.42	2872.02
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	2319.15	4289.71	6598.14	9470.15	成长能力				
应收和预付款项	3447.98	5439.69	6409.83	7519.01	销售收入增长率	43.96%	55.15%	18.99%	17.00%
存货	2327.72	3609.04	4342.75	5109.01	营业利润增长率	1027.65%	51.18%	15.60%	14.24%
其他流动资产	1080.42	1101.50	1309.59	1531.19	净利润增长率	462.91%	44.53%	15.62%	14.30%
长期股权投资	739.56	739.56	739.56	739.56	EBITDA 增长率	122.01%	36.17%	13.41%	11.84%
投资性房地产	239.91	239.91	239.91	239.91	获利能力				
固定资产和在建工程	12224.75	13014.82	13914.84	14063.56	毛利率	23.01%	23.40%	22.58%	22.20%
无形资产和开发支出	2923.74	2785.00	2646.26	2507.52	三费率	11.07%	9.95%	9.50%	9.43%
其他非流动资产	1627.34	1625.91	1624.48	1623.06	净利率	11.56%	10.77%	10.47%	10.23%
资产总计	26930.57	32845.14	37825.36	42802.96	ROE	19.34%	20.88%	20.56%	20.11%
短期借款	5038.95	4500.00	5000.00	5000.00	ROA	7.50%	8.89%	8.92%	9.02%
应付和预收款项	2817.86	4163.61	4982.05	5908.69	ROIC	16.46%	19.79%	20.78%	22.55%
长期借款	1959.56	1959.56	1959.56	1959.56	EBITDA/销售收入	20.36%	17.87%	17.03%	16.28%
其他负债	6668.93	8240.40	9465.37	10743.26	营运能力				
负债合计	16485.30	18863.58	21406.98	23611.51	总资产周转率	0.74	0.91	0.91	0.94
股本	3260.08	4570.66	4570.66	4570.66	固定资产周转率	1.72	2.29	2.40	2.70
资本公积	4339.23	4339.23	4339.23	4339.23	应收账款周转率	9.31	9.45	8.41	8.38
留存收益	2724.03	4985.96	7413.23	10175.39	存货周转率	6.64	6.95	6.25	6.19
归属母公司股东权益	10367.81	13895.84	16323.12	19085.28	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	86.95%	—	—	—
少数股东权益	77.46	85.72	95.27	106.18	资本结构				
股东权益合计	10445.27	13981.57	16418.38	19191.45	资产负债率	61.21%	57.43%	56.59%	55.16%
负债和股东权益合计	26930.57	32845.14	37825.36	42802.96	带息债务/总负债	53.27%	43.70%	40.84%	37.03%
					流动比率	0.74	0.98	1.08	1.21
					速动比率	0.56	0.74	0.83	0.95
					股利支付率	5.65%	22.31%	27.89%	28.21%
					每股指标				
					每股收益	0.44	0.64	0.74	0.84
					每股净资产	2.29	3.06	3.59	4.20
					每股经营现金	0.61	0.90	1.09	1.21
					每股股利	0.02	0.14	0.21	0.24
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	3556.04	4842.29	5491.76	6141.87					
PE	8.49	5.87	5.08	4.44					
PB	1.64	1.22	1.04	0.89					
PS	0.98	0.63	0.53	0.45					
EV/EBITDA	4.75	3.86	3.08	2.28					
股息率	0.67%	3.80%	5.49%	6.35%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn