



2016 年 12 月 27 日

买入(首次评级)

当前价: 3.74 元

轻工制造行业研究组

分析师: 王凤华

执业编号: S0300516060001

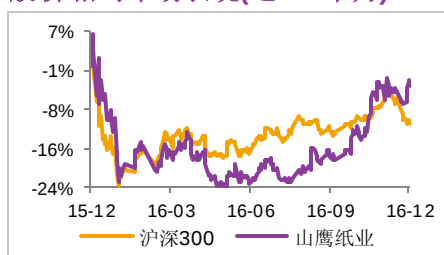
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

研究助理: 韦家煜

电话: 010-64408587

邮箱: weijiayu@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	9787	11647	13976	17190
(+/-)	27%	19%	20%	23%
净利润	209	303	759	1146
(+/-)	90%	45%	150%	51%
EPS(元)	0.05	0.07	0.17	0.25
P/E	81	56	22	15

资料来源: 联讯证券研究院

山鹰纸业(600567.SH)

【联讯轻工事件点评】与海尔采购签订战略合作协议，扩大包装用纸市场

投资要点

◇ 事件

公司 12 月 26 日晚间公告，12 月 21 日公司与青岛海尔零部件采购有限公司在青岛签署签订了《战略合作框架协议》，海尔采购同意将四个区域市场每年总额约 4 亿元（不含税）的采购份额提供给公司或其子公司，合作期限为六年。

◇ 点评

海尔采购是海尔集团的全资采购服务公司，海尔集团作为中国大型白色家电制造商对高档瓦楞纸、瓦楞纸板及缓冲包装材料等高质量包装材料采购需求量大。公司是目前国内少数拥有废纸收购渠道、包装原纸生产、纸板、纸箱生产制造的企业之一，具有较为完整的产业链和较强的成本控制能力。公司向海尔采购提供的包装材料范围主要包括高档瓦楞纸及瓦楞纸板、缓冲包装材料等；根据海尔采购的需要，可以为海尔采购提供有关产品的整体包装解决方案。该战略协议的签署，有利于双方建立稳定的合作关系，如双方合作事项能顺利展开，将对公司未来经营业绩增长带来积极影响。

纸价方面，11 月以来箱板纸、瓦楞纸价格大幅上涨，根据最新价格，箱板纸、瓦楞纸近一个月的涨幅分别达到 29.05% 和 45.96%，较年初分别上涨 42.00% 和 50.00%。今年下半年纸厂多次提价，10 月以来纸价上涨速度加快。山鹰纸业 2015 年已形成年产能 305 万吨包装用纸和 10 亿平方米中高档包装纸箱的生产能力，2016 年上半年生产原纸 175.6 万吨，瓦楞箱板纸箱 5.12 亿平方米。公司 2016 年造纸业务量价齐升，景气度持续向好。

◇ 盈利预测、估值与投资评级

公司与海尔采购战略合作框架协议的签署，有利于双方建立稳定的合作关系，如双方合作事项能顺利展开，将对公司未来经营业绩增长带来积极影响。我们预计公司 2016-2018 年分别实现营业收入 116.47/139.76/171.90 亿元，EPS 分别为 0.07/0.17/0.25 元，目前股价对应 16-18 年的 PE 分别为 56/22/15 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

◇ 风险提示

合作协议终止风险、纸价波动风险、原材料价格波动风险

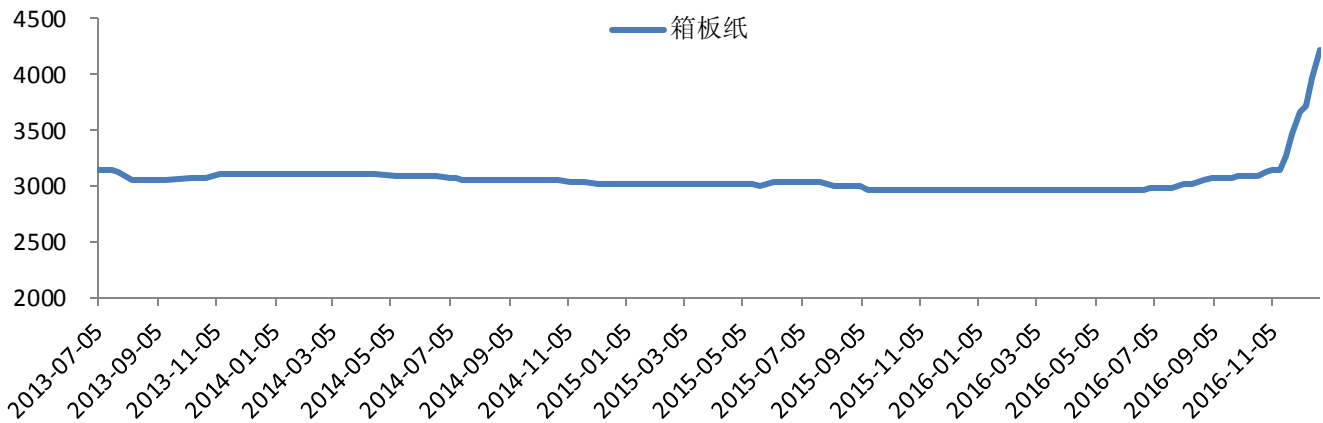


图表1: 各纸种价格涨跌幅

纸种	12月23/26最新价(元/吨)	一周变动	一月变动	三月变动	年初以来变动
瓦楞纸	4,338.00	2.00%	45.96%	46.00%	50.00%
箱板纸	4,420.00	6.00%	29.05%	38.00%	42.00%

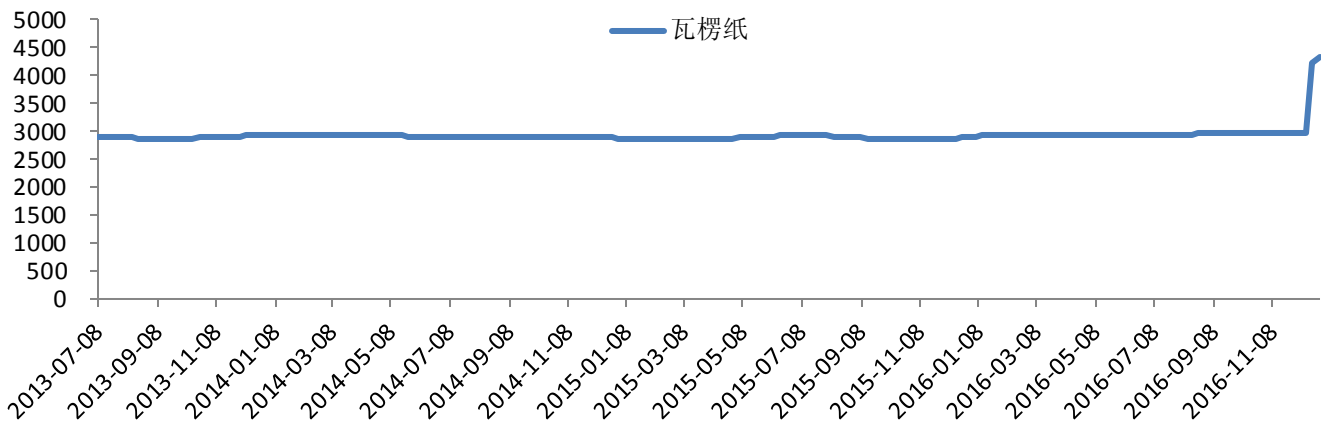
资料来源: 纸业联讯、联讯证券

图表2: 箱板纸出厂平均价(元/吨)



资料来源: 纸业联讯、联讯证券

图表3: 瓦楞纸出厂平均价(元/吨)



资料来源: 纸业联讯、联讯证券



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2015	2016E	2017E	2018E	现金流量表	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	6547	9562	10375	13896	经营活动现金流	1383	1646	2335	2860
现金	2015	3724	4426	5995	净利润	208	303	759	1145
应收账款	1446	1850	2106	2760	资产减值准备	26	22	27	25
其它应收款	115	127	164	194	折旧摊销	765	638	683	701
预付账款	51	480	133	606	财务费用	624	743	891	1096
存货	1784	2244	2410	3205	投资损失	-2	0	0	0
其他	1137	1137	1137	1137	营运资金变动	-155	22	57	-25
非流动资产	11866	11987	12053	12136	其它	-82	-82	-82	-82
长期投资	118	200	220	250	投资活动现金流	-446	-940	-629	-536
固定资产	10466	10423	10381	10339	资本支出	-343	-951	-640	-548
无形资产	985	1066	1154	1249	长期投资	-114	0	0	0
长期待摊费用	15	15	15	15	其他	11	11	11	11
其它	283	283	283	283	筹资活动现金流	-1004	1004	-1004	-755
资产总计	18413	21549	22429	26032	短期借款	1602	3000	1602	1602
流动负债	10294	10371	10489	10745	长期借款	0	993	0	0
短期借款	6437	6437	6437	6437	其他	-2606	-2989	-2606	-2357
应付账款	1419	1496	1613	1870	现金净增加额	-89	1710	702	1568
其他	2438	2438	2438	2438					
非流动负债	1945	2603	2603	2603	主要财务比率	2015	2016E	2017E	2018E
长期借款	1003	1003	1003	1003	成长能力				
其他	941	1600	1600	1600	营业收入	9787	11647	13976	17190
负债合计	12239	12974	13092	13348	营业利润	124	234	880	1427
少数股东权益	55	64	73	102	归属母公司净利润	209	303	759	1146
归属母公司股东权益	6119	8511	9264	12582	获利能力				
负债和股东权益	18413	21549	22429	26032	毛利率	18.35%	19.00%	22.00%	23.50%
利润表	2015	2016E	2017E	2018E	净利率	2.12%	2.60%	5.43%	6.66%
营业收入	9787	11647	13976	17190	ROE	3.46%	4.15%	8.54%	10.49%
营业成本	7991	9434	10901	13151	偿债能力				
营业税金及附加	65	78	93	115	资产负债率	0.66	0.60	0.58	0.51
销售费用	509	606	601	693	流动比率	0.64	0.92	0.99	1.29
管理费用	447	533	587	688	速动比率	0.46	0.71	0.76	1.00
财务费用	621	740	887	1092	营运能力				
资产减值损失	26	22	27	25	总资产周转率	0.53	0.58	0.64	0.71
公允价值变动收益	-5	-1	1	-2	应收帐款周转率	7.07	7.07	7.07	7.07
投资净收益	2	0	0	0	应付帐款周转率	35.59	35.59	35.59	35.59
营业利润	124	234	880	1427	每股指标(元)				
营业外收入	195	195	195	195	每股收益	0.05	0.07	0.17	0.25
营业外支出	25	0	0	0	每股经营现金	0.30	0.36	0.51	0.63
利润总额	294	429	1075	1622	每股净资产	1.34	1.87	2.04	2.76
所得税	86	126	316	477	估值比率				
净利润	208	303	759	1145	P/E	81	56	22	15
少数股东损益	-2	0	0	-1	P/B	2.78	2.00	1.84	1.35
归属母公司净利润	209	303	759	1146	EV/EBITDA	17.93	16.27	10.64	7.78
EBITDA	1519	1615	2415	3131					
EPS（元）	0.05	0.07	0.17	0.25					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 19 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com