

公司研究/年报点评

2018年03月20日

轻工制造/造纸 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 4.72
合理价格区间(元): 5.40~6.00

陈羽锋 执业证书编号: S0570513090004
研究员 025-83387511
chenyufeng@htsc.com

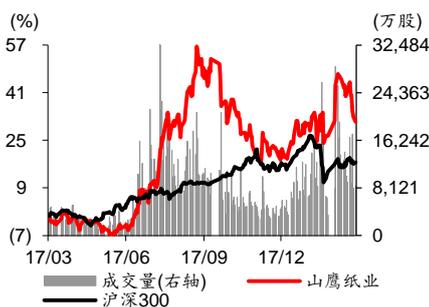
倪娇娇 执业证书编号: S0570517110005
研究员 nijiaojiao@htsc.com

张前 执业证书编号: S0570517120004
研究员 0755-82492080
zhang_qian@htsc.com

相关研究

1 《山鹰纸业(600567,增持): 盈利延续高速增长, 上调盈利预测》2017.10

一年内股价走势图



资料来源: Wind

17年业绩兑现, 跨入稳健增长期

山鹰纸业(600567)

2017年实现净利润20.1亿元, 符合我们预期

2017年公司实现营业收入174.7亿元, 同比增长44.0%, 实现归母净利润20.1亿元, 同比增长471.0%, 对应EPS为0.44元/股, 基本符合我们此前预期。其中四季度单季度实现营业收入50.9亿元, 同比增长38.7%; 归属于上市公司股东净利润5.8亿元, 同比增长300.4%。我们给予公司2018年9~10倍目标PE, 合理股价为5.40~6.00元, 维持“增持”评级。

毛利率显著提升, 造纸吨毛利大幅扩张

四季度综合毛利率为22.7%, 同比提升4.5pct; 2017年毛利率为23.0%, 同比提升6.7pct, 分业务来看, 其中造纸毛利率26.3%, 同比提升7.8pct; 包装业务毛利率15.2%, 同比提升3.1pct。纸价上涨带动盈利大幅扩张, 2017年造纸业务实现吨毛利934.9元/吨(含特种纸), 同比大幅扩张489元/吨; 其中包装纸吨毛利为899元/吨, 同比扩张454元/吨, 新闻纸吨毛利为1053元/吨, 同比扩张595元/吨, 特种纸吨毛利3365元/吨。

期间费用率稳步下降, 净负债率有所提升

2017年公司的期间费用率为11.1%, 同比下降2.4个百分点; 分项目看, 销售费用率较去年同期相比下降0.9pct至4.0%, 管理费用率同比减少0.5pct至3.6%。财务费用率因汇兑损益减少, 较去年同比下降1.0pct至3.5%。经营性现金流净额同比增长195%至27.8亿元, 产能扩张及兼并收购阶段, 投资性现金净流出扩大至52.0亿元, 对应负债率有所提升, 净负债率同比上升14.3pct至101.7%。

包装纸产能持续扩张, 海外布局稳步推进

2017年公司投资新建华中造纸基地, 预计一期二期完工后年包装纸产能可增加127万吨; 收购联盛纸业, 扩展华南市场, 联盛纸业技改完成后年产能105万吨。海外扩张方面, 公司收购了北欧纸业, 进入全球高档防油纸、牛皮纸生产领域, 对提升整体造纸技术, 完善产品结构。华中基地投产后, 公司生产端将扩展为安徽马鞍山、浙江嘉兴海盐、湖北荆州公安(尚在建设中)和福建漳州, 以及位于瑞典和挪威的特种纸生产基地北欧纸业5大生产基地。

盈利开启稳健扩张, 维持“增持”评级

我们预计外废进口限制有望带动原材料废纸价格中枢向上, 包装纸价格具备支撑, 预计纸价中枢和吨毛利同比仍将延续扩张。考虑到新增产能和收购并表, 我们预计2018~2020年收入为244.7、280.0、308.1亿, 预计2018~2020年净利润为27.3(原值22.4)、31.4(原值25.3)、34.6亿元, 对应EPS为0.60、0.69和0.76元, 同比增长35.4%、15.2%和9.9%。当前股价对应2018~2020年7.9、6.9、6.2倍市盈率。根据可比公司平均估值水平, 我们给予公司2018年9~10倍目标PE, 合理股价为5.40~6.00元(原值5.53~5.83元), 维持“增持”评级。

风险提示: 废纸进口量超预期, 纸价超预期下跌。

公司基本资料

总股本(百万股)	4,570
流通A股(百万股)	4,570
52周内股价区间(元)	3.38-5.63
总市值(百万元)	21,572
总资产(百万元)	23,428
每股净资产(元)	2.13

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	12,135	17,470	24,467	27,998	30,812
+/-%	23.99	43.96	40.05	14.43	10.05
归属母公司净利润(百万元)	352.80	2,015	2,728	3,143	3,456
+/-%	68.76	471.00	35.41	15.23	9.94
EPS(元, 最新摊薄)	0.08	0.44	0.60	0.69	0.76
PE(倍)	61.14	10.71	7.91	6.86	6.24

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 山鹰纸业盈利预测调整

	原预测 (调整前)		现预测 (调整后)		变化幅度	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
收入增速 (%)	22.1%	8.8%	40.1%	14.4%	18pct	5.6pct
毛利率 (%)	23.5%	24.7%	24.8%	24.6%	1.3pct	-0.2pct
期间费用率 (%)	10.5%	10.8%	11.1%	11.1%	0.6pct	0.3pct
净利率 (%)	10.5%	10.9%	11.2%	11.2%	0.7pct	0.3pct
归母净利润 (亿元)	22.37	25.29	27.28	31.43	21.9%	24.3%
EPS (元/股)	0.49	0.56	0.60	0.69	21.8%	22.8%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

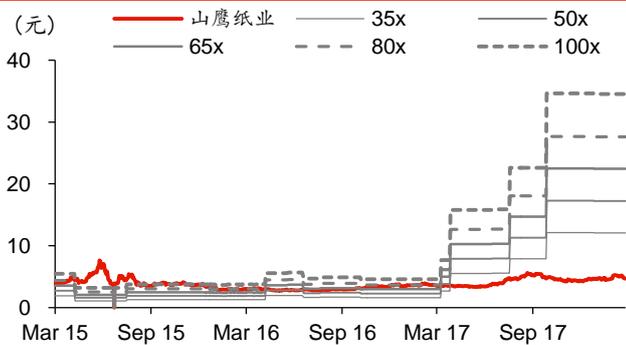
图表2: 可比公司估值表

	2018/3/19 当前股价 (元)	2018/3/19 当前市值 (亿元)	EPS				PE			
			2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E
600567.SH 山鹰纸业	4.72	215.7	0.08	0.44	0.60	0.69	60.89	10.71	7.91	6.86
002078.SZ 太阳纸业	11.40	295.6	0.42	0.81	0.90	1.09	27.36	14.07	12.67	10.46
600308.SH 华泰股份	6.43	75.1	0.16	0.54	0.69	0.78	41.24	11.85	9.34	8.27
600966.SH 博汇纸业	5.88	78.6	0.15	0.64	0.70	0.86	39.05	9.15	8.44	6.82
000488.SZ 晨鸣纸业	17.86	345.8	1.07	2.02	2.26	2.40	16.76	8.84	7.90	7.43
平均值							37.06	10.93	9.25	7.97
中值							39.05	10.71	8.44	7.43

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所 (注: 可比公司 2018-2019 年 EPS 为华泰盈利预测)

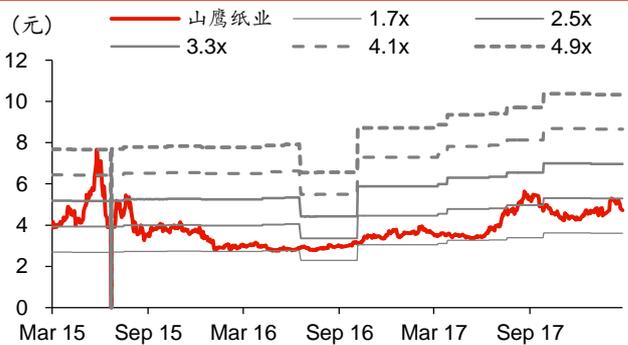
PE/PB - Bands

图表3: 山鹰纸业历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 山鹰纸业历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	7,461	9,455	15,591	19,406	21,715
现金	2,197	2,465	6,229	8,807	10,138
应收账款	1,545	2,224	3,115	3,564	3,923
其他应收账款	82.18	118.31	165.69	189.61	208.66
预付账款	100.21	132.79	181.66	208.53	229.48
存货	1,686	2,234	3,057	3,509	3,861
其他流动资产	1,850	2,280	2,844	3,128	3,355
非流动资产	12,588	13,138	14,344	15,843	17,136
长期投资	97.43	27.43	27.43	27.43	27.43
固定投资	9,636	8,844	8,076	7,338	6,627
无形资产	959.39	943.21	927.36	911.83	894.09
其他非流动资产	1,895	3,323	5,313	7,566	9,587
资产总计	20,049	22,593	29,935	35,249	38,851
流动负债	8,906	9,493	14,414	16,778	18,650
短期借款	8,886	8,735	12,233	13,999	15,406
应付账款	1,484	1,966	2,690	3,088	3,398
其他流动负债	(1,463)	(1,208)	(509.74)	(308.72)	(154.13)
非流动负债	2,715	2,633	2,927	3,547	2,760
长期借款	817.70	735.18	1,030	1,650	862.73
其他非流动负债	1,898	1,898	1,898	1,898	1,898
负债合计	11,622	12,126	17,341	20,326	21,411
少数股东权益	50.80	56.52	64.25	73.16	82.96
股本	3,241	3,260	3,260	3,260	3,260
资本公积	4,289	4,289	4,289	4,289	4,289
留存公积	679.45	2,717	4,837	7,157	9,665
归属母公司股	8,377	10,410	12,530	14,850	17,358
负债和股东权益	20,049	22,593	29,935	35,249	38,851

现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	942.93	2,349	3,234	4,061	4,546
净利润	352.80	2,015	2,728	3,143	3,456
折旧摊销	849.48	852.46	855.10	859.57	866.05
财务费用	549.06	615.69	862.29	986.74	1,086
投资损失	4.19	29.42	29.42	29.42	29.42
营运资金变动	(842.27)	(988.11)	(951.03)	(638.00)	(512.57)
其他经营现金	29.66	(175.19)	(289.98)	(319.80)	(378.59)
投资活动现金	(1,167)	(1,432)	(2,091)	(2,388)	(2,188)
资本支出	1,021	1,470	2,059	2,356	2,157
长期投资	158.50	(70.00)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(12.92)	31.43	31.43	31.43	31.43
筹资活动现金	1,167	(648.95)	2,621	904.42	(1,026)
短期借款	2,448	(150.70)	3,499	1,766	1,407
长期借款	(185.40)	(82.52)	294.46	619.91	(786.81)
普通股增加	784.31	19.06	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1,191	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(3,071)	(434.79)	(1,172)	(1,481)	(1,646)
现金净增加额	943.31	268.05	3,764	2,578	1,332

利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	12,135	17,470	24,467	27,998	30,812
营业成本	10,150	13,449	18,399	21,121	23,244
营业税金及附加	107.02	170.74	239.13	273.65	301.15
营业费用	593.55	695.90	974.62	1,115	1,227
管理费用	496.07	622.03	871.17	996.91	1,097
财务费用	549.06	615.69	862.29	986.74	1,086
资产减值损失	37.03	39.91	55.89	63.96	70.38
公允价值变动收益	(5.22)	0.63	0.63	0.63	0.63
投资净收益	(4.19)	416.08	416.08	570.58	620.58
营业利润	203.20	2,291	3,480	4,010	4,406
营业外收入	269.28	13.01	20.00	20.00	20.00
营业外支出	22.82	74.29	80.00	90.00	94.50
利润总额	449.67	2,230	3,420	3,940	4,332
所得税	90.78	209.93	683.92	788.06	866.37
净利润	358.89	2,020	2,736	3,152	3,465
少数股东损益	6.09	5.71	7.74	8.91	9.80
归属母公司净利润	352.80	2,015	2,728	3,143	3,456
EBITDA	1,633	3,379	4,832	5,346	5,804
EPS (元, 基本)	0.08	0.44	0.60	0.69	0.76

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	23.99	43.96	40.05	14.43	10.05
营业利润	64.07	1,028	51.85	15.25	9.88
归属母公司净利润	68.76	471.00	35.41	15.23	9.94
获利能力 (%)					
毛利率	16.36	23.01	24.80	24.56	24.56
净利率	2.91	11.53	11.15	11.23	11.22
ROE	4.87	21.45	23.78	22.96	21.46
ROIC	5.07	13.90	17.78	17.89	17.98
偿债能力					
资产负债率 (%)	57.97	53.67	57.93	57.66	55.11
净负债比率 (%)	90.10	84.43	80.91	80.77	79.57
流动比率	0.64	0.84	1.00	1.08	1.16
速动比率	0.65	0.76	0.87	0.95	0.96
营运能力					
总资产周转率	0.63	0.82	0.93	0.86	0.83
应收账款周转率	8.11	9.27	9.17	8.38	8.23
应付账款周转率	6.99	7.80	7.90	7.31	7.17
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.08	0.44	0.60	0.69	0.76
每股经营现金流(最新摊薄)	0.21	0.51	0.71	0.89	0.99
每股净资产(最新摊薄)	1.83	2.28	2.74	3.25	3.80
估值比率					
PE (倍)	61.14	10.71	7.91	6.86	6.24
PB (倍)	2.58	2.07	1.72	1.45	1.24
EV_EBITDA (倍)	14.06	13.21	6.38	4.46	4.04

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com