

山鹰纸业（600567） 纸制品

—产品供需形势不容乐观

投资评级 中性 公司评级 B 收盘价 4.31 元

投资要点：

1、公司主营包装用纸。主导产品为箱纸板、瓦楞纸、瓦楞箱板纸箱等包装纸和新闻纸、胶印书刊纸等文化纸。08 年公司造纸产量为 63 万吨，销量 61 万吨；瓦楞箱板纸箱产量 48,419 万 m²，销量 48,446 万 m²，实现营业收入 28.59 亿元，其中包装纸板占主营业务收入的 34.1%，瓦楞箱板纸箱占 36.2%，新闻纸及文化纸占 25.0%。

2、产能快速增长。近两年公司产能实现了快速扩张，08 年公司新增 20 万吨新闻纸及 1 亿平方米纸箱生产能力，09 年上半年公司新增 20 万吨高强瓦楞原纸产能，目前公司纸及纸板的产能已达到 90 万吨，纸箱的产能将达到 5.5 亿平方米。

3、公司产品市场需求受宏观经济增速放缓及出口的下滑影响较大。从以往的数据可以看出，纸品的需求量增速与 GDP 增速具有较高的相关性，经济增速的放缓将影响纸品的需求量，特别是包装类用纸所受的影响尤为显著，公司主要产品箱板纸及瓦楞纸主要用于各种商品的制盒包装，经济增速放缓及出口的下滑将减少公司主营产品的需求量。

4、箱板纸供给过剩压力较大。目前我国箱板纸面临的主要问题一方面是产能过剩，另一方面是需求大幅下滑，据不完全统计，仅行业内几家核心企业 07、08 两年新增产能就达到 555 万吨，而目前国内每年需求增量在 150 万吨左右，产能过剩的现象非常明显，预计 09 年国内箱板纸依然存在 100 万吨左右的过剩产能。此外，出口的下滑使箱板纸产能过剩的问题更加严重。我国新闻纸市场自 06 年以来便处于供过于求的状态，目前我国新闻纸产能约 510 万吨，而需求量在 410 万吨左右，加上 60 万吨的净出口量，依然存在约 40 万吨的过剩产能。

5、盈利预测与投资建议：预计公司 09 年、10 年净利润分别为 0.52 亿元、0.99 亿元，对应每股收益分别为 0.12 元、0.21 元。当前股价下，公司 09、10 年市盈率水平分别为 35.9 倍和 20.5 倍，考虑到公司主要产品箱板纸及纸箱在未来的一段时间内供需形势依然较为严峻，我们给予公司“中性”的投资评级。

6、投资风险提示：行业内竞争风险，近两年国内计划投产的箱板纸及瓦楞纸项目较多，且规模大、地理位置优越，产能的快速增长，将使市场竞争更加激烈。

2009 年 6 月 19 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	4.73/2.42
上证指数/深圳成指	2853.90/11151.63
50 日均成交额(百万元)	80.91
市净率(倍)	1.42
股息率	

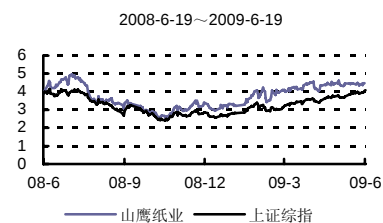
基础数据

流通股(百万股)	391.75
总股本(百万股)	429.60
流通市值(百万元)	1688.44
总市值(百万元)	1851.57
每股净资产(元)	3.03
净资产负债率	256.31%

股东信息

大股东名称	马鞍山山鹰纸业集团有限公司
持股比例	13.77%

52 周行情图

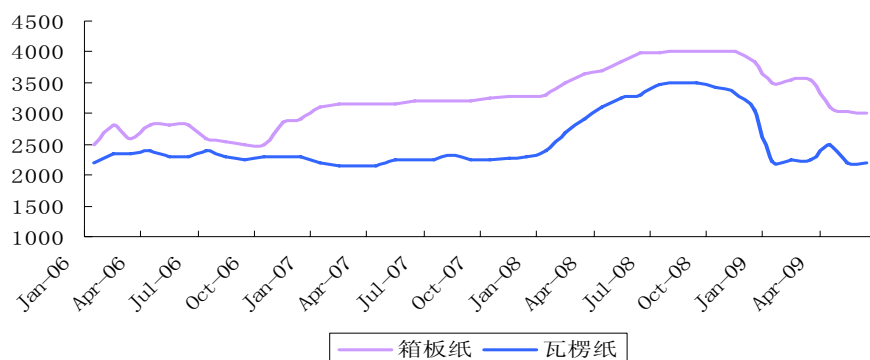


相关研究报告

联系方式

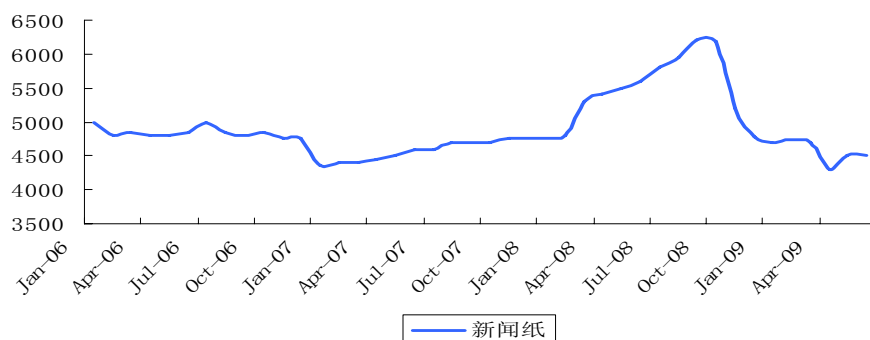
研究员：	何鹏程 蒙俊江
电 话：	021-51097188-1921
电 邮：	
联系人：	朱厚中
电 话：	(86-21) 51097188-1853
电 邮：	zhuhouzhong@gyzq.com.cn
地 址：	中国上海市浦东南路 379 号金穗大厦 15F (200120)

图 1: 近期箱板纸和瓦楞纸价格走势



资料来源: 国元证券研究中心

图 2: 近期新闻纸价格走势



资料来源: 国元证券研究中心

表 1: 利润表 (单位: 百万元)

	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	1899.87	2858.84	2718.96	3379.36
营业收入同比增长	12.40%	50.48%	-4.89%	24.29%
减: 营业成本	1617.35	2459.17	2332.00	2865.88
营业税费	11.51	19.51	16.31	20.28
减: 销售费用	77.01	107.81	110.00	136.72
减: 管理费用	59.77	78.69	80.00	101.37
减: 财务费用	76.66	172.97	140.00	168.97
减: 资产减值损失	4.66	22.91	0.00	0.00
公允价值变动净收益	-9.31	0.00	0.00	0.00
投资净收益(元)	8.14	2.03	0.00	0.00
营业利润	51.73	-0.21	40.65	86.14
加: 营业外收入	32.31	20.03	20.00	20.00
减: 营业外支出	14.20	1.08	0.00	0.00
利润总额	69.85	18.75	60.65	106.14
减: 所得税	10.97	5.51	9.10	15.92
净利润	58.88	13.31	51.55	90.22
净利润同比增长	-48.00%	-77.39%	287.32%	75.00%
每股收益 (元)	0.14	0.01	0.12	0.21

资料来源: 公司年报, 国元证券研究中心

国元证券投资评级体系:

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
谨慎推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定, 预计未来 6 个月内, 行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究中心联系。 网址: www.gyzq.com.cn