

山鹰纸业（600567） 纸制品

—区位优势明显的包装纸生产商

投资评级	推荐	公司评级	B	收盘价	5.31	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。公司现为国家大型一档企业、全国 30 家重点造纸企业之一，2008 年公司实现营业收入 28.59 亿元，净利润 1300 万元。
2. 业绩显著回升。今年第三季度公司实现营业收入 7.69 亿元，同比增长 5.78%，单季度营业收入水平已达到 2008 年二季度的水平；净利润 4132 万元，同比增长 318.64%；单季度实现每股收益 0.09 元。与今年第二季度相比，三季度营业收入环比增长了 10.97%，净利润环比增长了 165.72%。
3. 毛利率提升是主要原因。公司前三季度毛利率为 16.15%，达到了历史最高水平。毛利率提升的主要原因一方面是产品结构的调整，另一方面得益于纸价的上涨，由于四季度为传统的销售旺季，并且宏观经济的复苏将带动纸品需求量的回升，因此预计纸价在未来仍然存在上涨空间。
4. 箱板纸供给过剩压力较大，期待出口的回暖。我国的箱板纸产能在经历 07、08 年的大幅扩张后，出现了明显的供给过剩现象，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只有 150 万吨左右，产能过剩的现象非常明显，我们预计 2010 年我国箱板纸市场仍然处于消化产能过剩阶段。
5. 维持对公司“推荐”的投资评级，预计公司 09—10 年每股收益分别为 0.14 元、0.25 元，国内经济形势的复苏，将带动箱板纸及瓦楞纸的市场需求量，公司的盈利能力将逐步提升，公司目前股价对应 2010 年动态市盈率为 21.2 倍，估值较为合理，因此维持对公司“推荐”的投资评级。

盈利预测	2007	2008	2009E	2010E
主营收入(百万元)	1899.87	2858.84	2755.00	3486.00
同比增长率	12.40%	50.48%	-3.63%	26.53%
净利润(万元)	58.88	13.31	58.31	106.72
同比增长率	-48.00%	-77.39%	338.10%	83.01%
每股收益(元)	0.14	0.01	0.14	0.25
P/E	38.9	531	37.9	21.2

2009 年 12 月 1 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	5.63/2.82
上证指数/深圳成指	3195.30/13486.77
50 日均成交额(百万)	105.85
市净率(倍)	1.75
股息率	

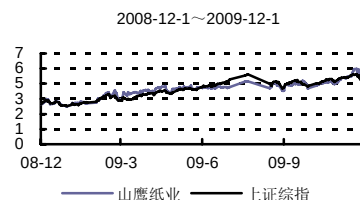
基础数据

流通股(百万股)	391.76
总股本(百万股)	429.61
流通市值(百万元)	2080.24
总市值(百万元)	2281.22
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

《国元证券公司研究-山鹰纸业 600567 调研简报：产品供需形势不容乐观》，2009-6-19
 《国元证券公司研究-山鹰纸业 600567 三季报点评：三季度业绩显著回升》，2009-10-26

联系方式

研究员：何鹏程 蒙俊江
 电话：021-51097188-1921
 电邮：hepengcheng@gyzq.com.cn
 联系人：赵喜娟
 电话：(86-21) 51097188-1952
 电邮：zhuhouzhong@gyzq.com.cn
 地址：中国上海市浦东新区南路 379 号金穗大厦 15F (200120)

目 录

第 1 部分 公司概况	4
1.1 公司主营业务概况	4
1.2 公司所处行业地位	5
第 2 部分 行业分析	6
2.1 经济复苏将带动纸品市场需求回暖	6
2.2 主要产品的市场供需前景分析	7
第 3 部分 公司分析	10
3.1 三季度业绩显著回升	10
3.2 业绩受原材料价格波动影响大	12
3.3 区位优势明显	13
第 4 部分 盈利预测与投资评级	14
4.1 盈利预测	14
4.2 投资评级	15

图表目录

图 1. 2009 年上半年公司营业收入构成情况	4
图 2. 公司股权结构	5
图 3. 主要造纸上市公司营业收入	5
图 4. 主要造纸上市公司净利润	5
图 5. 主要造纸上市公司毛利率	6
图 6. 主要造纸上市公司净资产收益率	6
图 7. 纸品需求量与 GDP 具有较高的相关性	6
图 8. 我国纸品需求增速与 GDP 增速	7
图 9. 我国箱板纸需求量增长情况	8
图 10. 商品出口下滑使箱板纸供过于求的形势更加严峻	8
图 11. 我国新闻纸需求量增长情况	9
图 12. 我国新闻纸进出口情况	9
图 13. 公司单季度营业收入及增长情况	10
图 14. 公司单季度净利润及增长情况	10
图 15. 公司综合毛利率显著回升	11
图 16. 近期市场箱板纸及瓦楞纸价格走势	11
图 17. 近期市场新闻纸价格走势	11
图 18. 箱板纸成本构成	12
图 19. 近期 11#美废价格走势	12
图 20. 紧邻长三角具有明显的区位优势	13
表 1: 公司主要控股公司及参股公司的经营情况	4
表 2: 纸及纸板 09、10 年需求量预测	7
表 3: 我国主要新闻纸生产企业及产能	9
表 4: 盈利预测有关假设	14
表 5: 利润表预测	14
表 6: 主要造纸企业每股收益及市盈率情况	15

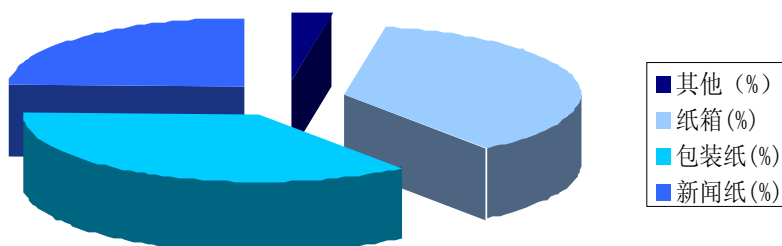
第 1 部分 公司概况

1.1 公司主营业务概况

安徽山鹰纸业股份有限公司前身为马鞍山市造纸厂，始建于 1957 年，1999 年变更设立为安徽山鹰纸业股份有限公司。2001 年在上交所成功发行 6000 万 A 股，2003 年在上交所成功发行 2.5 亿元可转债，2004 年在上交所成功增发近 1 亿 A 股。公司现为国家大型一档企业、全国 30 家重点造纸企业、省市明星企业、安徽省包装纸行业第一家上市公司，2006 年 3 月被列为安徽省第一批循环经济试点项目。

公司主营包装纸板、纸箱、新闻纸及其它纸制品的生产和销售，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。近年来，公司在发展造纸的同时持续扩大纸箱经营规模，积极向下游产业链延伸，先后在马鞍山、苏州、扬州、杭州等地设立了多家子公司，大力发展瓦楞箱板纸箱业务，并且已建立了覆盖十余个城市的原料回收网络和铁路专用线、水运专用码头及自备电站等一系列配套设施体系，为公司的进一步持续发展奠定了良好基础。。

图 1. 2009 年上半年公司营业收入构成情况



数据来源：公司公告

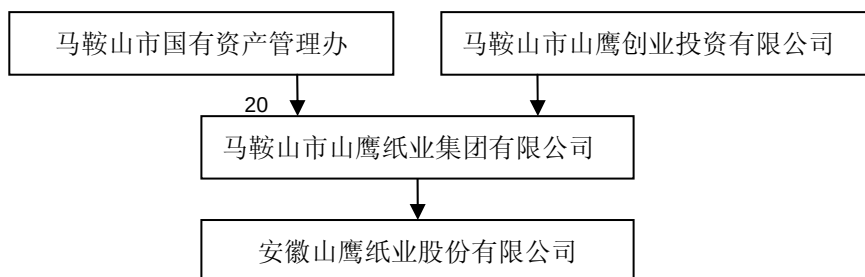
表 1：公司主要控股公司及参股公司的经营情况

公司名称	持股比例	资产规模 (万元)	净利润	公司股权
天福公司	99.64%	61140	2282	瓦楞纸板年生产能力为 9000 万 M2、纸箱年生产能力为 2400 万 M2、造纸年生产能力为 10 万吨。还有制浆生产线和印刷机械
苏州山鹰	87.50%	12639	434	瓦楞纸板和包装箱为主导产品，年生产能力达 12000 万 M2
扬州山鹰	91.49%	25356	1170	主营生产销售瓦楞纸板、瓦楞纸箱及高中档彩箱彩盒业务
杭州山鹰	90.00%	14394	-13	专业生产瓦楞纸板纸箱，年生产能力 7000 多万 M2
嘉善山鹰		10223	-77	纸制品生产销售
天顺港口	30.93%	15210		港口业
蓝天回收公司	95.00%	3959	-153	购销造纸原料、辅助材料

资料来源：公司定期报告，国元证券研究中心

马鞍山市山鹰纸业集团有限公司持有公司 13.87% 股份，为公司的控股股东，公司的实际控制人为马鞍山市国有资产管理办公室。

图 2. 公司股权结构

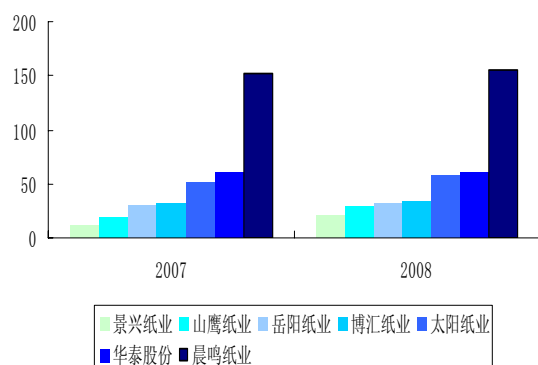


数据来源：公司公告

1.2 公司所处行业地位

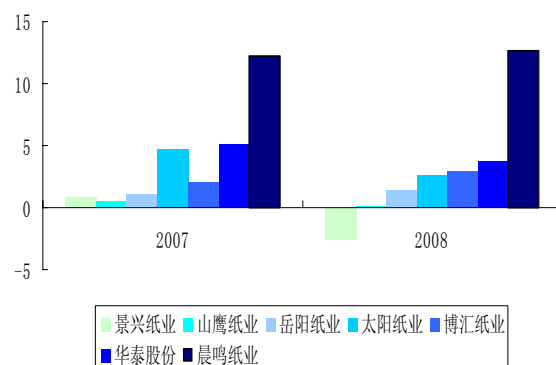
截止 2009 年 9 月 30 日，公司总资产为 46.61 亿元，净资产为 13.15 亿元，总股本 4.30 亿股。目前，公司已形成 80 万吨的造纸年生产能力和 5 亿平方米的瓦楞纸板纸箱年生产能力，为全国 30 家重点造纸企业之一。在 A 股造纸类上市公司中，营业收入与净利润处于行业第六的位置。

图 3：主要造纸上市公司营业收入



资料来源：国元证券研究中心

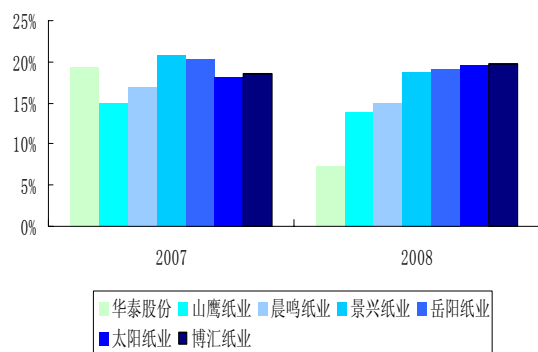
图 4：主要造纸上市公司净利润



资料来源：国元证券研究中心

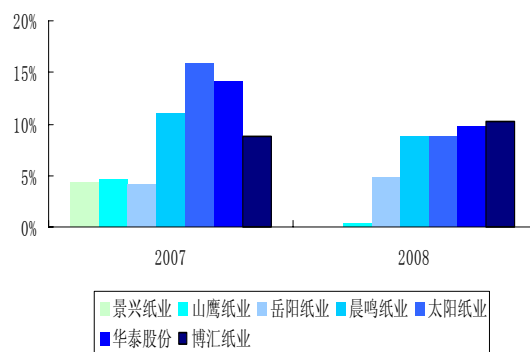
2008 年公司综合毛利率为 13.98%，与其他造纸上市公司相比稍显弱势，主要原因是公司产品主要为毛利率较低的箱板纸及瓦楞纸，随着公司新闻纸及纸箱生产线的达产，毛利率水平将会有所提升。

图 5：主要造纸上市公司毛利率



资料来源：国元证券研究中心

图 6：主要造纸上市公司净资产收益率



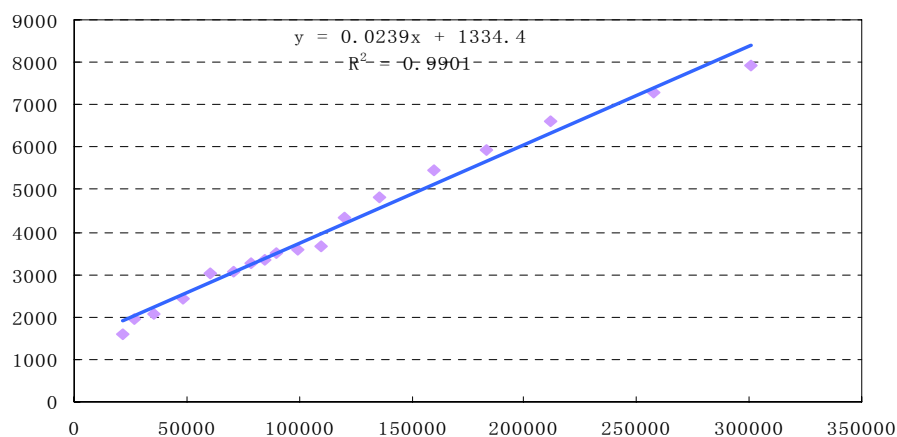
资料来源：国元证券研究中心

第 2 部分 行业分析

2.1 经济复苏将带动纸品市场需求回暖

纸制品按用途可分为包装纸、文化纸、生活用纸，文化纸（主要包括胶版纸、新闻纸、铜版纸、轻涂纸等）主要用于满足人们的阅读、办公等需求，由于其需求相对稳定，因此这些纸种受经济波动的影响较小。包装类用纸又可分为箱板纸、瓦楞纸及白纸板、白卡纸，箱板纸及瓦楞纸主要用于工业品外包装的纸箱，白纸板及白卡纸常用于烟酒、食品及医药化妆品等商品的包装。总体来看，包装纸需求与宏观经济关系密切，而其他几类纸种需求相对稳定，受经济增速波动的影响较包装纸小。通过对纸及纸板总消费量与 GDP 的线性回归分析可以看出，纸及纸板的需求量与国民经济的增长具有较高的相关性，相关系数达到 0.99。

图 7. 纸品需求量与 GDP 具有较高的相关性

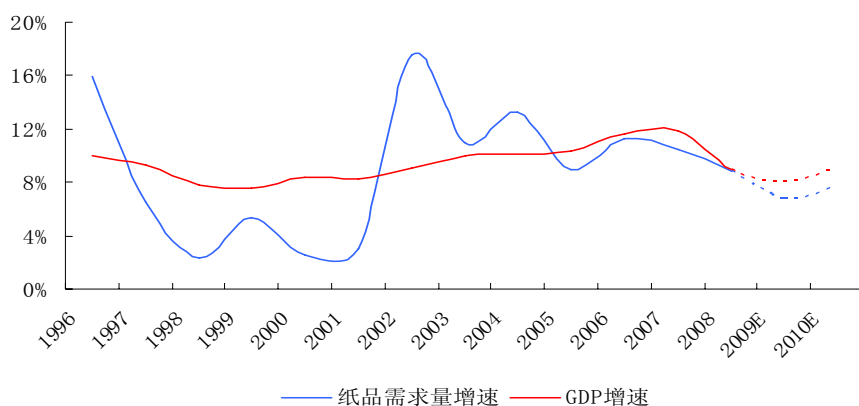


资料来源：中国造纸协会、国元证券研究中心

受我国经济增速放缓的影响，08 年我国纸及纸板市场需求量增速由 07 年的 10.5% 降为 8.85%，实际需求量为 7935 万吨。根据宏观小组对 09 年 GDP 增速 8% 的预测值，

我们预计 09 年我国纸及纸板的需求增速将降为 6.75%，全年纸品消费量为 8400 万吨左右。随着宏观经济的逐步复苏，纸品的市场需求增速也将逐步走出低谷，按照 2010 年 9% 的 GDP 增速预测值，我们预计 2010 年纸及纸板的需求增速将回升至 7.68%，全年纸品需求量在 9122 万吨左右。

图 8. 我国纸品需求增速与 GDP 增速



数据来源：中国造纸协会，国元证券研究中心

表 2：纸及纸板 09、10 年需求量预测

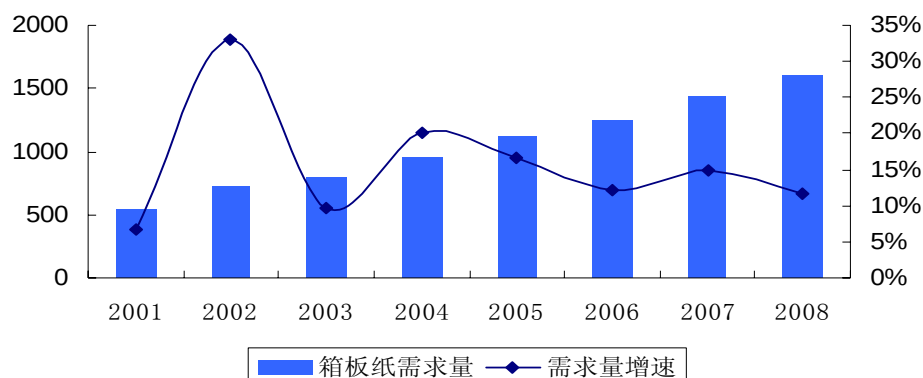
	GDP 增速	纸及纸板需求量（万吨）	需求量增速
2007	11.9%	7290	10.5%
2008	9%	7935	8.85%
2009E	8%	8471	6.75%
2010E	9%	9122	7.68%

资料来源：中国造纸协会，国元证券研究中心

2.2 主要产品的市场供需前景分析

箱板纸主要用于各类工业品及消费品的包装，属于包装用纸，是与宏观经济走势最为密切的一个纸种。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，我们预计 2010 年我国箱板纸市场仍然处于消化产能过剩阶段。

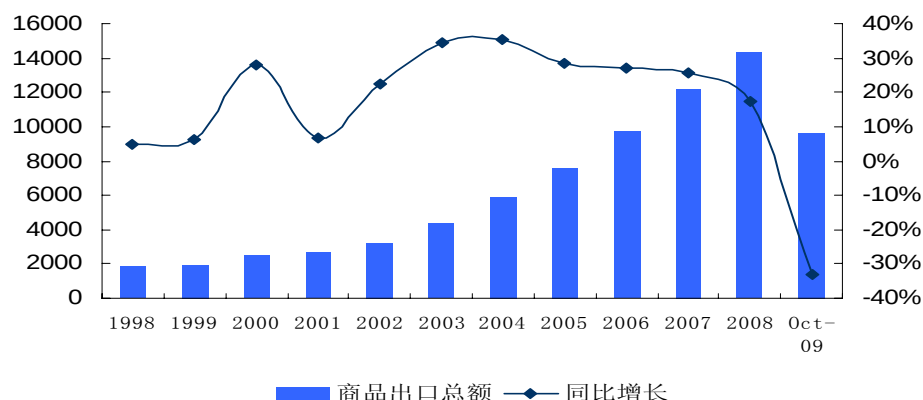
图 9. 我国箱板纸需求量增长情况



数据来源：中国造纸协会，国元证券研究中心

美欧下滑的经济态势导致了消费需求的持续下滑，而美国及欧盟占中国商品总出口的40%，美欧下滑的消费需求已严重影响到中国商品的出口，商品出口增速的下滑必然会影响到商品包装用纸的需求量，下滑的商品出口增速使箱板纸供过于求的形势更加严峻。

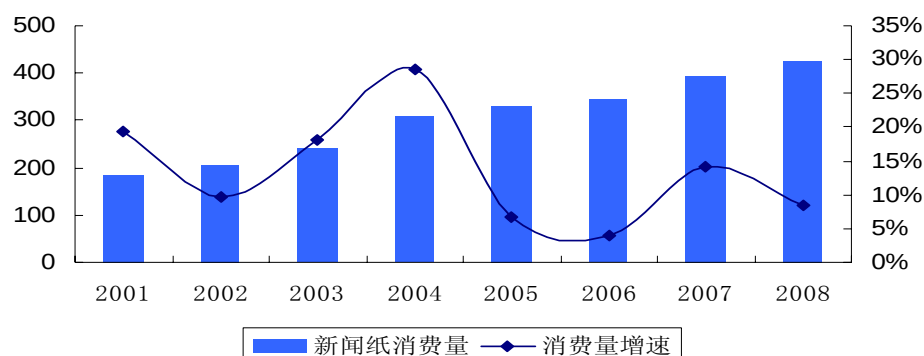
图 10. 商品出口下滑使箱板纸供过于求的形势更加严峻



数据来源：WIND, 国元证券研究中心

新闻纸主要用于报纸出版业，随着我国报纸出版业的发展，新闻纸的消费量迅速增长。2001-2008 平均每年需求的增长率达到了 18.0%，伴随着需求大幅增加的过程，我国新闻纸产能增长的速度更加迅速，其中 06、07 年新增产能分别达到了 85 万吨、100 万吨，远超同期需求的增长。随着这些新增产能的达产，我国新闻纸市场从 06 年开始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。

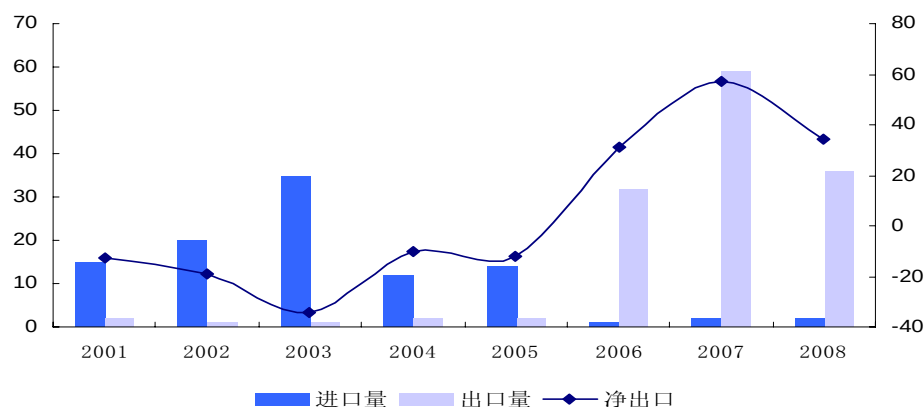
图 11. 我国新闻纸需求量增长情况



数据来源：中国造纸协会，国元证券研究中心

我们预计 2010 年我国的新闻纸市场依然存在少量的产能过剩，一方面是由于国内需求增速放缓所致，另一方面是由于出口面临下滑，从海关了解的数据显示，2007 年我国新闻纸出口量为 59 万吨，而 2008 年出口量为 36 万吨，下滑了 23 万吨，预计 2010 年新闻纸的出口依然很难达到 2007 年的水平。

图 12. 我国新闻纸进出口量



数据来源：中国造纸协会，国元证券研究中心

表 3: 我国主要新闻纸生产企业及产能（单位：万吨）

企业名称	产能	企业名称	产能
华泰股份	120	石岷纸业	23
晨鸣纸业	65	山鹰纸业	18
广州造纸	47	泛亚潜力	14
泛亚龙腾	33	神州万泰科	12
福建南纸	30	劲达兴纸业	12
岳阳纸业	26	龙岩纸业	10
黑龙股份	25	宜宾纸业	10

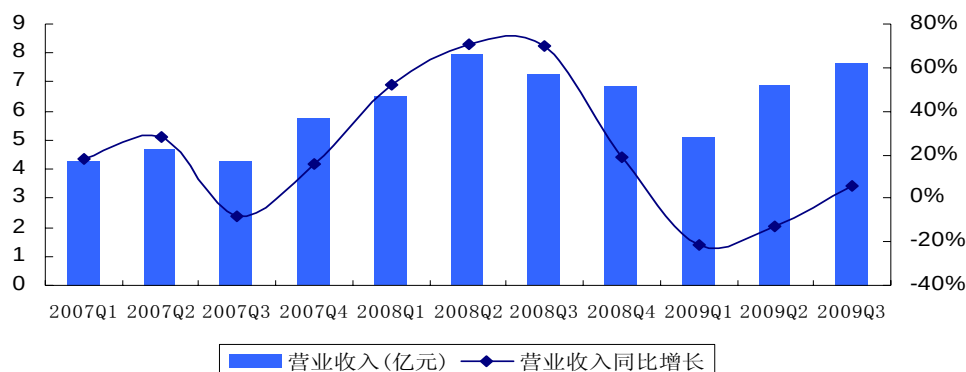
资料来源：公司定期报告，国元证券研究中心

第 3 部分 公司分析

3.1 三季度业绩显著回升

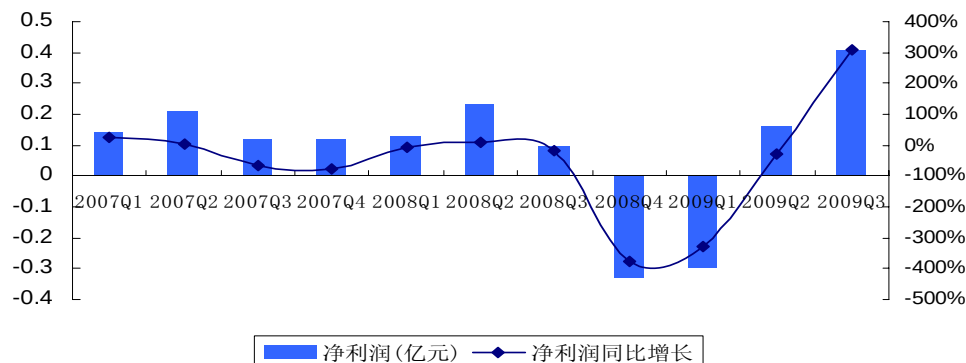
第三季度公司实现营业收入 7.69 亿元，同比增长 5.78%，单季度营业收入水平已达到 2008 年第二季度的水平；营业利润 4442 万元，同比增长 376.61%；净利润 4132 万元，同比增长 318.64%；单季度实现每股收益 0.09 元。与今年第二季度相比，三季度营业收入环比增长了 10.97%，营业利润环比增长了 158.26%，净利润环比增长了 165.72%。

图 13. 公司单季度营业收入及增长情况



数据来源：公司公告，国元证券研究中心

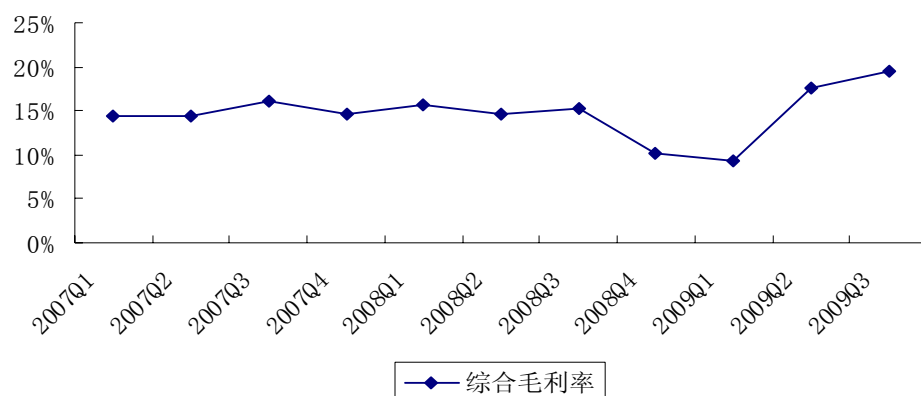
图 14. 公司单季度净利润及增长情况



数据来源：公司公告，国元证券研究中心

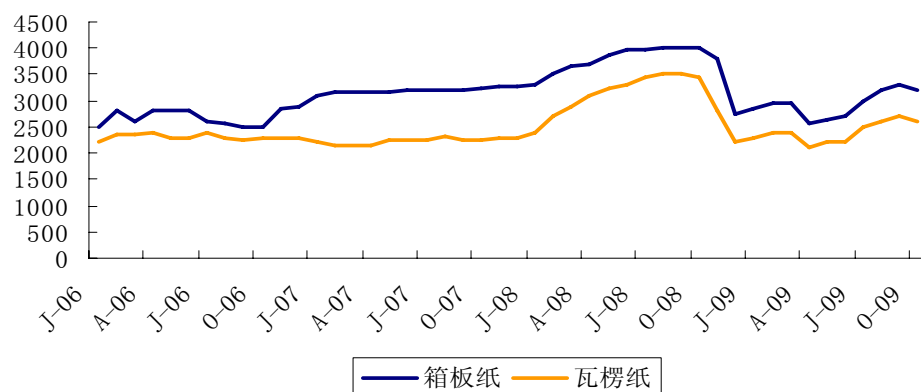
毛利率提升是主要原因。公司前三季度毛利率为 16.15%，与中报的 13.99% 相比提升了 2.16 个百分点，于去年同期的 15.15% 相比提升了 1 个百分点，达到了历史最高水平。毛利率的提升主要得益于纸价的上涨，目前牛皮箱板纸售价约 3200 元/吨，瓦楞纸售价约 2600 元/吨，与一季度的低点相比涨幅均在 20% 左右。由于三四季度为传统的销售旺季，并且宏观经济的复苏将带动纸品需求量的回升，因此预计纸价在未来仍然存在上涨空间。

图 15. 公司综合毛利率显著回升



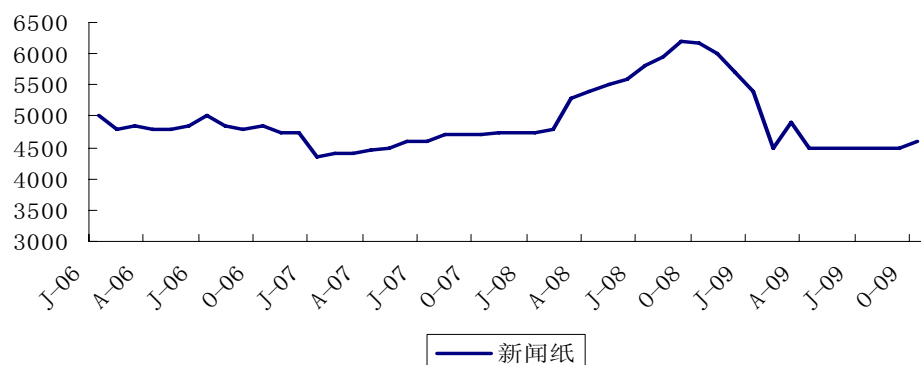
数据来源：公司公告，国元证券研究中心

图 16. 近期市场箱板纸及瓦楞纸价格走势



数据来源：国元证券研究中心

图 17. 近期市场新闻纸价格走势

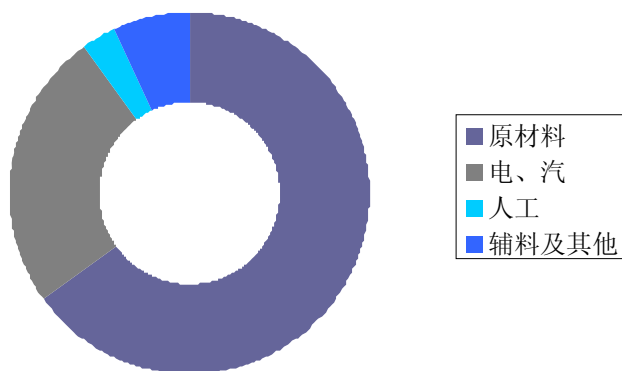


数据来源：国元证券研究中心

3.2 业绩受原材料价格波动影响大

原材料占公司主营业务成本的 65%，对公司营业成本以及盈利能力影响非常大。箱板原纸的主要成本构成中，原材料占 65%，电和汽占 20%，制造、人工及折旧费用合计占 15%左右。公司生产箱板原纸的主要原材料中，废纸占 92%，木浆占 8%。目前公司废纸的年消耗量约 70 万吨，以国废为主，约占 55-60%，其余为进口废纸，包括美废、日废，国废主要在长三角如安徽省和江苏省等周边地区各地设立收购点收购或者通过外部的收购站进行收购，有效地控制了废纸收购的主动权。

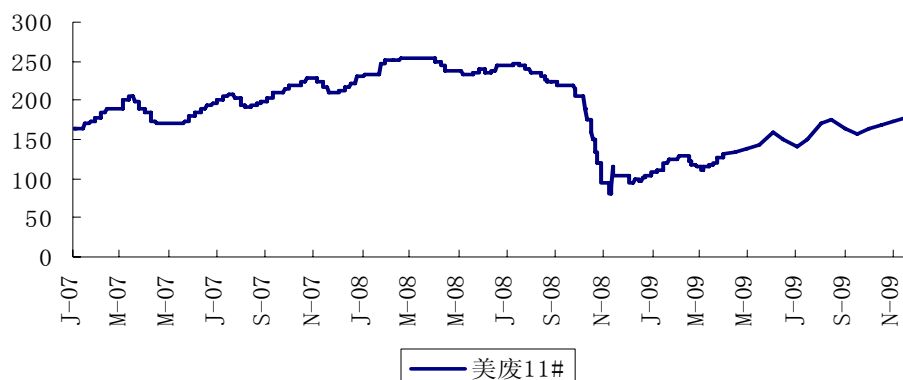
图 18. 箱板纸成本构成



数据来源：国元证券研究中心

进口废纸主要以 11# 美废为主，少量以日废和欧废替代国废。2007 年到 2008 年上半年，11# 美废保持强劲的涨势，最高一度接近 250 美元，年内最高涨幅超过 50%。近年来，美废头号出口市场中国和第五位的印度的出口数量急剧增长，中国市场的出口量更是占了美国总出口量的 60%，成为拉动美废价格的最重要因素。美废 11# 价格的大幅波动对公司的稳定经营是不利的，企业利润很容易被上涨的原材料所吞噬。

图 19. 近期 11# 美废价格走势



数据来源：国元证券研究中心

3.3 区位优势明显

公司总部位于安徽马鞍山市，马鞍山位于长江下游南岸、安徽省东部。南邻芜湖，至芜湖市区 30 公里；北接南京，和南京仅 45 公里距离，地理位置非常优越，水陆交通便利。另外，公司多个从事纸板纸箱生产和销售的子公司（天福纸箱纸品有限公司、苏州山鹰纸业纸品有限公司、马鞍山市山鹰运输有限公司、扬州山鹰纸业包装有限公司、杭州山鹰纸业纸品有限公司和常州山鹰纸业纸品有限公司等）的布局也非常好，全部位于经济最发达的长三角地区，邻近消费地，融入了长三角经济圈，提升了包装纸及纸板在长三角地区的市场占有率，具有明显的区位优势。

图 20. 紧邻长三角具有明显的区位优势



数据来源：国元证券研究中心

第 4 部分 盈利预测与投资评级

4.1 盈利预测

结合前文对公司主营业务的分析，我们预计，公司 09、10 年归属母公司所有者净利润分别为 5831 万元、10672 万元，对应的每股收益分别为 0.14、0.25 元。盈利预测主要假设如表 4 所示，盈利预测表如表 5 所示。

表 4:盈利预测有关假设

产品	项目	2008	09E	10E
包装纸	销量（万吨）	44.0	50	60
	平均价格（元）	2213.6	2200	2400
	销售收入（万元）	97400.0	110000	144000
	销售成本（万元）	84590.0	95480	124560
纸箱	销量（万吨）	48445.7	49000	53000
	平均价格（元）	2.1	2.1	2.2
	销售收入（万元）	103362.0	102900	116600
	销售成本（万元）	93152.0	88494	99110
新闻纸	销量（万吨）	13.0	14.0	18.0
	平均价格（元）	4971.8	4000	4500
	销售收入（万元）	64633.0	56000	81000
	销售成本（万元）	53325.0	46480	66420
文化纸	销量（万吨）	2	2	2
	平均价格（元）	3474.5	3300	3500
	销售收入（万元）	6949	6600	7000
	销售成本（万元）	5097	5280	5600

资料来源：国元证券研究中心

表 5. 利润表预测

	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	1899.87	2858.84	2755.00	3486.00
营业收入同比增长	12.40%	50.48%	-3.63%	26.53%
减：营业成本	1617.35	2459.17	2357.34	2956.90
营业税费	11.51	19.51	18.46	22.66
减：销售费用	77.01	107.81	110.20	139.44
减：管理费用	59.77	78.69	82.65	104.58
减：财务费用	76.66	172.97	137.75	156.87
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)	48.60	105.55
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	68.60	125.55
减：所得税	10.97	5.51	10.29	18.83
净利润	58.88	13.31	58.31	106.72

净利润同比增长	-48.00%	-77.39%	338.10%	83.01%
每股收益:	0.14	0.01	0.14	0.25

数据来源: 国元证券研究中心

4.2 投资评级

我们选取 A 股主要的几家造纸上市公司作为比较对象, 股价取自 09 年 11 月 18 日收盘价, 以此计算各公司的市盈率。

从选取的这几家上市公司来看, 2010 年的动态市盈率在 17.0~52.4 倍之间, 平均值为 27.9 倍。公司目前股价对应 2010 年动态市盈率为 21.2 倍, 相比行业平均估值水平存在一定折价, 因此维持对公司“推荐”的投资评级。

表 6: 主要造纸企业每股收益及市盈率情况

公司简称	股价 (元)	EPS (元)			PE		
		08	09E	10E	08	09E	10E
晨鸣纸业	8.65	0.52	0.39	0.51	16.6	22.2	17.0
美利纸业	9.24	0.43	0.15	0.35	21.5	61.6	26.4
景兴纸业	6.53	-0.53	0.09	0.18		72.6	36.3
银鸽投资	9.95	0.08	0.12	0.19	124.4	82.9	52.4
华泰股份	14.38	0.66	0.56	0.76	21.8	25.7	18.9
岳阳纸业	9.37	0.21	0.18	0.35	44.6	52.1	26.8
博汇纸业	10.68	0.50	0.42	0.60	21.4	25.4	17.8
平均	-	-	-	-	35.8	48.9	27.9

资料来源: 公司定期报告、各股股价取自 11 月 18 日收盘价

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
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