

造纸 III



雒雅梅

造纸行业研究员

021-38565935

luoym@xyzq.com.cn

岳阳纸业 (600963)

好转有赖于上游行业景气回升

——岳阳纸业 08 年年报点评

中性 (维持)

市场数据

报告日期	2009-3-27
收盘价(元)	7.43
52周最高/最低(元)	24.73/4.46
总股本(百万股)	652.20
流通股本(百万股)	506.39
总市值(百万元)	4845.85
流通市值(百万元)	3762.46
每股净资产(元)	4.50

股价走势



主要财务指标

会计年度	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	3272.28	3051.23	4336.44	6346.46
同比增长(%)	10.36%	-6.76%	42.12%	46.35%
净利润(百万元)	139.62	104.35	163.05	306.53
同比增长(%)	23.58%	-23.81%	56.25%	88.00%
毛利率(%)	19.49%	17.93%	18.66%	19.52%
净利润率(%)	4.27%	3.42%	3.76%	4.83%
每股收益(元)	0.21	0.16	0.25	0.47

投资要点

事件:

营业收入 327,228 万元, 同比增长 10.36%; 营业利润 16,065 万元, 同比增长 8.23%; 净利润 13,963 万元, 同比增长 23.58%, 摊薄 EPS 为 0.21 元。

利润分配方案为每 10 股派现 0.10 元 (含税)

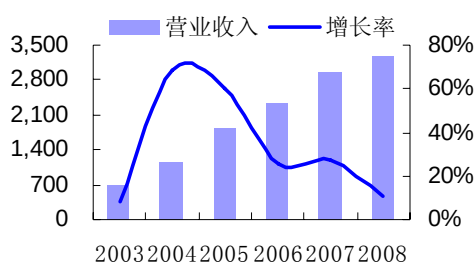
点评:

- **业绩符合预期。**08 年公司非经常性亏损约 524 万元, 如果扣除这部分影响, 则公司摊薄 EPS 为 0.22 元, 与我们预测业绩一致。
- **四季度净亏 5258 万元。**受行业景气回落影响, 四季度业绩表现最差, 收入环比下滑了 22.53%, 并且首次出现净亏损, 约 5258 万元, 拖累公司业绩下滑 0.08 元。
- **自制浆业务元气大伤。**07 年公司此项业务毛利率为 13.8%, 而 08 年已然出现亏损, 全年毛利同比下滑 114%。由于公司自制浆比例高达 100%, 因此未来我们判断, 在上游原材料行业未获得根本性好转之前, 公司业绩可能仍难以获得根本性改善。
- **盈利预测与评级:** 我们调整公司 08 年 EPS 为 0.21 元, 09-10 年暂时维持不变, 依然为 0.16 元、0.25 元, 当前对应 PE 为 35.3X、46.4X、29.7X, PB 为 1.65X, 维持前期“中性”投资评级。
- **风险提示:** 上游原材料价格持续走低。

业绩符合预期

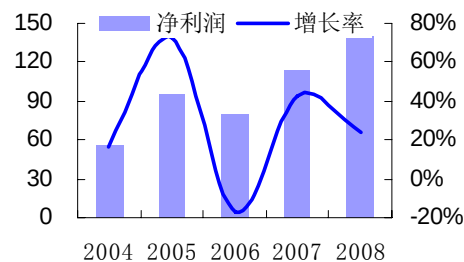
我们此前预测公司 EPS 为 0.22 元，略高出公司真实 EPS0.01 元。主要是受非经常性损益影响所致，公司 08 年非经常性亏损约 524 万元，如果扣除这部分影响，则公司摊薄 EPS 为 0.22 元，与我们预测业绩一致。

图 1: 历年营业收入及增长率



资料来源：兴业证券研发中心

图 2: 历年净利润及增长率



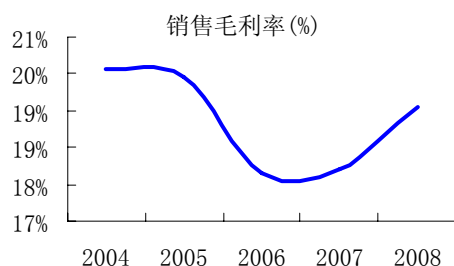
资料来源：兴业证券研发中心

增长主要来源于价格和毛利率的提升

收入增长主要来源于价格上涨。从年报披露数据我们分析得出，08 年公司销量为 61.58 万吨，与 07 年基本持平（61 万吨），收入的增长主要来源于价格的提升，我们测算 08 年公司产品均价（不含税）为 5314 元/吨，相比 07 年的 4861 元/吨，上升了 9.33%，主要得益于 08 年前三季度行业景气的高企。分纸种来看，主要是轻涂纸增幅较大，收入同比提升了 55.2%。

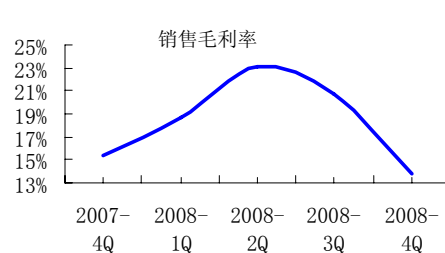
毛利率同比有效提升。公司 08 年毛利率为 19.49%，同比上升 1.34 个百分点。由于公司自制浆比例较高，因此在行业前三季度景气高企时，能够享受纸浆自给带来的低成本优势。

图 3: 毛利率年度走势



资料来源：兴业证券研发中心

图 4: 毛利率单季度走势



资料来源：兴业证券研发中心

所得税率大幅下降。公司净利润增速高于收入增速主要在于所得税率的大幅下降。08 年公司所得税率为 9.79%，相比 07 年的 25.5%，大幅下降了 15.7 个百分点，主要是 08 年国产设备投资抵免所得税 1259 万元所致。

四季度净亏 5258 万元

环比来看，08 年四个季度中，景气度最高的是二季度，其次是三季度，而四季度表现最差，收入环比下滑了 22.53%，并且首次出现净亏损约 5258 万元，环比大幅下滑 176.31%。主要来自于以下几方面：

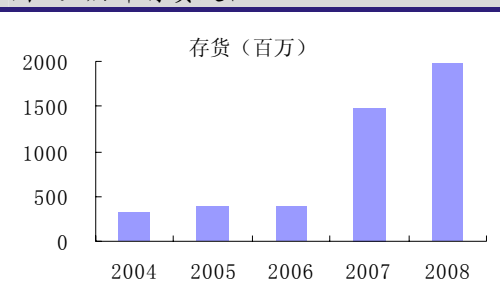
1、行业景气回落带来的价跌量缩导致销售收入下滑。

2、毛利率大幅低走。一方面是因为原材料价格下跌滞后于产品价格下跌（从第三季度的 20.7%下降至四季度的 13.81%）；另一方面是由于消化前期高价原料库存所致。我们注意到，公司四季度存货为 2.37 亿元，同比增加了 32.1%，环比却激增 208.6%。

3、收入下滑推升期间费用率。四季度公司期间费用率为 19.38%，而此前三季度基本保持在 11%-12%之间。具体来看，三项费用环比均有提高，其中升幅最大的是管理费用率，从前三季度 3%-4%水平骤升至四季度的 9.95%。我们认为这是由于管理费用本身具备较强的刚性特征所致。

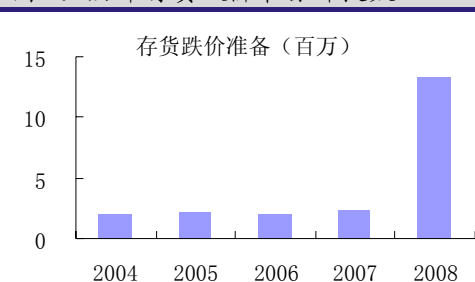
4、计提存货跌价准备摊薄 EPS0.016 元。08 年计共提存货跌价准备 1329 万元，其中四季度计提 1090 万元，约摊薄 EPS0.016 元。

图 5：历年存货变化



资料来源：兴业证券研发中心

图 6：历年存货跌价准备计提数



资料来源：兴业证券研发中心

自制浆业务元气大伤

根据我们一贯的行业观点：我们认为林纸一体化是行业未来的发展方向，因此长期我们依然看好具备上游资源优势 and 自制浆能力较强的公司。但是同时，我们也提到过，在原材料价格的大幅下滑的情况下，上游资源优势将不复存在，甚至转化为业绩的拖累。此时我们的短期投资策略将可能和中长期策略相悖，即原料自给率越高的公司业绩下滑幅度可能越大（详见我们的 08 年 12 月 25 日的行业深度研究报告《“地”利、“天”时、“人”和》）。

公司自制浆业务比例高达 100%，外销收入占公司总收入比例虽然微不足道，但此块业务景气变化却可见一斑。从年报披露数据来看，公司 08 年浆收入同比下滑 95.4%，从盈利能力看，07 年公司此项业务毛利率为 13.8%，而 08 年已然出现亏损，全年毛利为 -58.8 万元，同比下滑 114%。

表 1: 公司 08 年自制浆业务盈利能力变化 (单位: 百万元)

自制浆	2008	2007	同比增长
收入	1.39	30.38	-95.4%
成本	1.98	26.20	-92.5%
毛利	-0.59	4.18	-114.1%
毛利率		13.8%	

资料来源: 兴业证券研发

虽然从绝对量看, 自制浆业务对公司业绩拖累并不明显, 但是由于公司此项业务以自用为主, 因此我们认为, 对盈利能力, 尤其是毛利率的隐性拖累其实是比较大的。据此, 我们推断, 在当前情况下, 对公司而言, 停产木浆生产线不失为一个明智之举。而据年报披露, 公司 08 年开工率为 95% 以上, 即由 07 年的 100% 下滑了 5 个百分点, 我们认为可能主要来自于木浆生产线的停减产。未来来看, 我们判断, 在上游原材料行业未获得根本性好转之前, 公司业绩可能仍难以出现大幅好转。

未来业绩增长点

(1) 公司年产 40 万吨含机械浆印刷纸项目将于 2009 年投产, 届时, 公司造纸产能将增加到 100 万吨, 产品结构将获得进一步改善。

(2) 公司原计划 08 年内进行配股以收购控股股东泰格林纸集团所持有的骏泰公司 100% 的股权项目 (亦称怀化项目)。怀化项目包括年产 40 万吨漂白硫酸盐木浆项目 14 万公顷原料林基地 (目前已拥有自有林地 72.72 万亩)。但是受市场等诸多因素影响暂时搁浅, 如果后期配股能够顺利实施, 公司制浆能力将增长 63%, 林木资产也可增长实现翻倍, 长期来看, 将对公司业绩产生深远影响。

盈利预测和评级

根据年报, 我们调整公司 08 年 EPS 为 0.21 元, 09-10 年暂时维持不变, 依然为 0.16 元、0.25 元, 当前对应 PE 为 35.3X、46.4X、29.7X, PB 为 1.65X, 维持前期 “中性” 投资评级。

表、岳阳纸业分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	08-1Q	08-2Q	08-3Q	08-4Q	QOQ	2007	2008	YOY	说明
营业收入	805	958	832	677	-18.6%	2965	3272	10.4%	销售均价上升约 9.33%
营业成本	655	737	660	583	-11.6%	2427	2635	8.6%	景气高企时原料优势所致
毛利	151	221	172	93	-45.7%	538	638	18.5%	
销售费用	29	39	28	35	24.7%	120	131	9.6%	
管理费用	26	31	25	67	165.8%	143	149	4.7%	
财务费用	40	43	41	29	-30.1%	115	153	32.9%	
资产减值	0	0	0	23		-4	24	-692.0%	计提存货跌价准备 1329 万
公允价值	0	0	0	0		0	0		
营业利润	0	0	0	0		0	0		
投资收益	49	102	72	-62	-186.3%	148	161	8.2%	
利润总额	50	105	72	-73	-201.1%	152	155	2.1%	
净利润	40	83	69	-53	-176.3%	113	140	23.6%	毛利率提升+所得税抵免
EPS	0.092	0.127	0.106	-0.081	-176.3%	0.260	0.214	-17.6%	
销售费用率	3.6%	4.1%	3.4%	5.2%	1.8%	4.0%	4.0%	0.0%	
管理费用率	3.2%	3.3%	3.0%	10.0%	6.9%	4.8%	4.6%	-0.2%	
财务费用率	5.0%	4.5%	5.0%	4.3%	-0.7%	3.9%	4.7%	0.8%	
所得税率	19.9%	21.1%	4.8%	28.2%	23.4%	25.5%	9.8%	-15.7%	国产设备抵免所得税 1259 万
毛利率	18.7%	23.1%	20.7%	13.8%	-6.9%	18.1%	19.5%	1.3%	
净利润率	5.0%	8.7%	8.3%	-7.8%	-16.1%	3.8%	4.3%	0.5%	

资料来源：天软投资系统

注：“说明”一栏内容主要是对当期异动项原因的点评

投资评级说明

行业评级 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。