

岳阳纸业（600963） 纸制品

—林纸一体化的先行者

投资评级	谨慎推荐	公司评级	A	收盘价	8.10	元
------	------	------	---	-----	------	---

投资要点:

- 岳阳纸业主要从事文化类印刷用纸的制造及销售,并积极从事速生丰产林建设,是我国最早实施林纸一体化战略的造纸上市公司,目前公司拥有 101 万亩人工林业资源,已形成 45 万吨的机制纸浆年生产能力,以及 60 万吨的机制纸年生产能力,其中文化纸产能为 40 万吨,包装纸产能为 20 万吨。
- 公司将逐步进入林纸一体化战略的收获期。公司目前拥有有人工林 101 万亩,木材储量达 824 万方,若按 3 倍 PB 估测,目前公司的林木资产折合每股价值为 4.9 元。此外,公司前期大量投资的林业资产将逐步产生效益,根据杨树 8 年的成材期计算,公司 2003 年大规模种植的一批速生杨树将于 2011 年成材,初步计算进入轮伐期后公司每年可采伐的木材为 88.6 万方,这将为公司带来 1.89 亿元净利润,增厚公司每股收益 0.29 元。
- 公司现有文化纸产能 40 万吨,包装纸 20 万吨,文化纸是目前各类纸品中供需前景最为乐观的一个纸种,其原因一方面是近年新增的产能较少;另一方面原因是文化纸是淘汰落后产能获益最大的纸种。自 2009 年 5 月 1 日起,我国制浆造纸企业排放标准将再次提高,预计文化纸将继续受益于此。此外,公司年产 40 万吨含机械浆印刷纸项目将于 2009 年 8 月建成投产,届时公司的造纸产能将达到 100 万吨。
- 我们预计,09、10 年公司净利润分别为 1.39、2.67 亿元,对应每股收益分别为 0.21、0.41 元。随着公司 40 万吨印刷纸项目的投产及自有林地的成熟,2010 年公司业绩有望实现大幅增长,我们维持对公司“谨慎推荐”的投资评级,若按 2010 年每股收益 0.41 元、25 倍 PE 计算,目标价为 10.3 元。

	2007	2008	2009E	2010E
营业收入(百万元)	2965	3272	3440	4775
营业收入增长率		10.4%	5.1%	38.8%
净利润(百万元)	113	140	139	267
净利润增长率		23.9%	-0.71%	92.1%
EPS(元)	0.29	0.21	0.21	0.41
P/E	27.9	38.6	38.6	19.8

2009 年 4 月 3 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	24.73/4.46
上证指数/深圳成指	2419.78/9244.66
50 日均成交额(百万元)	163.10
市净率(倍)	1.80
股息率	0.12%

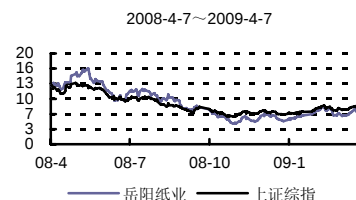
基础数据

流通股(百万股)	506.39
总股本(百万股)	652.20
流通市值(百万元)	4101.74
总市值(百万元)	5282.82
每股净资产(元)	4.50
净资产负债率	152.17%

股东信息

大股东名称	湖南泰格林纸集团有限责任公司
持股比例	22.36%

52 周行情图



相关研究报告

《》，2009-3-27

《》，2008-10-23

联系方式

研究员: 何鹏程
 电 话: 021-51097188-1921
 电 邮: hepengcheng@gyzq.com.cn
 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)

目 录

第 1 部分 公司概况	3
1.1 公司主营文化纸	3
1.2 林纸一体化的先行者	3
1.3 公司所处行业地位	4
第 2 部分 公司林业价值分析	5
2.1 公司林业资产概况	5
2.2 林业资产价值估算	7
2.3 林木采伐对公司利润贡献预测	8
第 3 部分 公司造纸业务分析	10
3.1 文化纸业务	10
3.2 包装纸业务	11
3.3 40 万吨机械印刷纸项目	12
第 4 部分 盈利预测	14
第 5 部分 估值与投资建议	15

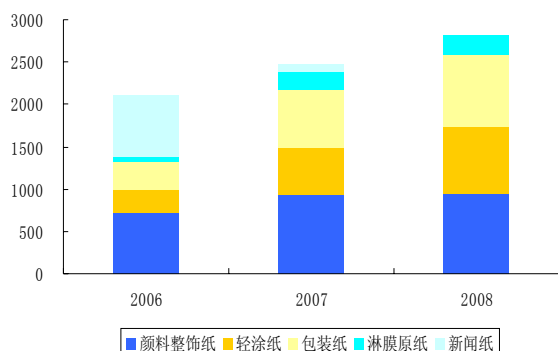
第 1 部分 公司概况

1.1 公司主营文化纸

岳阳纸业主要从事文化类印刷用纸的制造及销售，并积极从事速生丰产林建设，是我国最早实施林纸一体化战略的造纸上市公司，公司控股股东为湖南泰格林纸集团有限责任公司。目前公司拥有 101 万亩人工林业资源，已形成 45 万吨的机制纸浆年生产能力，以及 60 万吨的机制纸年生产能力，其中文化纸产能为 40 万吨，包装纸产能为 20 万吨。

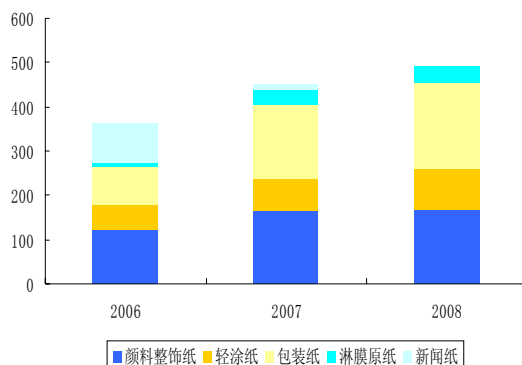
公司主导产品为文化纸，具体又包括颜料整饰胶版纸及轻量涂布纸，在 2007 年以前，公司曾是我国重要的新闻纸生产商之一，从 06 年开始由于我国新闻纸出现了明显的供给过剩现象，其盈利能力显著下降，公司积极进行了产品结构调整，从 07 年 3 月下旬开始，公司不再生产新闻纸，同时加大了颜料整饰胶版纸及轻量涂布纸等文化纸种的生产及销售。08 年年报显示文化纸占公司主营业务收入的 57.3%，其中颜料整饰胶版纸占 31.3%，轻涂纸占 26.0%。此外，公司于 2007 年收购了永州湘江纸厂 100% 股权，使公司新增 20 万吨的包装纸产能，该纸厂生产的包装纸主要是纸袋、牛皮卡纸等产品，08 年年报显示包装纸占公司主营业务收入的 28.1%。

图 1：近年公司营业收入构成



资料来源：国元证券研究中心

图 2：近年公司毛利构成



资料来源：国元证券研究中心

表 1：母公司及子公司情况

	项目	产能	权益比	主要产品
造纸、制浆	母公司	40 万吨	100%	文化纸
	湘江纸业	20 万吨	100%	包装纸
林业	茂源林业	101 万亩	100%	速生杨、松树

资料来源：公司定期报告、国元证券投资研究中心

1.2 林纸一体化的先行者

岳阳纸业最大的亮点是其拥有的丰富林业资源已陆续进入成熟期，公司是我国最早实施林纸一体化战略的造纸上市公司，由于公司进入林业领域的时间较早，与其他一体化造纸企业相比具有明显的低成本优势。公司大规模植树造林始于 2003 年，主要树种为速生杨树及松树，其中速生杨树占 70%，松树占 20%，若按速生杨树 8 年的成材期，2011 年将是公司人工林集中成材的年份。

造纸业完整的产业链是“林→浆→纸”，造纸这个环节属于制造业，壁垒性较低；而林浆环节具有明显的资源属性，林地的获得以及林木的培育均具有一定的壁垒性。以往中国

造纸业发展的特点是通过不断地投资置备新纸机，扩大生产规模，提高产量以获得收益，而在行业上游的发展方面稍显落后，造纸用原材料木浆及废纸大部分依赖进口。针对我国造纸产业的这一现状，2007 年国家发改委出台的《造纸产业政策》明确指出，造纸企业应该走林纸一体化的发展模式，虽然目前国际木浆价格已大幅下跌，制浆的利润率已大幅下滑，但是从长远的角度出发，林纸一体化的发展战略仍然是造纸业的发展趋势，造纸产业的价值所在依然是在林浆一环。

图 3：造纸工艺流程示意图



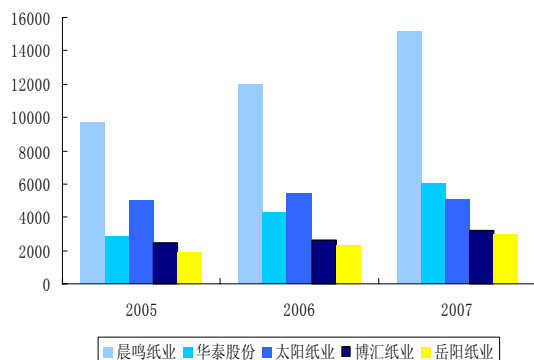
资料来源：国元证券研究中心

公司控股股东泰格林纸集团拥有丰富的林业资产，目前拥有自营纸材林基地 200 万亩，加上订单、合作造林、收购青山等营林模式，公司可控林业资源超过 500 万亩，按照泰格林纸集团的“十一五”规划，到 2010 年将建成近 1000 万亩的工业原料林基地。2007 年 3 月，公司曾采用非公开定向增发的方式向大股东泰格林纸收购其持有的茂源林业剩余的 27.43% 的股权，使茂源林业成为岳阳纸业的全资子公司。

1.3 公司所处行业地位

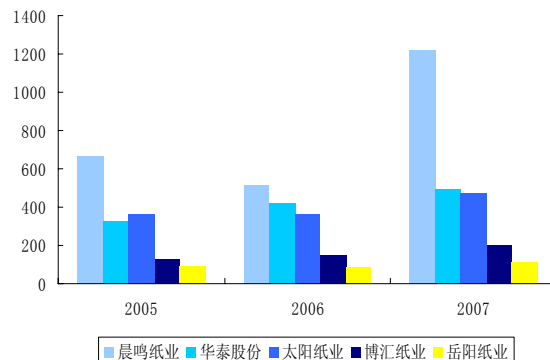
2007 年公司主营业务收入为 29.65 亿元，归属于母公司所有者的净利润为 1.15 亿元，在 A 股造纸类上市公司中均位于第五位。单从营业收入及净利润的角度来看公司并没有明显的优势，这主要是因为公司目前的营业收入及利润主要来源于现有的造纸业务，而其拥有的丰富林业资源并未给公司带来显著的收益，这主要是因为人工林的培育需要一个较长的过程，苗木从种植到进入轮伐期需要 7-8 年的时间，而在这段时期中需要不断的投入。随着公司 40 万吨机械印刷纸项目的投产及人工林的成熟，公司将进入收获期，业绩将获得稳步提高，

图 4：主要造纸上市公司营业收入



资料来源：国元证券研究中心

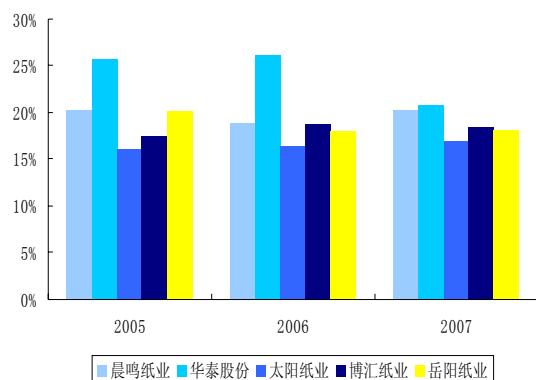
图 5：主要造纸上市公司净利润



资料来源：国元证券研究中心

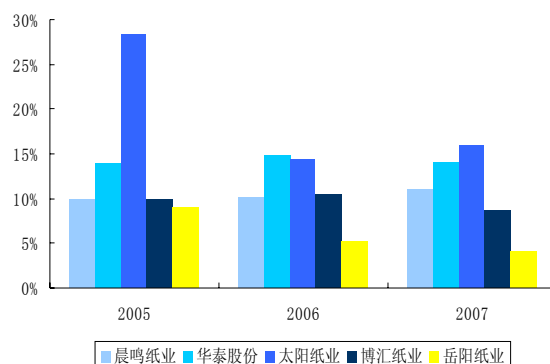
公司的造纸业务盈利能力与其他造纸上市公司相比稍显弱势，公司 06、07 年的综合毛利率维持在 18% 左右，08 年受上半年受纸价大幅上涨的影响，毛利率提升至 19.45%。公司纸浆自给率已达到 100%，但是毛利率与其他需要进口纸浆的造纸公司相比优势并不明显。

图 6：主要造纸上市公司毛利率



资料来源：国元证券研究中心

图 7：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 公司林业价值分析

2.1 公司林业资产概况

目前公司已获得的林木资产为 101 万亩，全部位于全资子公司茂源林业有限责任公司。公司的林地主要由两部分组成，一部分为茂源林业原有的 86.37 万亩速生林；另一部分为公司 07 年增发项目之一收购的中成林，该部分原计划收购 18.95 万亩，但实际只完成收购 14.6 万亩。具体的树种又以杨树和松树为主，其中杨树 71 万亩，占 72%，松树 21.3 万亩，占 22%。

茂源林业始与 2005 年 4 月组建的森源林业，同年 6 月更名为茂源林业有限责任公司，注册资本 2.26 亿元，岳阳纸业以拥有的林业资产评估净值 16435 万元投入林业公司，占注册资本的 72.57%。泰格林纸集团以拥有的林业资产评估净值 6213 万元入股，占注册资本的 27.43%。2007 年 3 月公司非公开发行 16500 万股，以 6400 万元收购泰格集团所持有的茂源公司 27.43% 的股权，岳阳纸业 100% 控股茂源林业，完全享有茂源林业 86.37 万亩速生林的收益权。该公司大规模的造林始于 2003 年，其中 03-05 年分别种植 21.7、30.7、25.8 万亩。

表 2：公司自产林树种及种植年限构成情况

项目	杨树	桉木	桉树	苏柳	松树	合计（万亩）
2001 年前	2.34	0	0	0	4.17	6.51
2002 年	1.01	0.07	0	0	0.62	1.69
2003 年	20.6	0.1	0	0	1.03	21.7
2004 年	26.5	2.63	0	0	1.56	30.7
2005 年	16.7	2	0.18	0.26	6.67	25.8
合计（万亩）	67.1	4.8	0.18	0.26	14.1	86.4

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

收购的 14.6 万亩中成林来源于 2007 年 3 月公司的非公开增发项目，公司利用非公开增发募资中的 1.19 亿元，向湖南省岳阳市君山区天井山国有林场等数十家林场收购 18.95 万亩中成林，公司除一次性收购林场现有活立木外，还与这些林场签订了 30-50 年的林地经营权，其中与君山区天井山国有林场及荆竹山林场签订的租地造林协议为 30 年；与中华山林场签订的租地造林协议为 50 年。该中成林收购项目实际完成收购面积数约 13 万亩，其余 6.95 万亩因种种原因而搁浅，该部分收购林地树种以松树为主，平均树龄在 11 年左右。

表 3：公司收购的树种结构

树种	亩数(万亩)	平均树龄(年)
松树	11.65	11
杉树	4.48	13
杨树	2.61	5
其它	0.21	11
合计	18.95	

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

表 4：公司收购林来源

林地出让主体	面积(亩)	蓄积量(方)	单位蓄积量(方/亩)
新化县古台山国有林场	12301.5	45259.05	3.68
君山区天井山国有林场	6402.7	22462.3	3.51
临湘市国有荆竹山林场	23541	79758.5	3.39
湖北荷木林业开发公司	39759	36589.7	0.92
武汉意顺澳林科技公司	24379	83458.3	3.42
国有广水市中华山林场	18993	28181.4	1.48
湖北蓝源公司	2101.2	2608	1.24
岳阳市泓林商贸有限公司	13740	110117.4	8.01
临澧县、澧县等 14 个村镇	47973.5	145893.5	3.04
泊罗市磊石乡水电管理站	300	1680	5.60
合计	189490.9	556008.2	2.93

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

公司曾于 2007 年聘请资产评估公司对茂源林业的林木资产进行核查，并对核查的林木资产状况在 07 年报中进行了披露，详见表所示。此外公司于 2008 年收购 3.5 万亩青山，使公司林地增加到 101 万亩。

表 5：公司林业资产情况一览

树种	2000 年以前	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	合计
桉树						714.5			714.5
桉木			713.0	4598.5	28140.6	26493.1			59945.2
松树	115111.2	2515.7	5555.5	8610.0	14368.9	62749.9	454.8	4009.5	213375.3
苏柳					249.3	1200.0			1449.3
杨树	384.9	4948.9	16060.0	203413.5	266865.6	198862.4	18619.8	1221.0	710376.0
合计	115496.1	7464.6	22328.5	216621.9	309624.3	290019.9	19074.6	5230.5	985860.3

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

2.2 林业资产价值估算

公司拥有的 101 万亩林业资产中，72%为杨树，且集中在 2003-2005 三年间种植，即目前树龄集中在 4-6 年，另有 22%为松树，平均树龄在 11 年以上，根据杨树 8 年及松树 14 年的成熟期，公司目前已有部分树木进入砍伐期。虽然近期受宏观经济增速回落的影响，木材价格出现了回调，但是我国森林资源的稀缺性保证了林木的长期价值，因此公司拥有的这部分林业资源具有不菲的价值。同时，由于公司的林木近两年正处于高速成长期，随着时间的推移，公司的生物存货林木价值仍在成长，因此我们有必要对公司这部分林业资产的价值进行估测。

为了估测公司林业资产的价值，首先需要确定公司林地单位面积的木材产量，根据湖南省农林工业勘查设计院出具的《可行性研究报告》，速生杨单位面积产量为 8.03 立方米/亩，松树单位面积产量为 8.59 立方米/亩。公司曾在 2006 年报中披露有关木材采伐的相关数据，2006 年公司采伐 5000 亩林地，获得木材 4.15 万方，折合每亩产量为 8.3 立方米，与可行性研究报告中的数据基本相符。我们的估算采用杨树 8.03 立方米/亩，松树 8.59 立方米/亩，其他树种参照杨树也采用 8.03 立方米/亩进行估测。通过简单的测算可以得出，公司林地木材储蓄量为 824 万立方米，单位面积产量为 8.16 立方米。

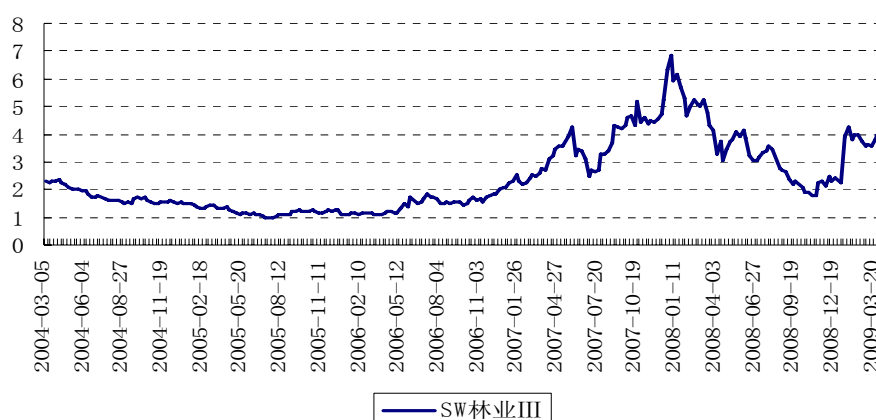
表 6：公司木材储蓄量估算

	面积（万亩）	单位蓄量（方/亩）	木材蓄量（万方）
杨树	72	8.03	578.2
松树	23	8.59	197.6
其他	6	8.03	48.2
合计			824

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

根据公司 2008 年年报，公司存货项中林木资产总计 10.58 亿元，比年初增加 1.71 亿元。我们认为由于林木资产具有资源属性，因此其 PB 应该高于造纸部分资产，通过分析申万林业行业的历史 PB 水平，我们认为给予公司林业资产 3 倍的 PB 是合理的，则公司林业部分资产为 31.74 亿元，对应每股价值为 4.9 元。

图 8：申万林业行业历史 PB 水平



资料来源：国元证券研究中心

2.3 林木采伐对公司利润贡献预测

公司从 2006 年开始部分采伐自有林地，从历年年报披露的数据来看，2006 年茂源林业采伐木材 4.15 万方，主营业务收入 4837.37 万元，净利润 2395.66 万元，扣除 475.88 万元补贴收入后净利率达 39.7%；2007 年茂源公司采伐木材 13.14 万方，营业收入 9904.24 万元，净利润 3840.57 万元，净利率为 38.8%。对于木材采伐业务的业绩预测，木材的采伐量是关键因素，关于每年木材采伐量的确定，公司表示将根据木材的市场价格情况进行灵活选择，当木材市场价格较低的时候，公司更倾向于外购木材。公司最早种植的一批杨树始于 2003 年，为 22.66 万亩，根据速生杨 8 年的成材期，从理论上来说，从 2011 年开始公司将能实现轮伐，在次之前公司大规模砍伐木材的可能性不大。

公司的木材具有低成本优势，这一优势主要来源于低廉的地租成本，公司由于进入林业领域的时间较早，土地租金较低，其中杨树林地租成本约 120 元/亩·年，松树林地租金不足 20 元/亩·年，相对于目前约 300 元/亩·年的租金具有明显的成本优势。此外公司的木材成本主要还有采伐、种植及管理等方面的成本，见表所示，折合每立方米木材成本为 337 元。

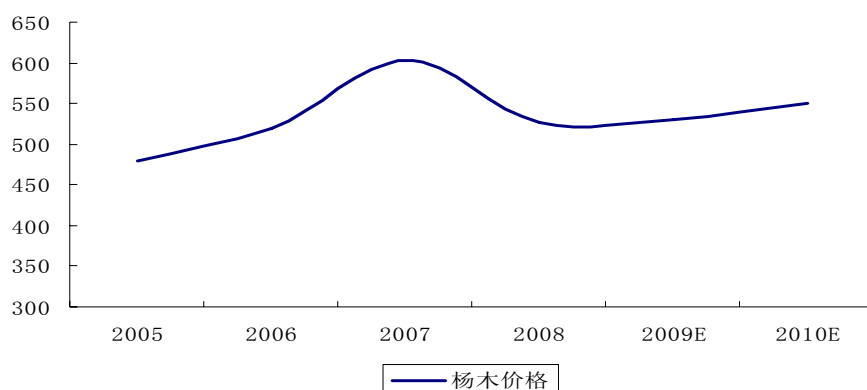
表 7：公司木材成本构成

地租	120 元/年·亩	120 元/方
采伐成本	90 元/方	90 元/方
种植成本	175 元/亩	35 元/方
幼苗	135 元/亩	27 元/方
育林基金	15 元/方	15 元/方
其它（施肥、管理、保险）	50 元/年·亩	50 元/方
合计（含期间费用）		337 元/方

资料来源：公司资料、国元证券研究中心

由于杨树从种植到成材需要 8 年的时间，2003 年最早种植的一批杨树也要到 2011 年才成材，目前公司的林木正处于快速成长阶段，因此公司 2009、2010 年进行大规模采伐的可能性不大，我们预计 09、10 两年的砍伐量分别为 25、30 万方，相应的木材采伐收入预测如表 8 所示。

图 9：杨木价格历史走势及预测



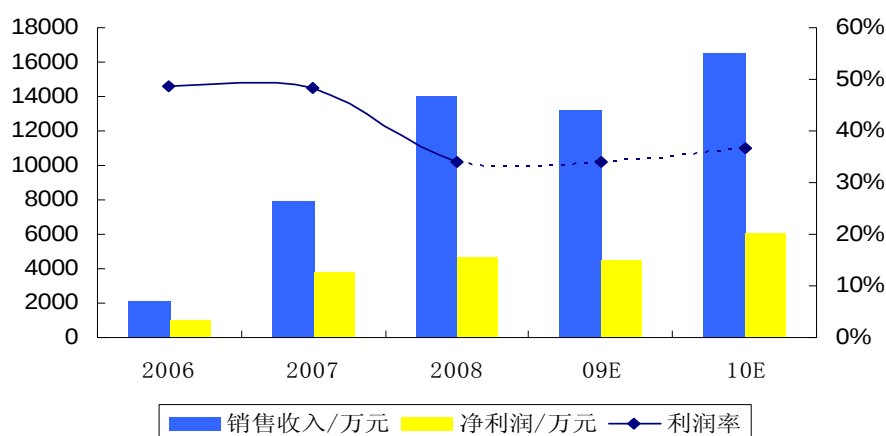
资料来源：国元证券研究中心

表 8：公司木材采伐产生收益测算

	08	09E	10E
采伐量/万方	26.5	25.0	30.0
每方均价/元	527	530	550
销售收入/万元	13968	13250	16500
利润率	33.8%	34.0%	36.7%
成本	9242	8745	10445
净利润/万元	4727	4505	6056
折合每股收益/元	0.07	0.07	0.09

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

图 10：茂源林业营业收入及净利率情况



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

进入轮伐期后，根据杨树 8 年，松树 14 年的成材期以及公司各树种种植的比例测算，公司理论轮伐期为 9.3 年，按公司现有林地 101 万亩计算，理论上公司每年可采伐的规模为 10.9 万亩，按单位面积产材 8.16 立方米计算，则进入轮伐期公司每年可采伐的木材为 88.6 万方，若按每方木材售价 550 元，成本 337 元测算，公司每年采伐木材可以增厚公司每股收益 0.29 元。

表 9：进入轮伐期公司木材采伐产生收益测算

	数值
采伐面积（万亩）	10.90
单位面积木材产量（方/亩）	8.16
采伐量（万方）	88.60
每方均价（元）	550
每方成本（元）	337
销售收入（万元）	48730
利润率	38.70%
净利润（万元）	18858.51
增厚每股收益（元）	0.29

资料来源：国元证券研究中心

第3部分 公司造纸业务分析

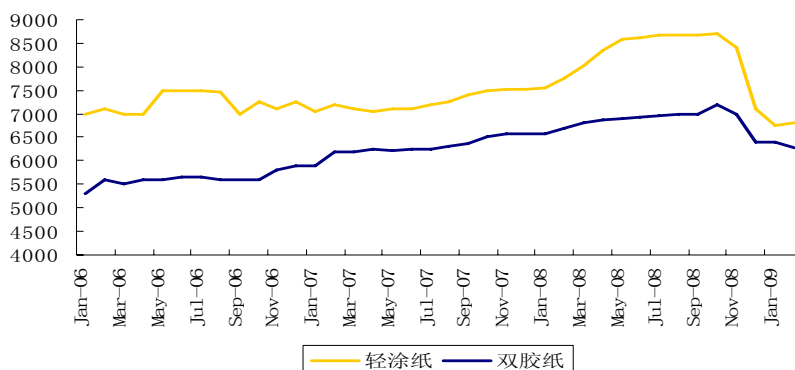
3.1 文化纸业务

公司的文化纸产能为 40 万吨，其产品系列主要包括颜料整饰胶版纸及轻量涂布纸，目前文化纸业务占公司主营业务收入的一半以上，08 年上半年公司的文化纸业务收入为 17.3 亿元，占公司主营业务收入的 57.3%。

颜料整饰胶版纸是高档文化纸中的一种，其档次介于双胶纸与低定量涂布纸之间，该纸种符合目前国际印刷用纸的发展趋势，即不仅使用磨木浆或化机浆，而且定量有所下降并加上微涂整饰。该产品具有平滑度、白度、不透明度高，挺度、松厚度好，印刷适性好，印刷光泽度较高等特性，是双胶纸升级换代产品。主要用于书刊、杂志、商品目录、广告及其他商业印刷的高级彩色印刷用纸。轻涂纸又称为低定量涂布纸，是指一类克重较低的涂布加工纸，这种纸的正反面都涂布了一层薄薄的涂料（由碳酸钙和阳离子淀粉组成），再经过超级压光，以改善其物理性能和印刷适性。该纸种的化学成分中，针叶木长纤维漂白化学浆占 40%，机械木浆占 60%。主要用于印刷杂志、商品目录、广告、商标、报刊插页等方面，也是高档文化纸的一种。

文化纸是目前供需前景最为乐观的纸种，一方面是因为近年新增的产能较少；另一方面，我国文化纸生产厂商以中小企业为主，由于存在技术落后、原料结构不合理的问题，导致污染较严重，大多属于节能减排关闭的对象。在“十一五”期间计划关闭的 650 万吨落后产能中，约有 250 万吨为低档文化纸，约占目前低档文化纸产能的 40%，随着这些产能的退出，将造成中低档文化纸巨大的需求缺口，这些需求缺口很大一部分将转向高档文化纸，因此公司生产的高档文化纸也将间接获益。同时，自 2009 年 5 月 1 日起，我国制浆造纸企业将执行新的污水排放标准，新标准的排放要求与原有标准相比大幅提高，并取消了对非木浆制浆造纸企业宽松的排放政策，届时，又将有一批排放不达标的中小造纸企业面临淘汰，文化纸将继续受益于此，两方面的因素决定了文化纸较为乐观的供需前景。

图 11：近期轻涂纸及双胶纸价格走势



资料来源：国元证券研究中心

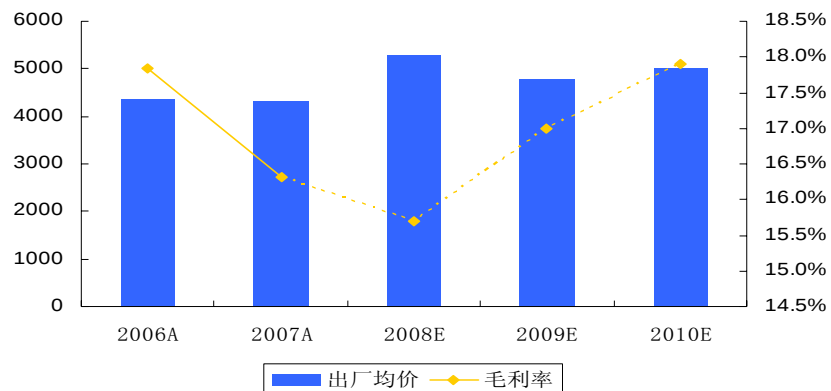
由于公司主要根据市场需求及效应情况灵活调整个别产品的产能，轻涂纸、轻型纸、颜料饰纸具体的产能分配无法预测，我们将其统一作为高档文化纸处理，目前公司的颜料整饰胶版纸价格约 4200 元/吨，轻涂纸价格约 4900 元/吨（不含税），该项业务的收入-成本预测见表 10 所示。

表 10: 文化纸业务收入-成本预测

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
销量	24.9	41	42	42	42
出厂均价	4355	4323	5370	4900	5100
营业收入	108527	177243	225534	205800	214200
营业成本	89170	148322	188602	171226	175858
毛利率	17.83%	16.32%	16.38%	16.80%	17.90%
毛利	19357	28921	36932	34574	38342

资料来源: 公司定报告、国元证券研究中心

图 12: 文化纸业务营业收入预测



资料来源: 公司公告、国元证券研究中心

3.2 包装纸业务

2007 年 7 月, 岳阳纸业以 3.66 亿元收购泰格林纸集团所持有的湘江纸业 100% 股权, 使公司新增 20 万吨包装纸和 15 万吨自制浆产能。公司的包装纸主要包括伸性纸袋纸、精品复合纸、精品牛卡纸、精品牛皮纸等。其中伸性纸袋是公司包装纸类的核心产品, 该产品有 6%~8% 的伸缩比例, 比较符合现代快速罐装水泥的要求, 在运输中也会减少因水泥袋磨损所带来的产品损耗, 其市场前景及经济效益比箱板纸类的包装纸要好。

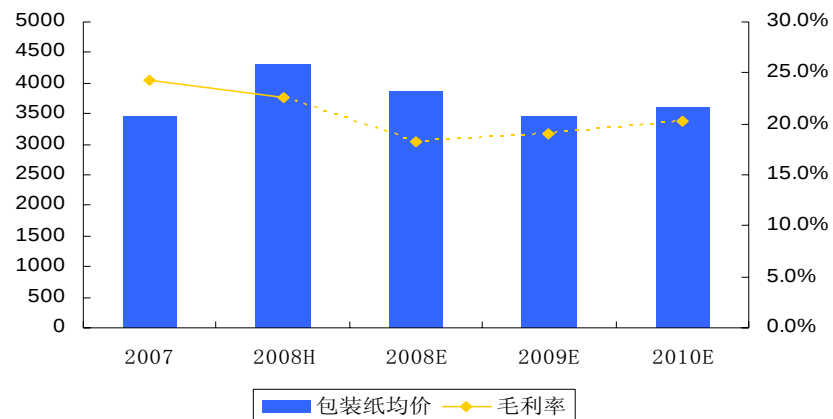
公司的包装纸原材料 80% 采用自制本色木浆, 是公司目前毛利率最高的一个纸种, 07 年该产品的毛利率达到 24.34%, 08 年上半年为 22.51%。公司包装纸业务的收入-成本预测见表 11 所示。

表 11: 包装纸业务收入-成本预测

	2007	2008H	2008	2009E	2010E
销量	20	11	19.5	20	20
出厂均价	3452	4304	4724.7	4300	4500
营业收入	69040	47340	92132.66	86000	90000
营业成本	52234	36683	73939	69642.8	71703
毛利率	24.34%	22.51%	19.75%	19.02%	20.33%
毛利	16806	10657	18193.5	16357.2	18297

资料来源: 公司定报告、国元证券研究中心

图 13: 包装纸业务收入-成本预测



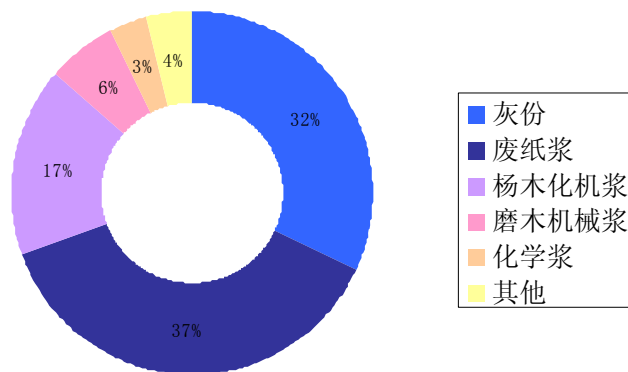
资料来源：国元证券研究中心

3.3 40 万吨机械印刷纸项目

公司的 40 万吨含机械浆印刷纸项目为 2007 年 3 月的非公开增发项目之一，该项目最初方案为新建一条年产 40 万吨含机械浆印刷纸生产线及相关附属设施，项目总投资为 18.83 亿元；公司于 2008 年 1 月发布公告，对原先方案进行了优化，将建设一条 40 万吨的生产线改为两条 20 万吨的生产线，主要产品则新增了环保型复印纸及高档静电复印纸。优化后的方案在丰富产品结构的同时规避了单一产品的市场风险，优化后项目总投资为 25.72 亿元，预计于 2009 年 8 月建成投产。

目前国内生产的高档纸品较少，中低档文化纸占有较大的比例，而高档纸品中超级压光纸、静电复印纸则更少。该项目建成投产后，将主要针对国内出版印刷行业用纸的高档产品市场，公司将凭借高起点的技术和装备生产出达到国际先进水平的产品，以达到逐步替代进口产品的目的。该项目的主要产品超级压光纸可以替代书刊印刷纸以适应印刷行业低定量、多彩、高速胶印化发展需求。同时，复印纸的用量随国民经济的增长而增长，而我国正处于经济高速增长期，办公用纸的需求量仍保持着持续上升的趋势，因此公司的 40 万吨含机械浆印刷纸项目具有良好的市场前景。

图 14: SC 纸成本构成情况



资料来源：国元证券研究中心

压光纸是一种含机械磨木浆、高灰份含量（可添加较高比例的碳酸钙等）的非涂布纸，其质量和价格介于轻涂纸与新闻纸之间，成本比轻涂纸低 20%~30%。公司在压光纸填敷料方面具有领先的技术优势，其灰份的添加量比例可达到 32%，其余为纸质纤维原料，在纸质纤维原料中废纸浆比例约占 55%，杨木化学机械浆约占 25%，硫酸盐化学木浆约

占 5%，磨木机械浆约占 9%。所用木浆公司可全部自给，并且在废纸浆中可使用 70% 的国内废纸，因此公司的该产品具有较低的成本优势。

目前，轻涂纸及新闻纸市场价格分别为 6800 元/吨、4700 元/吨（含税），由于目前我们无法估测公司超级压光纸、静电复印纸及环保复印纸三种产品产能的分配比例，因此只能做初步估算，若按照平均售价高于新闻纸 1000 元/吨计算，公司 40 万吨含机械浆印刷纸项目产品平均售价为 5700 元/吨（含税），裸价为 4870 元/吨。该项目将于今年 8 月份建成投产，我们假设该生产线今年的产能为设计产能的 20%，10 年的产能达到设计产能的 80%，该项业务的收入-成本预测见表 12 所示。

表 12：40 万吨文化纸业务收入-成本预测

	2009E	2010E
销量（万吨）	8	32
价格（元/吨）	4870	4900
营业收入（万元）	38960	156800
营业成本（万元）	31168	124656
毛利率	20.0%	20.5%
销售利润（万元）	7792	32144
期间费用率	13.20%	13.20%
税前利润（万元）	2649	11446
所得税率	25%	25%
净利润（万元）	1987	8585
增厚每股收益（元）	0.03	0.13

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

第 4 部分 盈利预测

我们预计，09、10 年公司归属母公司所有者净利润分别为 1.39、2.67 亿元，对应的每股收益分别为 0.21、0.41 元。公司各项业务的收入-成本预测见表 13 所示，盈利预测见表 14 所示。

盈利预测假设及相关说明：

1. 文化纸是目前给类纸品中供需前景最为乐观的一个纸种，一方面是因为近年新增的产能较少；另一方面是淘汰落后产能获益最大的纸种，并且自 2009 年 5 月 1 日起，我国制浆造纸企业将执行新的污水排放标准，届时又将有一批排放不达标的中小造纸企业面临淘汰，文化纸将继续受益于此，因此我们预计公司的文化纸销量将保持稳定，销售均价将保持一个稳步回升的趋势。
2. 由于公司的林木目前正处于快速成长期，在成熟前我们认为公司砍伐的动力不大，因此我们假设公司 09、10 年砍伐的木材将在 08 年基础上保持稳定，而木材价格我们假设将是一个稳步回升的趋势。
3. 公司的 40 万吨含机械浆印刷纸项目将于今年 8 月份建成投产，我们假设该生产线今年的产能为设计产能的 20%，10 年的产能达到设计产能的 80%。
4. 假设公司的营业费用及管理费用率保持稳定，而财务费用率略有下降。
5. 公司的所得税率按 25% 计算。

表 13: 盈利预测有关假设

产品	项目	08A	09E	10E
文化纸	销量	42	42	42
	出厂均价	5370	4900	5100
	营业收入	221480	248000	213500
	营业成本	225534	205800	214200
	毛利率	16.38%	16.80%	17.90%
包装纸	销量	19.5	20	20
	出厂均价	4725	4300	4500
	营业收入	92133	86000	90000
	营业成本	73939	69642.8	71703
	毛利率	19.75%	19.02%	20.33%
木材	销量	26.5	25	30
	出厂均价	527	530	550
	营业收入	13968	13250	16500
	营业成本	4727	4505	6056
	净利率	33.84%	34.00%	36.70%
40 万吨新项目	销量		8	32
	出厂均价		4870	4900
	营业收入		38960	156800
	营业成本		31168	124656
	毛利率		20.00%	20.50%

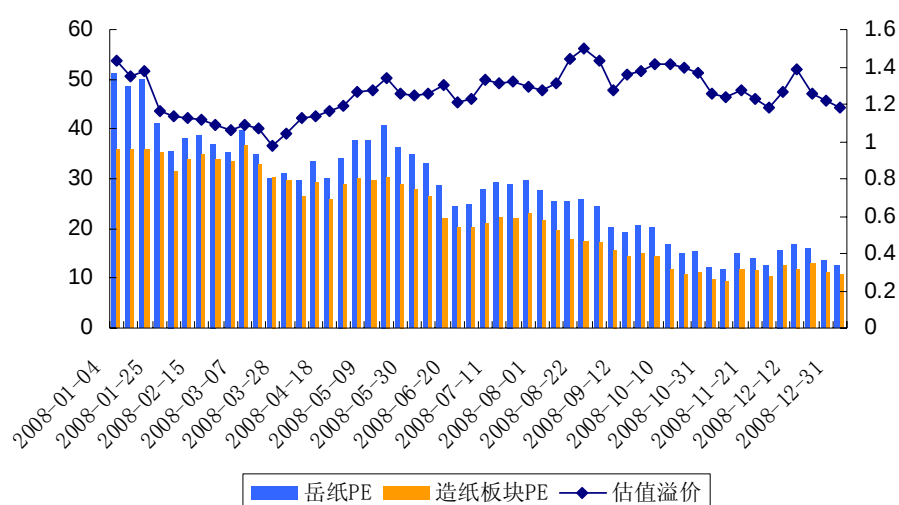
资料来源: 公司定期报告、国元证券投资研究中心

第 5 部分 估值与投资建议

分析公司及整个造纸板块的历史估值水平可以看出，公司作为我国最早实施林纸一体化战略的造纸上市公司，在估值上一直享受着较高的估值溢价，在 2008 年 10 月份公司估值水平曾达到行业估值的 3.9 倍，随后一直稳定在 1.2~1.5 倍的区间。由于林纸一体化是造纸行业发展的必然趋势，公司是实施林纸一体化战略的领先者，并且即将进入林纸一体化战略的收获期，公司估值享有一定的溢价是合理的。

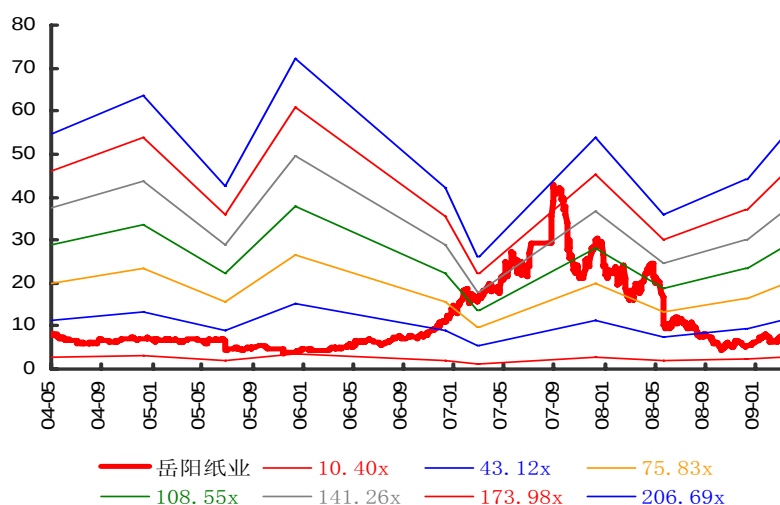
随着公司 40 万吨印刷纸项目的投产及自有林地的成熟，2010 年公司业绩有望实现大幅增长，我们维持对公司“谨慎推荐”的投资评级，若按 2010 年每股收益 0.41 元、25 倍 PE 计算，目标价为 10.3 元。

图 15：岳阳纸业及造纸板块历史估值水平



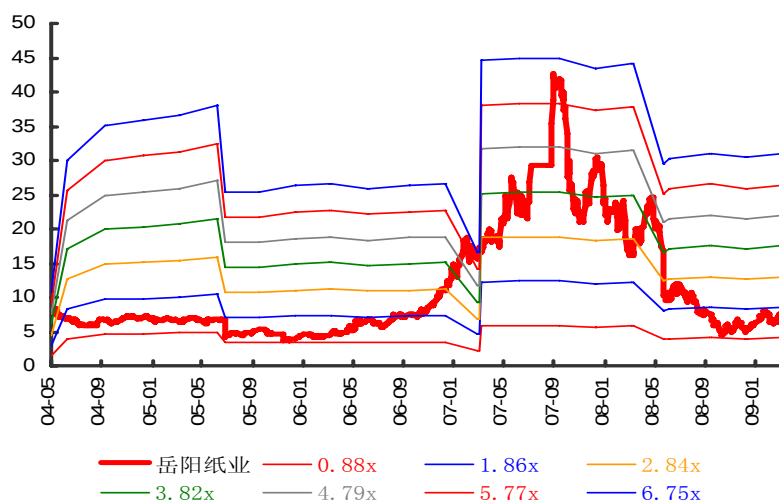
资料来源：WIND, 国元证券研究中心

图 16：岳阳纸业历史 PE-Bands



资料来源：WIND, 国元证券研究中心

图 17: 岳阳纸业历史 PB-Bands



资料来源: WIND, 国元证券研究中心

表 14: 利润表 (单位: 百万元)

会计年度	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	2965	3272	3440	4775
营业总成本	2817	3112	3254	4419
营业成本	2427	2635	2800	3827
营业税金及附加	15	19	20	27
营业费用	120	131	136	189
管理费用	143	149	155	217
财务费用	115	153	143	159
资产减值损失	-4	24	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	148	161	186	356
营业外收入	8	2	0	0
营业外支出	5	8	0	0
利润总额	152	155	186	356
所得税	39	15	47	89
净利润	113	140	139	267
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	113	140	139	267
每股收益 (元)	0.29	0.21	0.21	0.41

资料来源: 公司定期报告、国元证券投资研究中心

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