

2009-06-03

纸制品

岳阳纸业 600963.SH

浆/纸趋势性上涨，提升公司估值

◇ 事件： 成品纸和纸浆价格出现上涨趋势，纸张市场活跃度提高

◆ 重新以资源视角审视岳纸，调升评级至买入

以原油为代表的大宗商品价格上涨，美元走弱及存在的通胀预期正越来越强烈地让纸张市场的涨价具备持续性，迫使我们不得不重新以资源视角审视岳阳纸业。我们目前对公司 2009-2011 年盈利预测分别为 0.19/0.34/0.42 元，对应 09/10 年 PE 分别为 43/24 倍，我们认为资源价值重估将显著提升公司估值水平，按照 2010 年 30 倍市盈率计算目标价为 10.2 元，调升评级至买入。

◆ 纸浆价格与油价高度相关

纸张成品和纸浆与原油具有非常强的联动性，上一轮的纸张/浆市场牛市从 02 年初开始，至 08 年 8 月结束，与石油周期完全重合。根据我们的测算，当石油价格上涨 10% 时，纸浆价格相应上涨 1.6%。此次原油从最低点 36 美元反弹至今反弹幅度已近一倍，纸浆价格的反应迟于原油价格，但我们也已经观察到纸浆价格已经开始上涨，FOEX 针叶浆指数从 4 月最低点的 577 美元已上升至 5 月底的 589 美元，而国内部分品种的成品纸和纸浆的价格反弹幅度已经超过了 10%。我们预期在通胀预期的带动下，纸浆和成品纸将逐步走出牛市格局。

◆ 制造型造纸公司与资源型造纸公司

在同时来自于需求和成本两端推动的通胀预期下，我们认为制造型造纸公司反应偏中性，资源型造纸公司则是明显的利好。拥有林/浆等资源的造纸公司将被迫接受价值重估，这与近期其他资源型板块如煤炭/有色的价值重估逻辑并无二致。我们认为作为林浆纸一体化的龙头公司，岳阳纸业是造纸板块中唯一有能力做到从林到浆到纸完全自供的公司。目前公司拥有林地 101 万亩，木材储量 800 万方，已经有少部分林地进入轮伐期，预计 2011 年之后采伐量将大幅度增加，预计每年贡献利润 0.6-1.1 亿元之间。

公司整体受益于通胀预期，在大宗商品出现整体上涨时，岳纸将完成从制造型公司到资源型公司的角色转变，资产重估不仅是可能，而且是必要。也就是说，通胀主题下，岳阳纸业并不适用造纸公司的估值体系，它更像是一个隐性的石油矿藏股——树/浆/纸本身就是石油化工的结晶，而树下的林地则更是不折不扣的抗通胀资产。

业绩预测和估值指标

指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	2,965	3,272	3,037	4,309	5,086
营业收入增长率	26.83%	10.36%	-7.18%	41.86%	18.03%
净利润（百万元）	113	140	124	223	272
净利润增长率	42.31%	23.58%	-11.18%	79.96%	21.72%
EPS（元）	0.26	0.21	0.19	0.34	0.42
ROE	4.03%	4.76%	4.07%	6.84%	7.81%
P/E	29	35	39	22	18
P/B	1	2	2	1	1
EV/EBITDA	19	24	11	9	8

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

调升

买入

当前价格	8.02 元
目标价格	10.20 元
目标期限	3 个月

分析师：

程杲

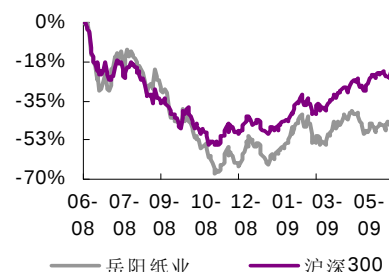
021-22169172

chenggao@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)	652
总市值(百万元)	4,846
流通比例(%)	77.64%
12 个月最高/最低(元)	21.30/4.38
近 3 月日均成交量(百万股)	23.96
主要股东	湖南泰格林 纸集团有限 责任公司

股价表现(12 个月)



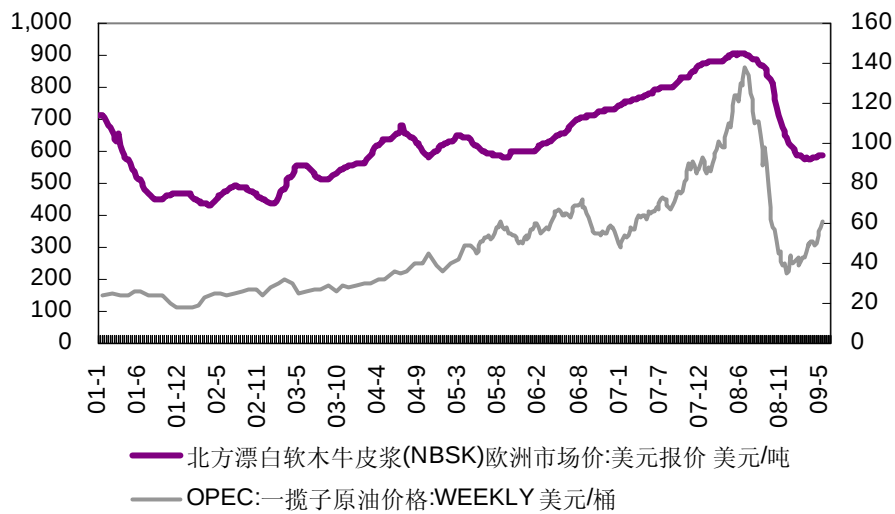
%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	7.67	-4.24	-19.28
绝对收益	16.90	28.12	-40.26

相关报告：

业绩符合预期，维持中性评级

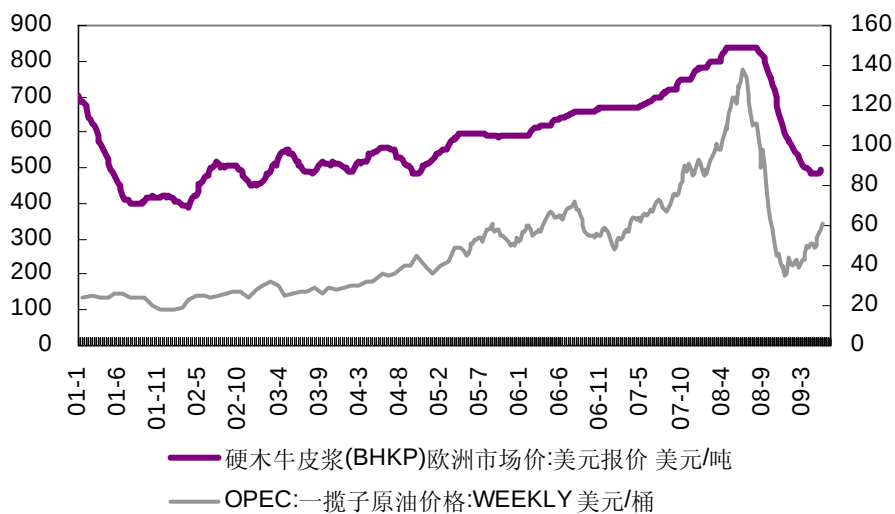
..... 2009-03-27

图表 1 NBSK 与石油价格周期比较图



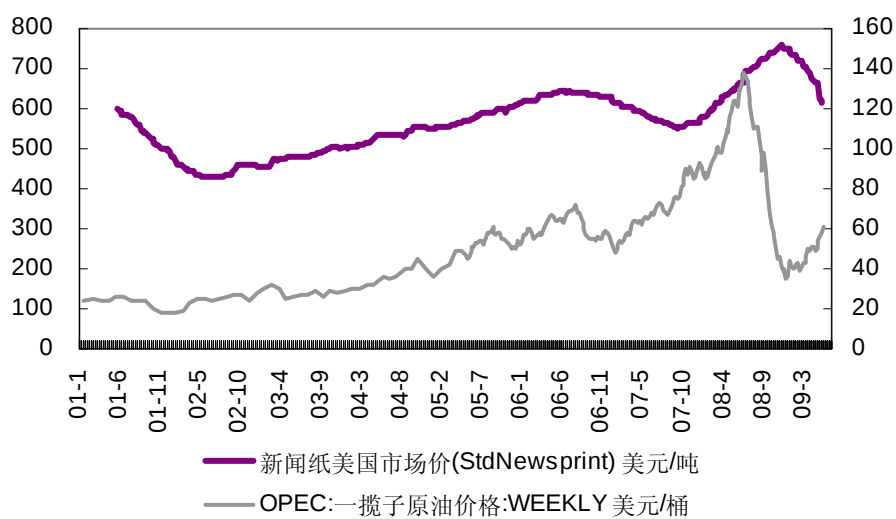
资料来源：光大证券研究所

图表 2 BHKP 与石油价格周期比较图



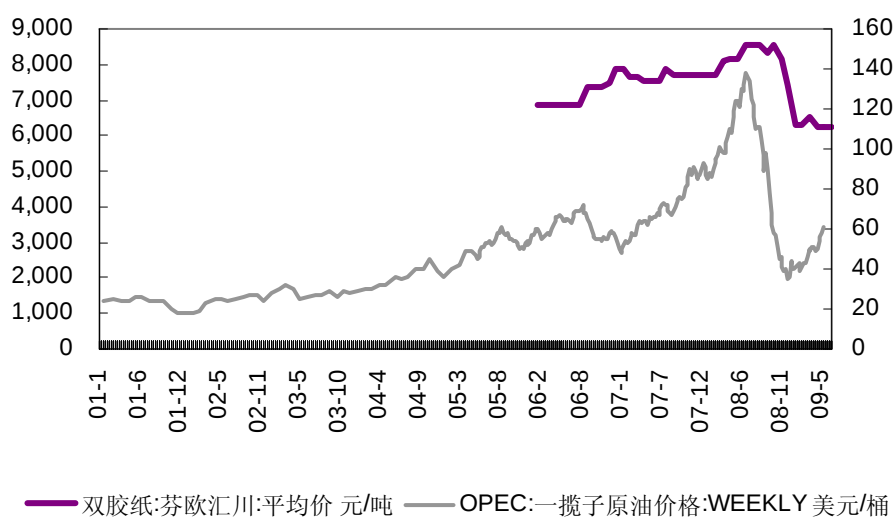
资料来源：光大证券研究所

图表 3 新闻纸与石油价格周期比较图



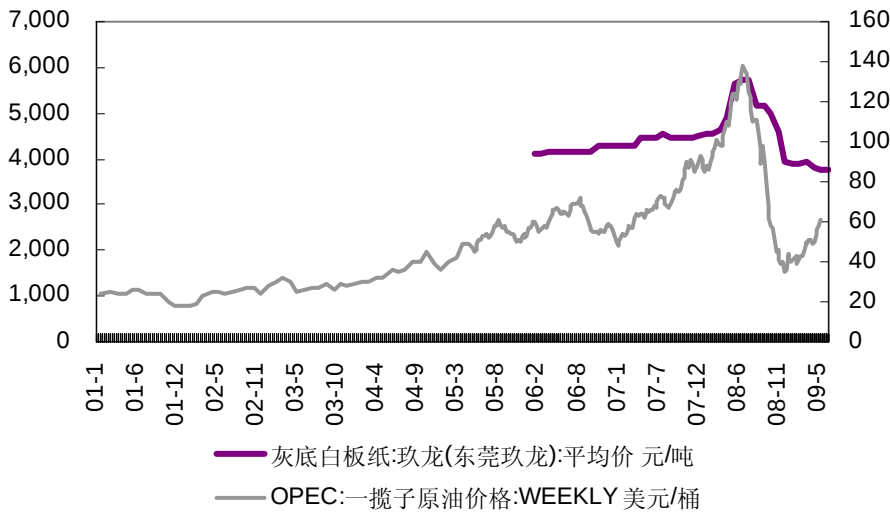
资料来源：光大证券研究所

图表 4 双胶纸（国内）与石油价格周期比较图



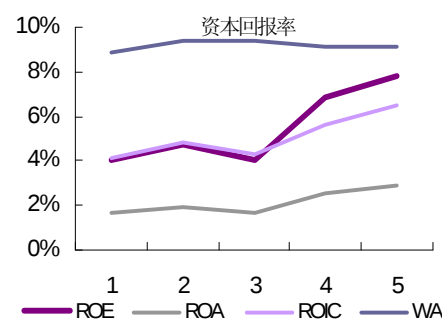
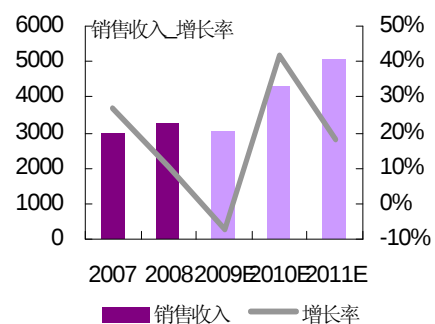
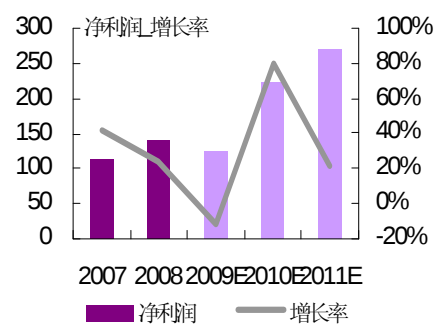
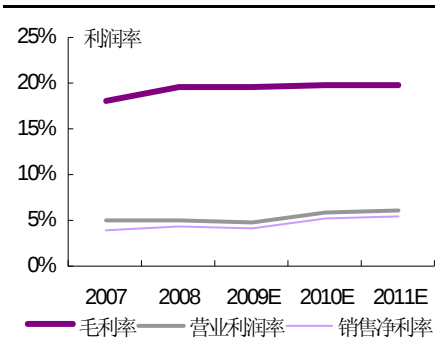
资料来源：光大证券研究所

图表 5 白板纸（国内）与石油价格周期比较图



资料来源：光大证券研究所

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,965	3,272	3,037	4,309	5,086
营业成本	2,427	2,635	2,443	3,457	4,076
EBITDA	267	308	662	836	942
折旧和摊销	346	379	397	411	423
销售费用	120	131	122	173	204
管理费用	143	149	139	197	232
财务费用	115	153	174	201	232
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	1	1
营业利润	148	161	143	257	312
利润总额	113	140	143	257	312
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	112.99	139.63	124.02	223.19	271.67

资产负债表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
总资产	6,781	7,397	7,446	8,764	9,360
流动资产	3,445	3,647	3,161	4,457	5,249
货币资金	1,150	591	548	778	918
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	290	317	294	417	492
应收票据	254	117	109	155	182
其他应收款	46	44	44	44	44
存货	1,488	1,955	1,588	2,247	2,650
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	1	1	2
固定资产	3,118	3,021	3,546	3,636	3,527
无形资产	134	132	125	118	112
总负债	3,979	4,464	4,395	5,501	5,878
无息负债	990	1,225	1,219	1,672	2,035
有息负债	2,989	3,239	3,176	3,829	3,843
股东权益	2,803	2,934	3,051	3,264	3,481
股本	435	652	652	652	652
公积金	2,142	1,987	2,020	2,061	2,109
未分配利润	235	313	412	591	767
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	101	525	1,101	188	611
净利润	113	140	124	223	272
折旧摊销	346	379	397	411	423
净营运资金增加	1,439	-214	213	470	1,025
其他	-1,797	220	366	-916	-1,108
投资活动产生现金流	-752	-1,137	-900	-400	-200
净资本支出	475	1,530	680	340	340
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-1,227	-2,668	-1,580	-740	-540
融资活动现金流	-	-	-	-	-
股本变化	165	217	0	0	0
债务净变化	-58	250	-63	653	15
其它长期负债变化	-119	235	-6	453	363
净现金流	875	-557	-42	230	140

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
成长性 (%YoY)					
收入增长率	26.83%	10.36%	-7.18%	41.86%	18.03%
净利润增长率	42.31%	23.58%	-11.18%	79.96%	21.72%
EBITDA 增长率	34.08%	15.40%	114.90%	26.25%	12.58%
EBIT 增长率	34.60%	15.40%	2.79%	44.41%	18.93%
EPS 增长率	-11.70%	-17.61%	-11.18%	79.96%	21.72%
估值指标					
PE	29	35	39	22	18
PB	1	2	2	1	1
EV/EBITDA	19	24	11	9	8
EV/EBIT	19	24	23	17	14
EV/NAPLAT	20	25	27	20	16
EV/Sales	2	2	2	2	2
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	26.56%	19.49%	19.57%	19.77%	19.85%
EBITDA 率	9.01%	9.42%	21.81%	19.41%	18.51%
EBIT 率	9.01%	9.42%	10.43%	10.62%	10.70%
税前净利润率	5.11%	4.73%	4.70%	5.96%	6.14%
税后净利润率	3.81%	4.27%	4.08%	5.18%	5.34%
ROA	1.67%	1.89%	1.67%	2.55%	2.90%
ROE	4.03%	4.76%	4.07%	6.84%	7.81%
ROIC	5.54%	5.38%	4.94%	6.41%	7.51%
偿债能力					
净负债 / 权益	0.66	0.87	0.83	0.90	0.81
资产负债率	58.67%	60.34%	59.02%	62.76%	62.81%
流动比率	1.34	1.22	1.38	1.43	1.57
速动比率	0.76	0.57	0.69	0.71	0.78
每股指标					
EPS	0.26	0.21	0.19	0.34	0.42
每股红利	0.00	0.00	0.01	0.02	0.08
每股经营现金流	-	0.80	1.69	0.29	0.94
每股净资产	6.45	4.50	4.68	5.00	5.34
每股销售收入	6.82	5.02	4.66	6.61	7.80
每股 EBITDA	0.61	0.47	1.02	1.28	1.44

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

程杲，程杲，复旦大学经济学硕士，2007年11月加入光大证券研究所，从事造纸行业研究。

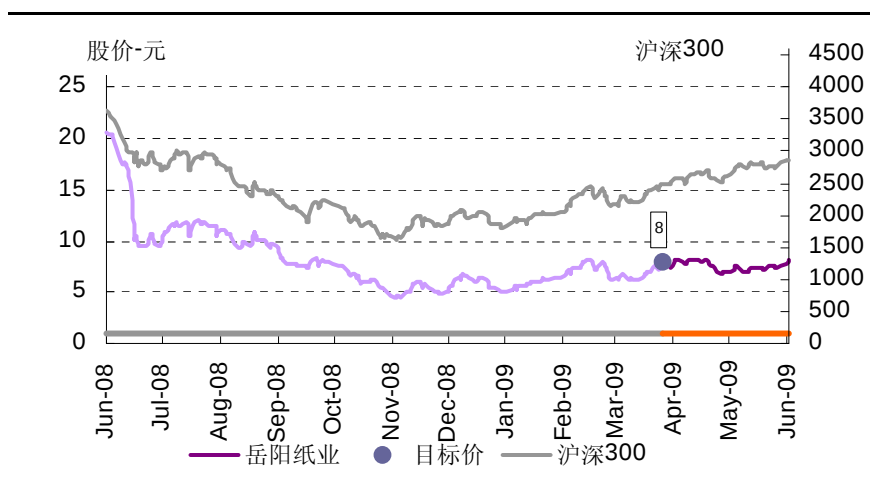
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

岳阳纸业（600963）

分析师：程杲



日期	股价	目标	评级
2009-03-27	7.43	8.00	中性

买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
上海				
	李松	021-22169999-9090	15821882803	lisong@ebsecn.com
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebsecn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
深圳				
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebsecn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。