

王旭东 021-68407681
wangxd@cmschina.com.cn
濮冬燕 021-68407301
pudy@cmschina.com.cn

2009年8月11日

岳阳纸业(600963.SH)/9.26 元

40 万吨印刷纸即将投产

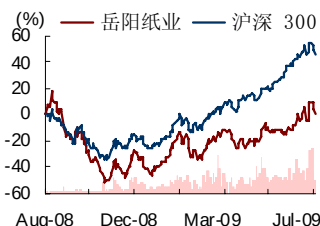
投资评级: 审慎推荐-A
评级调整: -
目标估值: -

基础数据

总股本(万股) 65220
流通股本(万股) 50639
总市值(亿元) 60
流通市值(亿元) 47
52周股价 4.5-10.8 元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	15	35	-13
相对表现	9	-24	-43



相关报告

09年7月29-30日首次实地调研了岳阳纸业,与泰格林纸集团及股份公司的相关人员进行了交流,以下为首次覆盖该公司的调研简报。

- IPO前拥有新闻纸及胶版纸生产能力15.13万吨及年制浆能力12.1万吨(原料为荻苇、松林、杨木)。
- 于04年4月IPO后,投向为12万吨胶版纸产能,并于洞庭湖地区建设4万公顷(60亩)原料林基地(一期)。
- 07年增发,投向为40万吨含机械浆印刷纸产能,并收购集团气质茂源公司股权(茂源公司拥有林地101万亩)。
- 07年9月用自有资金收购泰格林纸集团所持永州湘江纸业(15万吨包装纸,现20万吨)有限责任公司100%股权和一条1760MM造纸生产线(10万吨)。
- 08年4月,公司提出配股方案,计划收购泰格林纸集团持有的骏泰公司100%股权,该公司至调研时仍在实施年产40万吨漂白硫酸盐木浆及14万公顷原料林基地配套项目(该项目业内简称“怀化项目”,原计划投入资金量为43.5亿元)。后因各种原因,该配股方案至今仍未实施。
- 关于07年增发收购的40万吨项目,了解到项目已优化为40万吨以废纸为原料的含机械浆印刷纸,新增配套废纸脱墨浆生产线,且增加了4亿元环保投资。优化后项目计划分别于09年8月18日和09年10月18日各投产20万吨。

(1) 09年8月18日投产线为纯废纸生产线,产品目标市场为欧洲,因为欧洲鼓励再生造纸,对达到相应环保和质量标准的有价格及使用量的倾斜,如果售价至5500元/吨(目前为5100元/吨),预计吨纸毛利将可至1000元。

(2) 09年10月18日投产的印刷线为废纸、阔叶浆混合线,主要针对国内复印市场,预计吨纸毛利在700-800元。

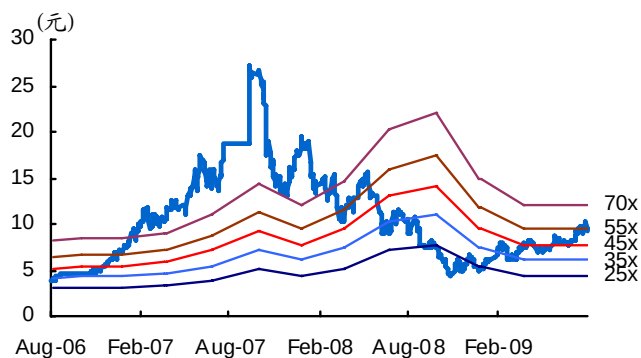
- 关于怀化项目,仍未有明朗信息。根据一些公开信息判断,可能项目林地规模有“瘦身”,40万吨浆(其中60%为针叶浆)所需木片来源分为当地林、湘西南、贵州、广西、缅甸等地。项目配套林则缩减为80万亩左右。
- 关于媒体关注的泰格林纸集团层面的重组问题,由于在进行中,公司及集团人员不便透露,结合媒体等公开信息,我们判断,央企对接可能是政府的一个重组思路,重组后,泰格林纸集团将是新入主公司的林纸运作平台。
- 此次调研也了解了一些怀化项目在部分技术方面的优势。

(1) 热电厂将黑液、污水处理后的残泥、木片制作产生的树皮及其它废物燃烧,能100%满足自需且有一定富余,自备电厂上网外售可提高公司盈利能力。

(2) 生产过程中采用二氧化氯而非次氯酸盐,可以解决二噁英等环保问题。

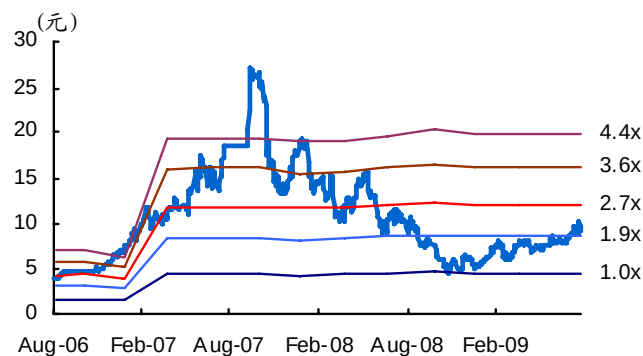
- 根据公司发展历史，目前公司拥有 63 万吨机制纸产能（其中轻涂纸 15 万吨，颜料整饰纸 18 万吨，包装纸 20 万吨，淋膜原纸等其它纸 10 万吨），105 万亩（以松树和杨树为主）林地，浆自给率达 100%（其中阔叶浆产能 45 万吨）。不考虑怀化项目，预计至 09 年底，公司的机制纸总产能将达到 100 万吨。
- 根据目前纸、浆价同步温和上涨的趋势，初步判断公司 09、10 年业绩分别为 0.15 元、0.30 元，考虑到浆及林产品的涨价预期，当前股价存在交易性机会。风险因素：公司怀化项目的不确定性。

图 1：岳阳纸业历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2：岳阳纸业历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

分析师简介

王旭东，毕业于西安交通大学和东南大学电子工程系（硕士），七年证券从业经验，现为招商证券造纸、水务分析师。2007 年“21 世纪金牌分析师”公用事业第二名，2008 年“今日投资”公用事业最佳行业分析师，2008 年新财富公用事业第四名（团队）。

濮冬燕，经济学学士，06 年进入招商证券，现任造纸印刷、公用事业行业研究助理。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。