

审慎推荐-A (维持)**岳阳纸业 600963.SH**

目标估值: NA 元

当前股价: 9.43 元

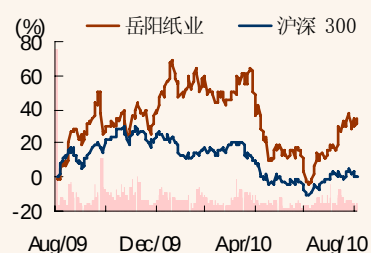
2010 年 8 月 30 日

盈利恢复性增长、拟配股项目待落实**基础数据**

上证综指	2611
总股本(万股)	65220
已上市流通股(万股)	52662
总市值(亿元)	62
流通市值(亿元)	50
每股净资产(MRQ)	4.7
ROE(TTM)	4.5
资产负债率	69.8%
主要股东	湖南泰格林纸集团
主要股东持股比例	22.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	17	-12	17
相对表现	17	1	24

**相关报告**

- 1、《岳阳纸业(600963)-林、浆、纸产能扩张中》2010/03/02
- 2、《岳阳纸业(600963)-40 万吨印刷纸即将投产》2009/08/11
- 3、《岳阳纸业(600963)-林、浆景气及集团重组提升估值》2010/01/19
- 4、《岳阳纸业(600963)-林、浆产能扩张提升公司估值》2010/2/4

王旭东

021-68407681
 wangxd@cmschina.com.cn
 S1090203100044

濮冬燕

pudy@cmschina.com.cn
 S1090209030275

公司为纸业中林浆纸一体化龙头, 现有及规划建设的林业面积达 400 多万亩, 10 年 PE、PB 分别为 30 倍、1.6 倍。考虑重组及配股等偏正面因素, 给予“审慎推荐-A”的投资评级。

- **10 年上半年归属母公司净利润同比增长 113.8%, 符合预期。**公司 10 年上半年实现销售收入 21.78 亿元, 营业利润 0.79 亿元, 归属母公司净利润 0.84 亿元, 同比分别增长 46.5%、344.1%、113.8%。每股收益为 0.13 元。
- **报告期内颜料整饰纸业绩提高较为明显。**上半年随着造纸行业景气的持续回升, 公司产品价格与销量同步回升, 颜料整饰纸毛利率提高较为明显。颜料整饰纸上半年毛利率为 23.0% (09:16.6%)、包装纸 18.2% (09:21.8%)、轻涂纸 16.7% (09:17.6%)、淋膜原纸 15.4%(09:14.6%)
- **配股申请获证监会审核通过。**公司拟配股募集资金向泰格林纸集团购买湖南骏泰浆纸 100% 的股权。2010 年 7 月 14 日, 配股申请获证监会审核通过。怀化浆项目, 以吨浆 250 元/吨净利计算, 可带来 1.4 亿元新增利润 (考虑 4000 万元外售电利润)。
- **预估每股收益 10 年 0.31 元 (备考)、0.35 元。**同比分别增长 183% 和 12%; 上述预测以拟实施的 10 股配 3 股为备考依据。
- **给予“审慎推荐-A”的投资评级:** 公司为纸业中林浆纸一体化龙头, 现有及规划建设的林业面积达 400 多万亩, 10 年(备考)PE、PB 分别为 30 倍、1.6 倍。考虑重组及配股等偏正面因素, 给予“审慎推荐-A”的投资评级。
- **股价刺激因素:** (1) 重组题材效应; (2) 浆价上涨; (3) 公司拥有较大的林业资产且仍在扩张之中。
- **风险提示:** 1、相当业绩条件下, 相对行业平均估值高 60% 左右; 2、集团重组存在不确定性; 3、浆价、纸价存在不确定性; 4、40 万吨高档印刷纸项目尤其是其中 20 万吨纯废纸印刷纸项目销售情况有待进一步观察。

财务数据与估值

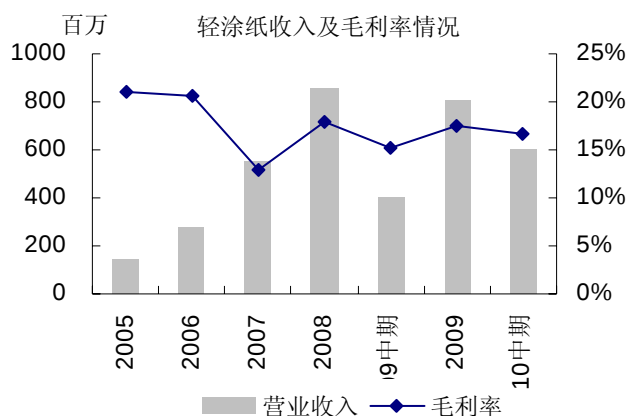
会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	3272	3039	5082	5292	5953
同比增长	10%	-7.1%	67%	4%	12%
营业利润(百万元)	158	81.31	313	352	398
同比增长	7%	-48.6%	284%	12%	13%
净利润(百万元)	13	94	266	298	336
同比增长	18%	-29.4%	183%	12%	13%
每股收益(元)	0.20	0.14	0.31	0.35	0.40
PE	46.2	65.5	30.1	26.8	23.8
PB	2.1	2.0	1.6	1.5	1.5

资料来源: 招商证券

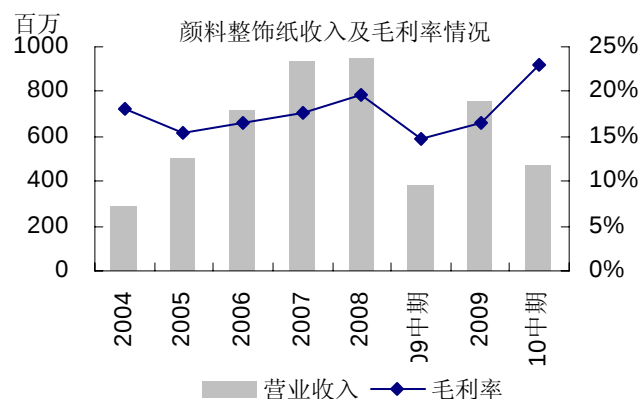
表1: 配股方案注入项目情况

报告期: 2009-12-31	总资产	净资产	资产负债率
湖南骏泰浆纸有限责任公司	49.16	6.72	86.32%
	总投资 (亿元)	固定资产投资	铺底流动资金
其中: 怀化项目	43.5	42.8	0.69
40 万吨漂白硫酸盐木浆	31.7	31.0	0.64
14 万公顷原料林基地	11.8	11.7	0.04

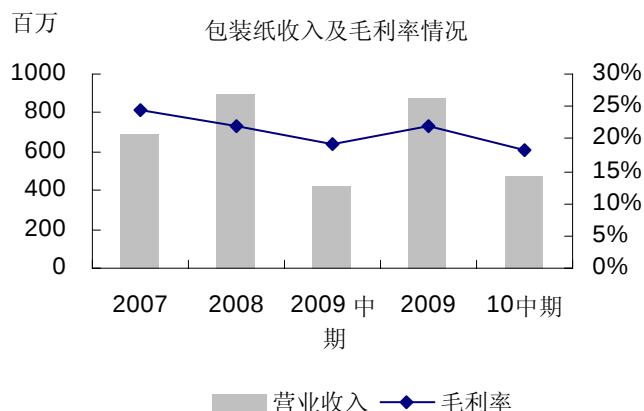
资料来源: 公司公告

图 1: 轻涂纸收入及毛利率情况


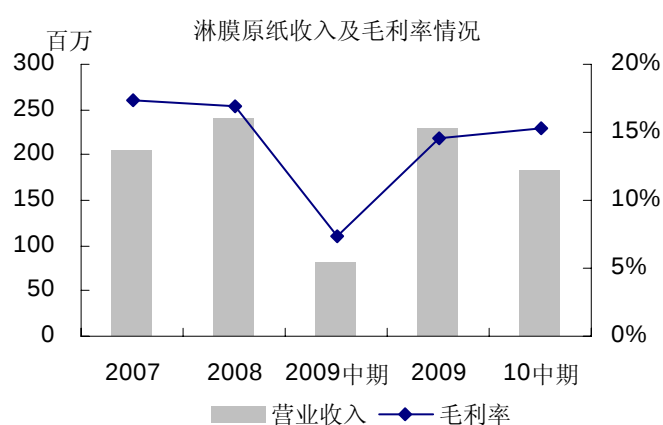
数据来源: 招商证券

图 2: 颜料整饰纸收入及毛利率情况


数据来源: 招商证券

图 3: 包装纸收入及毛利率情况


数据来源: 招商证券

图 4: 淋膜原纸收入及毛利率情况


数据来源: 招商证券

表 2: 盈利预测简表 (配股完成备考)

单位: 百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3272	3039	5082	5292	5953
营业成本	2635	2466	4007	4169	4718
营业税金及附加	19	6	9	9	10
营业费用	131	134	215	224	252
管理费用	152	217	304	316	356
财务费用	153	147	234	223	220
资产减值损失	24	(14)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	158	81	313	352	398
营业外收入	2	26	12	12	12
营业外支出	8	1	0	0	0
利润总额	152	106	324	363	410
所得税	19	12	58	65	74
净利润	133	94	266	298	336
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	133	94	266	298	336
EPS (元)	0.20	0.14	0.31	0.35	0.40

资料来源: 招商证券

表 3: 各季度业绩回顾

(百万元)	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
营业收入	601	886	872	698	794	1383
营业毛利	93	149	155	176	154	265
营业费用	31	33	38	32	32	60
管理费用	34	52	51	80	47	84
财务费用	38	35	31	43	33	67
投资收益	0	0	0	0	0	0
营业利润	-12	30	34	29	33	46
归属母公司净利润	13	26	28	26	34	50
EPS (元)	0.02	0.03	0.03	0.03	0.04	0.06
主要比率						
毛利率	15%	17%	18%	25%	19%	19%
营业费用率	85%	83%	82%	75%	81%	81%
管理费用率	6%	6%	6%	11%	6%	6%
营业利润率	-2%	3%	4%	4%	4%	3%
有效税率	19%	17%	19%	-12%	14%	2%
净利率	1%	1%	1%	0%	1%	0%
YoY						
收入	-25%	-8%	5%	3%	32%	56%
归属母公司净利润	-67%	-69%	-59%	-	-	-

资料来源: 招商证券

表 4: 公司主营业务预测表 (配股完成备考)

单位: 百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入合计	3272	3039	5082	5292	5953
包装纸	895	879	896	919	931
轻涂纸	855	810	1150	1328	1972
颜料整饰纸	944	759	931	938	942
淋膜原纸	240	230	425	426	427
林	0	0	58	58	58
浆	0	0	1000	1000	1000
其他	337	361	623	623	623
合计收入增长率	10%	-7%	67%	4%	12%
包装纸	30%	-2%	2%	3%	1%
轻涂纸	55%	-5%	42%	16%	48%
颜料整饰纸	1%	-20%	23%	1%	0%
淋膜原纸	18%	-4%	85%	0%	0%
林			!	0%	0%
浆				0%	0%
其他	-42%	7%	72%	0%	0%
合计毛利率	19%	19%	21%	21%	21%
包装纸	22%	22%	18%	18%	18%
轻涂纸	18%	18%	17%	17%	17%
颜料整饰纸	20%	17%	23%	24%	24%
淋膜原纸	17%	15%	16%	16%	16%
林	0%	0%	25%	25%	25%
浆	0%	0%	30%	30%	30%
其他	18%	22%	21%	21%	21%

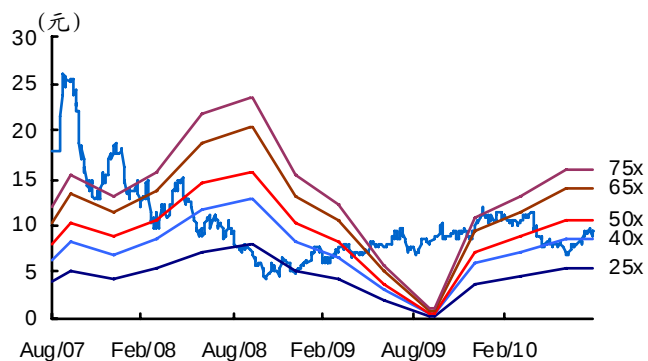
资料来源: 招商证券

表 5: 估值对比表

公司	代码	EPS			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿元)
		09	0E	11E	09	0E	11E			
岳阳纸业	600963	0.14	0.31	0.35	65	30	27	2.0	3.8	61
太阳纸业	002078	0.48	0.64	0.74	23	17	15	3.5	20.8	112
博汇纸业	600966	0.38	0.47	2.47	20	15	12	1.4	7.7	41
美盈森	002303	0.74	0.91	1.40	51	42	27	4.4	8.7	68
安妮股份	002235	0.23	0.55	0.70	52	22	17	5.0	4.1	23
合兴包装	002228	0.31	0.41	0.59	57	43	30	3.5	9.1	38
晨鸣纸业	000488	0.41	0.55	0.64	19	14	12	1.2	8.1	155
华泰股份	600308	1.69	0.67	0.80	6	16	13	1.1	17.2	68
美利纸业	000815	0.03	0.08	0.12				2.1	1.7	20
景兴纸业	002067	0.08	0.25	0.30		28	23	1.5	4.6	27
平均					33	25	19	2.6	9.1	61

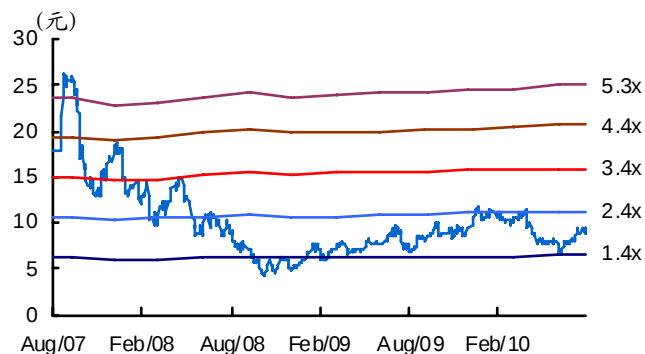
资料来源: 招商证券

图 5: 岳阳纸业历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 6: 岳阳纸业历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

参考报告:

- 1、《岳阳纸业(600963)-林、浆、纸产能扩张中》 2010/03/02
- 2、《岳阳纸业(600963)-40 万吨印刷纸即将投产》 2009/08/11
- 3、《岳阳纸业(600963)-林、浆景气及集团重组提升估值》 2010/01/19
- 4、《岳阳纸业(600963)-林、浆产能扩张提升公司估值》 2010/2/4

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3647	3821	7668	8192	9224
现金	591	578	2528	2843	3179
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	117	376	628	654	736
应收款项	317	301	464	483	543
其它应收款	45	39	65	68	76
存货	1955	2133	3464	3604	4078
其他	622	394	519	540	612
非流动资产	3751	6173	5942	5762	5458
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	3021	3101	5804	5635	5342
无形资产	132	129	116	104	94
其他	598	2944	22	22	22
资产总计	7397	9994	13610	13954	14682
流动负债	2991	4430	5957	6121	6682
短期借款	1858	1776	1800	1800	1800
应付账款	583	959	1559	1622	1836
预收账款	61	107	174	181	204
其他	489	1588	2424	2518	2841
长期负债	1482	2552	2499	2499	2499
长期借款	1281	2362	2362	2362	2362
其他	201	190	137	137	137
负债合计	4473	6982	8456	8620	9181
股本	652	652	848	848	848
资本公积金	1844	1844	3605	3605	3605
留存收益	429	515	702	881	1048
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	2925	3012	5154	5333	5501
负债及权益合计	7398	9994	13610	13954	14682

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	525	39	613	898	823
净利润			266	298	336
折旧摊销			331	420	402
财务费用			234	223	220
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(216)	(45)	(142)
其它			(2)	2	7
投资活动现金流	(1137)	(1974)	(88)	(240)	(100)
资本支出			(100)	(240)	(100)
其他投资			12	0	0
筹资活动现金流	55	1922	1424	(342)	(388)
借款变动			(166)	0	0
普通股增加			196	0	0
资本公积增加			1761	0	0
股利分配			(80)	(119)	(168)
其他			(287)	(223)	(220)
现金净增加额	(557)	(13)	1950	316	335

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3272	3039	5082	5292	5953
营业成本	2635	2466	4007	4169	4718
营业税金及附加	19	6	9	9	10
营业费用	131	134	215	224	252
管理费用	152	217	304	316	356
财务费用	153	147	234	223	220
资产减值损失	24	(14)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	158	81	313	352	398
营业外收入	2	26	12	12	12
营业外支出	8	1	0	0	0
利润总额	152	106	324	363	410
所得税	19	12	58	65	74
净利润	133	94	266	298	336
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	133	94	266	298	336
EPS (元)	0.20	0.14	0.31	0.35	0.40

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	10%	-7%	67%	4%	12%
营业利润	7%	-49%	284%	12%	13%
净利润	18%	-29%	183%	12%	13%
获利能力					
毛利率	19.5%	18.8%	21.1%	21.2%	20.7%
净利率	4.1%	3.1%	5.2%	5.6%	5.6%
ROE	4.5%	3.1%	5.2%	5.6%	6.1%
ROIC	4.4%	2.8%	4.8%	5.0%	5.2%
偿债能力					
资产负债率	60.5%	69.9%	62.1%	61.8%	62.5%
净负债比率	43.8%	43.3%	30.6%	29.8%	28.3%
流动比率	1.2	0.9	1.3	1.3	1.4
速动比率	0.6	0.4	0.7	0.7	0.8
营运能力					
资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
存货周转率	1.5	1.2	1.4	1.2	1.2
应收帐款周转率	10.8	9.8	13.3	11.2	11.6
应付帐款周转率	5.6	3.2	3.2	2.6	2.7
每股资料(元)					
每股收益	0.20	0.14	0.31	0.35	0.40
每股经营现金	0.80	0.06	0.72	1.06	0.97
每股净资产	4.48	4.62	6.08	6.29	6.49
每股股利	0.01	0.05	0.09	0.14	0.20
估值比率					
PE	46.2	65.5	30.1	26.8	23.8
PB	2.1	2.0	1.6	1.5	1.5
EV/EBITDA	11.4	13.3	6.8	6.0	5.9

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。

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，现任造纸印刷行业研究助理。

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

免责条款

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。