

造纸行业

岳阳纸业 (600963)

年报点评

评级: 买入 首次

收盘价(元)

10.48

目标价(元)

“林” “浆” 环节齐发力，
11 年盈利能力将提升

市场数据

52 周最高/最低(元)

13.73/6.38

市盈率

55.76

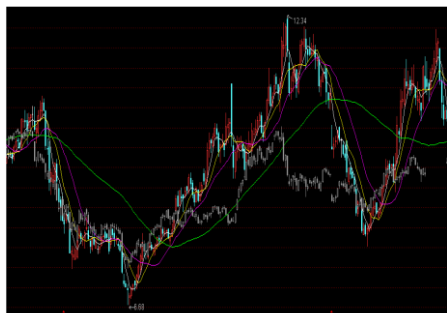
总股本(亿)

8.43

总市值(亿)

88.35

股价表现



相关研究

联系人
胡蓓蓓
8621-68761616-8559
hubb@tebon.com.cn
德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼

<http://www.tebon.com.cn>

事项: 2010年公司实现营业收入47.68亿元,同比增长56.93%, 57%, 归属母公司净利润1.57亿元,同比增长67.47%, 全面摊薄EPS0.19 元。利润分配方案为每10 股派发现金股利0.25 元。公司配股项目骏泰浆纸40万吨木浆没有并表。

点评: 2010年公司造纸业务毛利率16.15%, 同比减少2.17个百分点, 除了因40万吨含机械浆印刷纸项目在2010年处于调整产品结构, 低价开拓市场, 另一原因是去年四季度原材料成本上涨, 公司营业成本较3季度增加2.6亿, 较2季度增加了1.1亿元, 而纸价上涨滞后, 2010Q4公司综合毛利率12.68%, 环比下降了6.59%。

投资要点:

- **骏泰浆厂合并报表, 浆销售增厚业绩:** 公司配股收购的骏泰浆厂将在2011年并入报表。2010年骏泰浆厂生产商品木浆36 万吨, 实现营业收入19.84 亿元, 实现净利润1.1亿元, 由于财务费用拖累业绩, 吨浆净利润仅300元左右, 但随着今年公司将向骏泰增资4亿, 按照当前1年期贷款利率5.56%计算, 可节省财务费用约2000万; 同时30万吨溶解浆技改项目预计于今年10月左右投产, 在目前棉价高涨的形势下, 吨浆净利可达到1500元以上。
- **中企提供全面支持, 保障公司快速发展:** 大股东中国纸业计划向公司提供不超过12亿元的融资支持, 以减缓公司资金周转压力和财务成本。同时大股东与公司签署了30万吨《煤炭购买合同》, 保证公司煤炭供应的及时持续稳定和质优价廉。
- **林木砍伐逐年增加, 46%高毛利率拉动提升整体盈利水平:** 公司林业资产盈利能力较强。2010年林业贡献收入1.075亿元, 占公司总收入的2.2%, 而毛利率高达46.67%, 净利润4594万元, 占到公司净利润的29.3%, 显示出其在众多产品中超强的盈利能力。公司10年共计采伐33.4 万立方米, 11年林木砍伐将增加15万方, 如按照净利200 元/方计算, 约增加净利润3000 万元。

盈利预测:

公司在溶解浆、林业扩张方面走在行业前列, 中纸入主后“财务费用支持、浆、煤集中商贸”等措施可提高公司盈利能力, 长期增长潜力看好, 长期股价催化剂为中纸的进一步整合动作。如不考虑30万吨溶解浆项目在11年投产, 我们给予11 年和12 年EPS 分别为0.48 元和0.85 元, 给予11 年和12 年动态的PE分别为21.83和12.33。给予“买入”评级。

表1：盈利预测

	2010E	2011E	2012E
盈利预测值			
营业总收入(百万元)	4,768.23	7,349.45	9,586.45
增长率(%)	56.93	54.00	30.00
归属母公司股东的净利润(百万元)	157.27	406.09	717.23
增长率(%)	67.47	158.03	77.12
EPS	0.19	0.48	0.85

资料来源：德邦研究

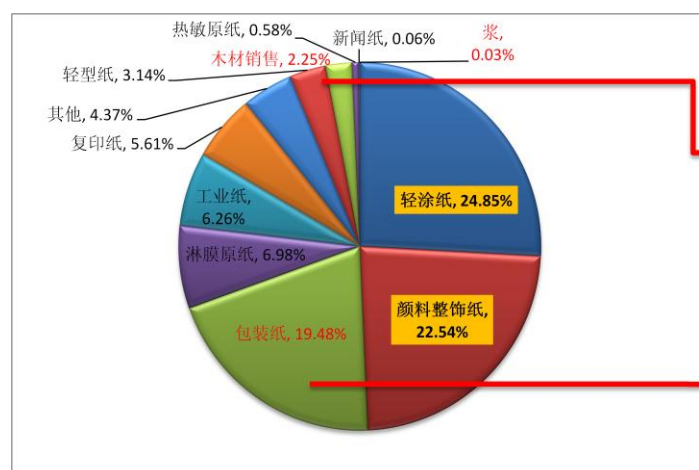
主要风险：

棉浆价格回落, 溶解浆项目进展低于预期, 资产整合存在不确定性。

第一, 高毛利“林”“浆”产品增量明显, 将带动公司整体盈利水平大幅提升

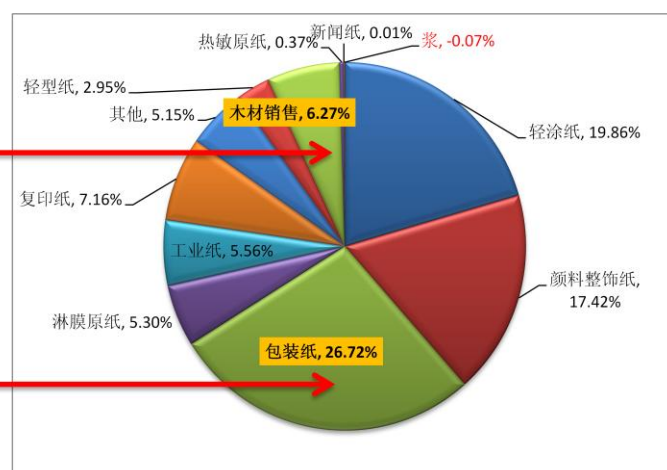
2010年, 公司收入结构中, “林”“浆”“纸”各产品在营业收入中的占比分别为2.25%, 0.03%和94%, 利润占比分别为6.27%, -0.07%和91%。由于骏泰浆厂并未在2010年合并报表, 公司10年172万的浆产品营业收入并不包括骏泰浆厂19.84亿的浆销售收入; 同时, 林产品依旧维持高盈利状态, 2010年林业贡献收入1.075亿元, 占公司总收入的2.2%, 而净利润高达4594万元, 占公司净利润的29.3%, 毛利率46.67%, 同比增加9.28个百分点。纸产品中, 包装纸由于下游需求持续旺盛, 价格走高, 直接提升了包装纸的毛利率。

表2：2010年, 颜料整饰纸和轻涂纸为公司主要收入



2010年, 公司主要产品营业收入占比

表3：2010年, 木材销售, 包装纸毛利率较高



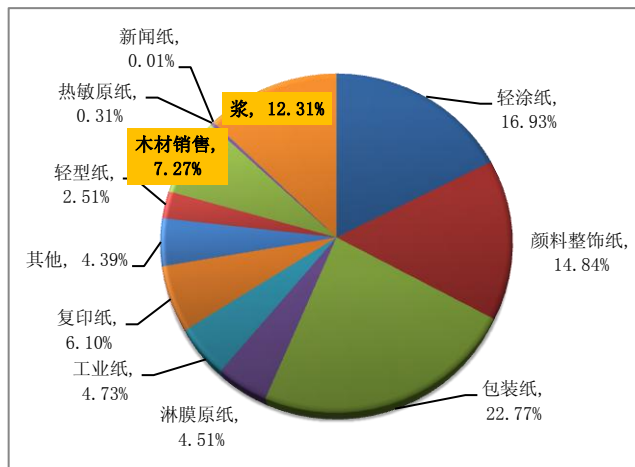
2010年, 公司主要产品利润占比

2011年, 考虑到一方面, 骏泰浆厂浆销售收入合并报表, 公司配股增资4亿将大幅改善运营成本, 吨浆净利可从308元提升到450元左右; 同时, 30万吨溶解浆的技改将在棉价走高的背景下获得超额收益, 吨浆净利可从达到1500元以上; 另一方面, 高毛利的林业产品将扩大砍伐规模, 公司10年共计采伐33.4万立方米, 11年林木砍伐将增加15万方, 如按照净利200元/方计算, 约增加净利润3000万元。

综合测算, 如不考虑30万吨溶解浆项目, 2011年公司主要产品利润结构中, “林”“浆”“纸”各产品的利润占比将变化为7.27%, 12.31%和77.12%。如果假设30万吨溶解浆项目进展顺利, 实现67%的生产率,

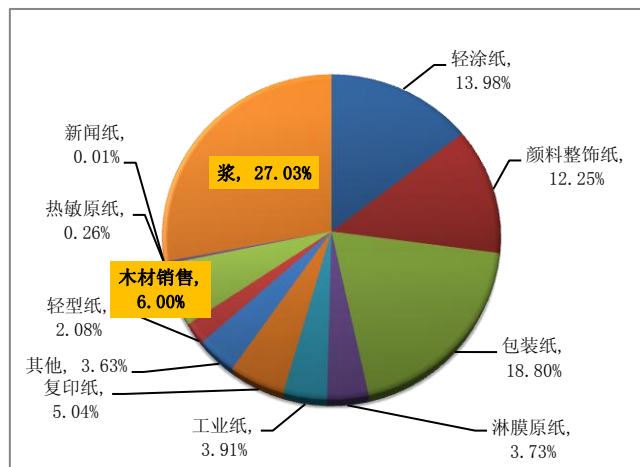
同时按溶解浆净利润1500元/吨计算，2011年公司“林”“浆”“纸”各产品的利润占比将变化为6%，27.03%和64.84%。由于高毛利的“林”“浆”产品占比大幅提高，公司的盈利水平将大幅提高。

表4：2011年，如不考虑30万吨溶解浆项目



2011年，公司主要产品利润贡献预测

表5：2011年，如考虑30万吨溶解浆项目



2011年，公司主要产品利润贡献预测

骏泰吨浆盈利处于较低水平，未来改善空间很大：公司10年配股项目用于收购泰格林纸集团所持有的骏泰浆纸100%的股权，由于报告期末尚未完成股权划拨，10年尚未正式并表。根据公司披露情况，骏泰浆纸10年生产木浆36万吨，实现营业收入19.84亿元，净利润1.11亿元；合吨浆不含税售价5511元/吨；吨浆净利308元/吨。由于较高的财务费用及产量未达产引致的折旧费，使吨浆净利处于较低水平，但随着2011年公司向骏泰增资4亿，按照当前1年期贷款利率5.56%计算，可节省财务费用约2000万，未来成本的改善空间很大。

骏泰技改溶解浆项目，增加浆线选择权价值，为公司带来超额利润：董事会通过《关于全资子公司湖南骏泰浆纸有限责任公司建设漂白硫酸盐木浆产品升级技改项目的议案》，拟投资3.3亿元，改造后的浆线规模为30万吨，既能生产优质漂白硫酸盐木浆、高强本色木浆，又可生产高品质溶解木浆、高压电绝缘纸浆、特种纤维用浆。技改之后，实现了不同浆线的切换，赋予公司更多的选择权。对于像公司这样拥有上游林业资源和浆线的造纸公司而言，原本只能通过终端造纸环节的利润改善而获益，现在也可间接分享棉价上升的益处（木纤维和棉纤维之间建立相互替代关系），当两方价差悬殊时，出现套利机会。

林木砍伐逐年增加，46%高毛利率拉动提升整体盈利水平：截止10年末，公司拥有林业面积105万亩。10年度砍伐林木33.41万立方米（松木12.9万方，杨木20.5万方）；10年公司实现林业销售收入1.07亿元，合每方销售不含税均价为323元，毛利151元（毛利率46.7%）。公司公告将向茂源林业增资2.45亿元，由其负责实施对外收购林业资产事宜。由于林产品土地成本相对锁定，未来将尽享由木材价格上涨带来的收益。公司此前制定了关于林业较详尽的十二五规划：15年末计划达到林地面积458万亩，木材资源总蓄积量达到1658万立方米，11-15年累计采伐林木425万立方米。

第二，大股东中国诚通全方位支持，保障公司未来快速发展

大股东中国诚通以25亿巨资入住岳阳纸业之后，1）公司从地方企业一跃成为央企下属子公司，按照央企规划，未来将承担集团发展和资产注入重任，发展平台和环境得到了很大改善。2）公司经营理念变化明显：控股股东中国诚通致力于将公司打造成为一个以效益为主导的市场化企业，为此，对公司管理层制定了严格、完善的考核和激励机制，这种运营理念的变化与此前作为地方国企的岳阳纸业是有本质区别的。

3) 公司发展思路更为清晰, 将充分发挥岳阳纸业的比较优势, 以资源为重点, 向“林”“浆”“纸”一体化转型。

表6：公司大股东对公司强力支持，是中国纸业主要的资本平台



2011年, 公司大股东计划向公司提供不超过12亿元的融资支持, 以减缓公司资金周转压力和财务成本。同时大股东与公司签署了30万吨《煤炭购买合同》, 保证公司煤炭供应的及时持续稳定和质优价廉。大股东后续将对公司给予更大、更多方位的支持, 这将构成公司未来实现快速发展的重要保障。

具体目标: 考虑到中国纸业在重组过程中的系列承诺: 如中国纸业与泰格股份同业竞争的资产和业务将优先以泰格作为平台、公司作为中国纸业主要上市公司平台(冠豪高新为特种纸)将成为中国纸业未来战略发展的主要载体, 如五年内泰格股份总投资累计达到100 亿元以上, 期末年销售收入超过200 亿元, 年利税总额超过20亿元, 未来力争林业资源面积达到或超过400 万亩, 制浆能力达到200 万吨, 造纸产能达到300 万吨, 主要经济指标进入全国造纸行业前三强等, 这将使岳阳纸业面临巨大的发展机遇。

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性 – Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 – Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司就不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。