

岳阳纸业 (600963. sh)

业绩进入高增长期

陆晓鸣 造纸行业 首席研究员

电话: 020-87555888-657

eMail: lxm@gf.com.cn

07 年业绩同比增长 100%以上

07 年公司业绩增长主要来自三个方面, 一是林业经营业绩的大幅增长; 二是产品结构的调整; 三是公司收购的湘江纸业公司。

已进入高增长周期

公司已进入高增长周期, 业绩增长主要来自木材砍伐量的逐年扩大和林业经营业绩的持续高增长, 除此之外, 08 年的利润增长点还有公司收购的湘江纸业; 09 年和 2010 年的利润增长点还有 40 万吨印刷纸项目的投产和达产。

公司领导的新老交接有利于公司今后发展

此次集团公司领导的新老交接和集团公司新领导进入股份公司董事会, 有利于集团公司和股份公司今后的发展。

业绩预测与投资建议

我们预测, 公司 07 年和 08 年 EPS 分别为 0.306 元和 0.46 元, 考虑到公司林业资产的价值和未来的扩张能力及 09 年和 2010 年业绩仍将保持高增长, 我们给予 08 年 58 倍的 PE, 一年内目标价位 26.68 元, 给予买入评级。

公司评级

买入

当前价格(元)	21.13
目标价格(元)	25.30
前次评级	买入

股价走势

岳阳纸业(600963)与上证指数(000001)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-23.50%	-27.66%	143.20%
上证综指	-13.03%	-6.42%	138.44%

股票数据

总股本(万股)	43,480.01
流通 A 股(万股)	17,259.14
主要股东:	

湖南泰格林纸集团有限责任公司	
主要股东持股比例	22.36%
流通 A 股比例	39.69%

财务比率

ROE	5.19%
ROA	1.47%
资产负债率	69.92%
每股净资产(元)	3.94

2006 年报数据。

公司简介

岳阳纸业及母公司泰格林纸集团是国内最早从事“林-浆-纸”经营的造纸企业，也是从事“林-浆-纸”经营的龙头企业。岳阳纸业生产经营的纸产品主要是新闻纸、轻涂纸和颜料整饰纸。06年，公司纸产品的总产量达41.58万吨。截止07年6月30日，公司拥有已育林的速生丰产林94.3万亩林地。公司04年5月在上交所上市，05年12月完成股权分置改革，07年3月非公开发行16500万股。

07年上半年经营业绩分析

2007年上半年，公司生产机制纸19.29万吨，同比减少3.84%，营业收入、营业利润和净利润分别为93687.32万元、4318.95万元、和3311.98万元，同比增长分别为5.52%、29.1%和43.84%。每股收益0.09元。

2007年上半年，公司营业利润增幅大大高于营业收入的增长，主要是公司优化纸产品结构，07年上半年，公司大幅降低毛利率较低的新闻纸的产量，增加毛利率较高的颜料整饰胶版纸和轻涂纸的产量，在新闻纸市场持续低迷的上半年，较好规避了新闻纸毛利率下降给公司带来的经营风险；而净利润增幅大大高于营业利润的增长，主要是公司全资子公司茂源林业盈利能力大幅提高，07年上半年，茂源林业实现收入2085.2万元，利润910.4万元，其中，自产间伐林2.06立方，实现收入1146.9万元，利润648.9万元。

表 1：07 年上半年主要产品经营情况（单位：万元）

分产品	营业收入	同比增长 (%)	毛利率(%)	毛利率比上年增减
新闻纸	11297.16	-72.85	12.16	减少 2.29 个百分点
颜料整饰胶版纸	42273.74	28.84	18.46	减少 0.46 个百分点
轻涂纸	18404.51	128.58	15.33	减少 10.04 个百分点

数据来源：公司半年年报

募股资金项目进展

非公开发行募股资金项目主要由三部分组成：一是收购林业资产、林地和补充林木配套费用；二是投资建设 40 万吨含机械浆胶印印刷纸项目（以下简称 40 万吨项目）；三是补充公司流动资金和项目资金。

公司募集资金项目收购 18.95 万亩中成林（1.19 亿元），截止第三季度，已完成总收购量的 70%，预计，今年年底前将完成 18.95 万亩中成林的收购，到年底岳阳纸业将拥有大约 105 万亩速生林。

40 万吨含机械浆胶印印刷纸项目，07 年 11 月 13 日，正式开工建设，项目总投资 25.7213 亿元。建设周期 18 个月，预计 09 年上半年投产，2010 年达产。

二个项目中林业项目基本按计划完成,而 40 万吨含机械浆胶印印刷纸项目比原计划推迟。

07 年公司重大事件评述

配股项目取消不改林业规模扩张趋势

11 月 19 日,岳阳纸业股份有限公司于 2007 年 11 月 16 日收到控股股东湖南泰格林纸集团有限责任公司转湖南省人民政府国有资产监督管理委员会(下称:湖南国资委)有关函件,湖南国资委决定暂不同意对公司通过配售方式发行新股行为下达国有股权管理批复,为此公司已将配股议案一并取消。

本次配股的取消,使公司快速扩大林业和造纸制浆规模计划搁浅,但公司现有林业资产的价值仍在,林地的持续扩大的外部环境和内在能力仍在(具体分析见后)。为加快林业经营规模的持续扩大,公司全资子公司茂源林业正由自己造林为主向收购中成林转变,06 年起,公司林业经营进入收获期,公司全资子公司茂源林业业绩将随着木材砍伐量的逐年增长和木材价格的逐年上涨,而持续快速增长,经营业绩的持续增长,一方面使茂源林业产生更多的净现金流,另一方面也提高了茂源林业间接融资能力、自我发展和收购中成林的能力,因此,公司今后将继续依托茂源林业,扩大林地面积,持续增加林业资产的规模。

领导班子新老交接有利于公司发展

11 月 17 日,公司公告:“根据中共湖南省国资委委员会有关通知,免去王祥集团公司董事长,党委书记职务,不再提名其为股份公司董事长人选;根据湖南省人民政府国有资产监督管理委员会有关通知,同意吴佳林担任集团公司董事长(法定代表人),提名其为股份公司董事长(法定代表人)人选”。11 月 27 日公司公告,集团公司董事长吴佳林和集团公司总裁潘桂华先生入选公司董事。这二则公告表明,一是大股东集团公司和股份公司领导进行新老交接,二是集团公司重点发展公司股份意图依然如固。新上任的集团公司吴佳林董事长,上任前是集团公司付董事长,是湖南省劳模和“五一”劳动奖章的获得者,曾任股份公司总经理,新上任的集团公司总裁潘桂华先生,也在集团公司和股份公司担任多年来领导工作。二位均是集团和股份公司一些重大项目的策划者之一,二位新任领导多年从事集团和平共处股份公司管理和运作,能准确把握和洞察行业的发展趋势,熟悉资本运作,在公司内的威信高,新掌门人选拔接替原董事长王祥和潘桂华先生上任总裁,能很好的保证领导班子新老交接的顺利进行,保证公司经营战略的继续贯彻、执行和公司的可持续发展,二位上任不久就进入股份公司董事会,进一步表明公司重点发展股份意图和股份公司作为公司发展和融资平台的在集团公司经营中的重要性,此次集团公司领导的老新交接和新集团公司领导进入股份公司董事会,有利于集团公司和股份公司今后的发展。

业绩预测

行业概况

07年以来，造纸行业，木浆和废纸等其它原料价格持续上涨，由于产能过剩，价格传导滞后，上半年大多数纸产品价格一直在低徘徊，多数企业纸产品的盈利能力下降。另一方面，国家加大节能减排力度，对造纸行业加大了关闭小纸厂和环保不达标纸厂的力度，这一效果在07年下半年开始显现，07年下半年，新闻纸和文化纸普遍开始涨价，由于被关闭的小纸厂大多以麦草、芦苇为原料生产文化用纸，文化用纸价格上涨强劲，而麦草和芦苇原料价格开始下降。大型造纸企业由于环保设备完善，成为本次节能减的收益者，而直接收益的就是大型文化纸生产企业，岳阳纸业就是其中之一。

利润增长的来源

公告显示，07年公司业绩同比增长100%以上。07年公司业绩增长主要来自三个方面，一是林业经营业绩的大幅增长；二是产品结构的调整；三是公司收购的湘江纸业公司。

从07年起，公司业绩进入高速增长周期，公司重要的利润增长点是公司全资子公司茂源林业业绩快速增长，增长主要来自砍伐量逐年增加和木材价格逐年上涨。02年以来，木材价格逐年上涨，07年，公司小径的纸材的收购价每立方米在540元左右，大径材近期每立方米已超过600元，木材价格的上涨提高了公司单位木材的盈利能力，从目前的木材供需状况和趋势判断，我们预计，08年木材价格在07年基础上还将继续上涨，涨幅应不低于10%。从06年起，公司林业已进入收获期，主伐加间伐的木材量将逐年扩大，经营业绩将逐年增长，预计，07年和08年，公司主伐加间伐木材自产林分别为11万立方和23万立方，加上林业其它收入，07年全年，公司林业经营将实现销售收入7000万元左右，实现利润4100万元。08年林业利润在此基础上仍将有较大幅度的增长。

07年，面对新闻纸价格持续低迷、原料和能源价格持续上涨，新闻纸盈利能力持续下降的市场环境，公司积极调整产品结构，07年4月就停止了新闻纸的生产和销售，加大毛利率较高的颜料整饰胶版纸、轻涂纸和淋膜原纸等一些产品的生产，同时，在生产环节上积极挖潜，部分缓解原料价格上涨给公司带来的经营风险。07年下半年，公司纸产品的盈利能力高于上半年，由于造纸行业节能减排效果在下半年开始显现，07年下半年，大型企业的文化纸供应偏紧，公司颜料整饰胶版纸和轻涂纸开始提价，与年初比，吨纸价格上涨了250元-300元，目前，全年生产任务已全部排满，设备保持满荷运转，且基本实现产品零库存。由于价格上涨，公司颜料整饰胶版纸和轻涂纸的毛利率水平将高于上半年。

07年和08年公司利润的另一个增长点是07年收购的湘江纸业有限公司，湘江纸业以生产和销售牛皮卡纸为主，07年年生产能力20万吨，公司07年第四季度经营业绩将并入合并报表，07年将为公司增加1200万元的利润，而08年后，公司经营业绩将全部并入合并报表，预测08年将为公司贡献净利润4000万元左右，比07年增加3000万元左右。

09年和2010年，公司另一个利润增长点是40万吨含机械浆胶印印刷纸项目，这一项目将分别在09年上半年投产和在2010年达产，因此，09年和2010年公司利润仍将保持高增长。

综上所述，07年和08年每股收益分别达0.306元和0.46元。

投资建议

我们预测，公司07年和08年EPS分别为0.306元和0.46元，考虑到公司林业资产的价值和未来的扩张能力、及09年和2010年业绩仍将保持高速增长，我们给予08年58倍的PE，一年目标价位是26.68元，在目前价位维持买入评级。

表 2：主营业务收入预测

	07 年	08 年
新闻纸		
销售收入 (万元)	11297.16	0
销售成本 (万元)	9922.88	
销售利润 (万元)	1374.28	
毛利率 (%)	12.16	
颜料整饰纸		
销售收入 (万元)	115491.45	123931.62
销售成本 (万元)	92825.00	99000.00
销售利润 (万元)	22666.45	24931.62
毛利率 (%)	19.63	20.12
轻涂纸		
销售收入 (万元)	51153.85	54273.50
销售成本 (万元)	42750.00	45200.00
销售利润 (万元)	8403.85	9073.50
毛利率 (%)	16.43	16.72
热敏原纸		
销售收入 (万元)	3384.62	3384.62
销售成本 (万元)	2730.00	2730.00
销售利润 (万元)	654.62	654.62
毛利率 (%)	19.34	19.34
淋膜原纸等工业原纸		
销售收入 (万元)	26794.87	28256.41
销售成本 (万元)	21725.00	22910.00
销售利润 (万元)	5069.87	5346.41
毛利率 (%)	18.92	18.92
牛皮卡纸		

销售收入(万元)	12820.51	64102.56
销售成本(万元)	10500.00	52500.00
销售利润(万元)	2320.51	11602.56
毛利率(%)	18.10	18.10
林木		
销售收入(万元)	7000.00	14630.00
销售成本(万元)	2860.00	6440.00
利润(万元)	4140.00	8190.00
利润率(%)	59.14	55.98
主营业务		
收入(万元)	222557.84	288578.72
增长(%)	18.83	29.66

数据来源：广发证券研发中心

表 3: 公司利润表预测性		(单位: 万元)
	2007E	2008E
营业收入	227942.46	288578.72
营业总成本	211581.84	264852.41
其中营业成本及税金	184481.84	229658.96
销售费用	9400.00	12293.45
管理费用	7900.00	10900.00
财务费用	9800.00	12000.00
资产减值损失	737.35	0.00
营业利润	15623.27	23726.30
营业外收入与支出	0.00	
利润总额	15623.27	23726.30
所得税	2289.48	3626.98
净利润(万元)	13333.79	20099.32
其中: 归母公司净利润(万元)	13333.79	20099.32
少数股东损益(万元)		0
归母公司净利润同比增长(%)	141.89	50.74
总股本(万股)	43480	43480
EPS	0.306	0.46

数据来源：广发证券研发中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10% 以上。

岳阳纸业(600963)行情走势



相关研究报告

新闻纸价格下降对 06 年全年业绩影响有限

陆晓鸣

2006-04-14

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。