

集团入驻岳阳成本较高，整合能力卓著

研究结论

- **中国纸业入驻岳阳纸业打通了集团林浆纸产业链，集团整合能力卓著。**中国纸业早先仅有粤华包（200986）一家上市公司，2005年7月入驻，经历4年时间，粤华包销售收入从2005年6亿元提升到2010年前三季度的28.7亿元，毛利率水平从10%提升到17.3%，可以看出公司历史整合旗下公司能力卓著，此外，集团入驻岳阳纸业后，打通了“植林—制浆—造纸—印刷—包装”整个产业链，且未来的中国纸业战略部署集中于林浆资源领域，因此我们认为岳阳纸业未来将成为中国纸业重点的整合平台，参考粤华包经验，其资产规模和销售收入有望持续上升。
- **中国纸业进驻岳阳纸业每股成本约在13元。**从公司公告看出，中国纸业入驻泰格林纸对价为25亿元现金，而泰格林纸持有近22.74%股权，而泰格林纸的资产集中在岳阳纸业和骏泰浆纸两家公司上，因此我们分析认为相当于中国纸业以25亿元买入了配股后岳阳纸业的22.74%的股权，即岳纸1.9亿股股权，其持股价格每股约为12.97元，甚至高于目前股价。
- **在建林浆项目有一定的注入预期。**中国诚通集团目前拥有粤华包、冠豪高新、岳阳纸业等3家上市公司，其同业竞争并不明显，但公司公告中集团在建项目如广西贺州华桂林浆纸业有限公司，其规划营林110余万亩，规划建设年产能25万吨的浆厂和年产能30万吨的纸厂等会形成同业竞争，我们预计集团未来会履行避免同业竞争承诺，将这类同业竞争型资产注入上市公司。
- **看好中纸整合能力，维持买入评级，目标价18.3元。**参照粤华包的经历，我们看好集团整合岳阳的能力，测算公司未来2010、2011、2012年EPS分别为0.40、0.61和0.85元，在未来盈利预期较好的背景下，给予2011年30倍PE水平，维持目标价为18.3元。
- **风险因素：**如果未来木浆价格下滑将导致业绩缩水，但公司林业资产具备较大的估值安全边际，我们按照公司180万亩林地和资产重置成本进行估计，测算公司当前合理股价为13.4元。



东方证券
ORIENT SECURITIES

郑 恺

轻工造纸行业高级分析师

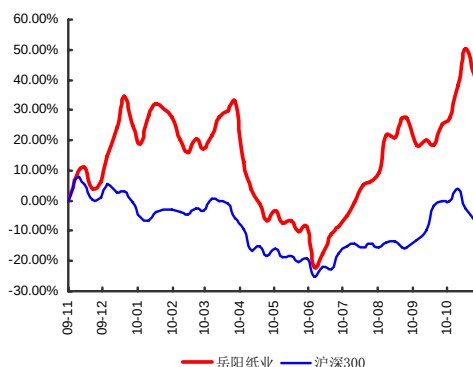
8621-63325888 × 6079

zhengkai@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209070189

投资评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
股价	11.90
目标价格	18.3 元
总股本/A 股 (万股)	65220 / 65220
A 股市值(亿元)	78
国家/地区	中国
行业	轻工
报告日期	2010 年 11 月 24 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	8.0%	24.2%	32.1%
相对表现 (%)	16.1%	17.2%	43.6%

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	3038.54	5796.00	6267.00	6708.04
同比%	-7.14%	90.75%	8.13%	7.04%
归属母公司净利润 (百万元)	93.91	341.18	514.99	720.58
同比%	-29.41%	263.30%	50.95%	39.92%
毛利率%	18.84%	21.37%	24.01%	25.73%
ROE%	3.12%	6.55%	9.24%	11.84%
EPS (元)	0.14	0.40	0.61	0.85
PE (X)	82.78	22.79	15.10	10.79

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

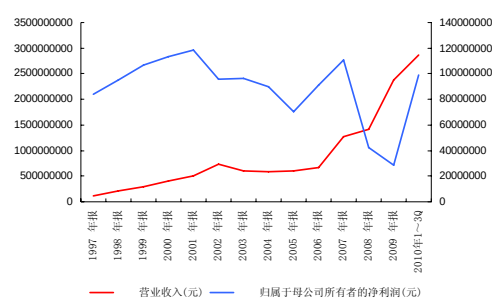
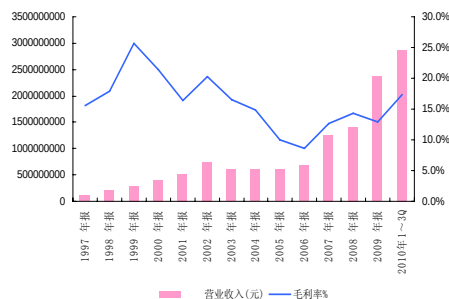
《浆价上涨趋势明确，盈利有望超预期》 2010.11.13

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

图 1 中纸入驻粤华包，毛利率和收入上升

净利润 2010 年前 3 季度基本回到 2007 年水平



资料来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

财务和估值数据摘要

单位:百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2965.00	3272.29	3038.54	5796.00	6267.00	6708.04
增长率(%)	26.83%	10.36%	-7.14%	90.75%	8.13%	7.04%
归属母公司股东净利润	112.99	133.03	93.91	341.18	514.99	720.58
增长率(%)	42.31%	17.74%	-29.41%	263.30%	50.95%	39.92%
每股收益(EPS)	0.17	0.20	0.14	0.40	0.61	0.85
每股股利(DPS)	0.07	0.08	0.01	0.15	0.23	0.32
每股经营现金流	0.13	0.78	0.29	-0.15	3.09	2.09
销售毛利率	18.15%	19.49%	18.84%	21.37%	24.01%	25.73%
销售净利率	3.81%	4.07%	3.09%	5.89%	8.22%	10.74%
净资产收益率(ROE)	4.03%	4.53%	3.12%	6.55%	9.24%	11.84%
投入资本回报率(ROIC)	7.59%	6.66%	2.54%	13.04%	6.86%	8.88%
市盈率(P/E)	68.81	58.44	82.78	22.79	15.10	10.79
市净率(P/B)	2.77	2.65	2.58	1.49	1.39	1.28
股息率(分红/股价)	0.006	0.007	0.001	0.013	0.019	0.027

报表预测

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2965.00	3272.29	3038.54	5796.00	6267.00	6708.04
减: 营业成本	2426.97	2634.52	2465.94	4557.24	4762.06	4981.78
营业税金及附加	15.48	19.26	6.30	12.02	13.00	13.91
营业费用	119.92	131.43	134.02	231.84	250.68	268.32
管理费用	142.71	151.82	217.30	318.78	332.15	335.40
财务费用	115.46	153.48	147.23	274.73	303.24	260.87
资产减值损失	-3.97	23.51	-13.56	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	148.44	158.28	81.31	401.39	605.87	847.75
加：其他非经营损益	3.22	-5.88	24.90	0.00	0.00	0.00
利润总额	151.66	152.40	106.21	401.39	605.87	847.75
减：所得税	38.67	19.37	12.30	60.21	90.88	127.16
净利润	112.99	133.03	93.91	341.18	514.99	720.58
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	112.99	133.03	93.91	341.18	514.99	720.58
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	1101.78	584.92	682.93	579.60	626.70	1047.92
应收和预付款项	802.07	1100.56	1109.28	1716.13	1311.29	1743.89
存货	1488.32	1955.44	2133.45	2930.15	3419.27	3697.57
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.45	0.45	0.45	0.45	0.45	0.45
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	3190.45	3598.62	6025.42	8796.04	8216.66	7287.28
无形资产和开发支出	134.48	131.56	128.70	114.58	100.47	86.35
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	6717.55	7371.56	10080.24	14136.96	13674.84	13863.46
短期借款	1817.45	1858.45	1775.50	489.93	272.98	0.00
应付和预收款项	685.13	990.44	1443.47	1386.97	1576.22	1526.30
长期借款	1171.71	1280.50	2362.10	5562.10	4762.10	4762.10
其他负债	240.65	308.64	1487.54	1487.54	1487.54	1487.54
负债合计	3914.95	4438.03	7068.61	8926.54	8098.85	7775.95
股本	434.80	652.20	652.20	847.86	847.86	847.86
资本公积	2017.85	1843.93	1843.93	3604.87	3604.87	3604.87
留存收益	349.95	437.40	515.49	757.69	1123.26	1634.78
归属母公司股东权益	2802.60	2933.53	3011.62	5210.41	5575.99	6087.51
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	2802.60	2933.53	3011.62	5210.41	5575.99	6087.51
负债和股东权益合计	6717.55	7371.56	10080.24	14136.96	13674.84	13863.46
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	82.78	510.84	186.44	-100.63	2016.70	1364.14
投资性现金净流量	-752.27	-1136.90	-1973.86	-3500.00	-500.00	-200.00
筹资性现金净流量	1526.40	55.09	1921.90	3497.31	-1469.60	-742.92
现金流量净额	874.93	-573.23	134.48	-103.33	47.10	421.22

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn