

天时、地利、人和，维持买入评级

事件：

公司公告中国诚通控股集团有限公司旗下的中国纸业投资总公司与湖南省国有资产监督管理委员会等湖南泰格林纸集团有限责任公司全体股东于2010年9月21日签署《重组协议》于2011年1月6日获得国资委批复。

研究结论

- **天时：浆价持续上涨，公司木浆盈利逐步释放。**我们参考纸业联讯报价，骏泰浆厂针叶浆报价从2010年8月份以来持续上涨，从前期5700元每吨价格上涨到6800元水平（见图1），按照我们《木浆贸易沙龙纪要》中的观点，目前针叶浆受益于下游造纸和粘胶企业共同需求拉动，价格有较大幅度的上涨，此涨幅符合我们预期，展望未来，针叶浆仍能维持高位，按照当前公司40万吨的木浆产能水平，浆价上涨100元理论上将提升公司毛利4000万元。
- **地利：公司占据湖南地区林业资源，原料有充分保障。**公司地处林业大省湖南，按照2008年普查数据，拥有森林面积860万公顷，位居全国第6位，同时公司拥有200多万亩林地资源，除少量进口木片外，能够保障公司木浆生产需要的木材数量，且由于当地收购木材的竞争厂家较少，采购成本低于周边省市。
- **人和：公司公告实际控制人变更，董事高管更迭带来管理层和股东利益一致。**我们推荐公司的主要逻辑之一是我们认为中国诚通入驻后，未来将对岳纸展开一系列的资本运作，争取中短期内做大做强其资产规模。此过程必须依赖资本市场配合，因此，我们判断管理层的更迭将引入央企的考核机制，对公司未来业绩要求更为明确，这将确保大小股东利益一致，并成为公司未来长期的增长因素。
- **天时、地利、人和，我们看好岳纸未来的发展前景，维持买入评级。**我们看好未来浆价将出现一到两年的上涨行情，我们假设2011年浆价上涨5%，2012年浆价上涨3%，测算公司未来2011、2012年EPS为0.61和0.85元，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207.7万亩林地和造纸、制浆资产重置成本进行估计，测算公司当前合理股价为13.9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（2011年1月10日） 9.28元

目标价格 18.30元

总股本/A股（万股） 84316 / 84316

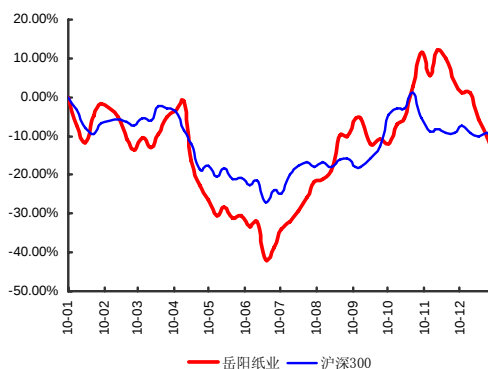
A股市值（亿元） 81

国家/地区 中国

行业 轻工

报告发布日期 2011年1月11日

股价表现



评价周期	1个月	3个月	12个月
绝对表现 (%)	-8.0%	-8.5%	-2.0%
相对表现 (%)	-7.4%	-0.4%	1.0%

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%
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

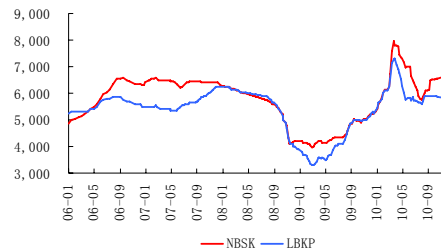
相关研究报告

《浆价上涨趋势明确，盈利有望超预期》	2010.11.13
《集团入驻岳阳成本较高，整合能力卓著》	2010.11.24

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

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，不应视本证券研究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。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 1 针叶浆 12 月份出现上行

骏泰木浆价格持续上涨


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%
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