



得天独厚，成就纤维原料之王

行业分析显示造纸行业发展受限于国内木浆供应。2001-2010 年，我国造纸行业经历了快速发展，产量跃居世界第一。毋庸置疑，我国造纸行业还会继续发展。但是造纸行业的发展受到了国内木浆供应的制约。我国在国际木浆市场上没有定价权，这不利于我国造纸行业的健康稳定发展。公司定位于林、浆龙头公司，这个定位顺应了行业发展的大势。

公司的基本情况。目前公司造纸产能 101.6 万吨，纸浆基本自给，并拥有林地 207.7 万亩，2015 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。公司大股东为中国纸业投资总公司，实际控制人是中国诚通控股集团有限公司。

公司具有得天独厚的优势。公司最早在国内进行林浆纸一体化尝试，集众多地理优势于一身，适合发展林浆产业。公司变身央企，将享受信息、资金、资源、政策等方面的优势。岳阳纸业作为中国纸业最重要的资产整合平台，必将获得迅速的、巨大的发展。

公司发展规划让人心怦然心动。中国纸业表示，在各方股东通力配合下，力争在股权交割完成之日后的五年内，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。并且，在各方股东通力配合下，中国纸业力争促使在三年内完成相关业务的整合，实现整体上市或分拆上市。我们认为，整体上市是大概率事件。

盈利预测和投资评级。考虑到公司的高速成长，以 2012 的情况给公司估值更为合理。公司纸业业务按照市场平均水平，给予 15 倍 PE，对应市值 30 亿元。公司木浆业务在 2012 年将处于最佳盈利状态，所以只给予 15 倍 PE，并且对最高盈利值做减半处理，对应市值 50-70 亿元。现有林地 207 万亩，考虑林业资源的稀缺性，给予 40 倍 PE，对应市值 33 亿元。同时应该考虑公司的两大优势：地理优势给予总体效果的 1.05 倍加成；大股东资产整合的优势给予 10 亿元的溢价。我们给予公司“买入”评级。目标价 15 元。

预测和比率

	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入（百万）	4768.23	5134.60	8824.60	8889.60
主营收入增长率	56.93%	7.68%	71.87%	7.37%
净利润（百万）	157.27	390.22	751.17	831.67
净利润增长率	67.47%	148.12%	92.50%	10.72%
ROE	3.43%	7.84%	13.27%	13.14%
EPS（元）	0.22	0.46	0.89	0.99
P/E	53.8	25.6	13.3	12.0

岳阳纸业 (600963)

首次评级

买入

田东红

tiaandonghong@csc.com.cn

010-85130599

执业证书编号：S1440208040204

联系人：刘建中

liujianzhong@csc.com.cn

010-85156320

发布日期：2011 年 3 月 30 日

当前股价：10.66 元

目标价格 6 个月：15 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	10.86/7.20	20.45/13.16	26.25/28.72
12 月最高/最低价（元）			13.73/6.38
总股本（万股）			84315.91
流通 A 股（万股）			70621.33
总市值（亿元）			99.83
流通市值（亿元）			83.62
近 3 月日均成交量（万）			1600.21
主要股东			
泰格林纸集团股份有限公司			22.48%

股价表现





行业分析	1
行业现状	1
造纸行业发展受制于国内木浆供应	2
公司基本情况	3
公司变身央企	3
公司产品结构丰富，产量提升迅速	4
公司具有灵活的经营模式	5
公司的独特优势	5
地理优势	5
央企优势	6
公司发展规划	6
中国纸业的发展规划	6
岳阳纸业的发展规划	7
林业收入：	7
木浆收入：	7
纸和纸板收入：	8
70-80 亿的缺口从哪里来：	8
盈利预测	8
纸盈利平稳增长	8
溶解浆盈利值得期待	8
林业资源初露锋芒	9
盈利加总	9
估值	9



图目录

图 1:	2001-2010 年纸和纸板产量与增长率	1
图 2:	2001-2010 各主要纸种产量占比变化	1
图 3:	2001-2010 年造纸原料占比变化	1
图 4:	2001-2010 年造纸行业资产负债率变化	1
图 5:	造纸企业数（个）以及从业人员数（人）	2
图 6:	主营业务收入、主营业务成本以及利润总额（万元）	2
图 7:	销售毛利率、净资产收益率	2
图 8:	总资产周转率、流动资产周转率、存货周转率	2
图 9:	国内木浆、竹浆与欧洲 NBSK 价格（美元）	3
图 10:	我国造纸纤维原料的对外依存度	3

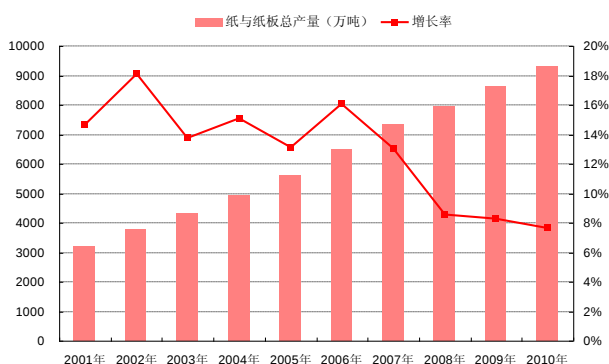
行业分析

行业现状

2001-2010 年，中国造纸行业经历了高速发展，总产量跃居全球第一。十年间，产量平均增速（每年增速的平均值）高达 12.8%，超过 GDP 平均增速（同上）2.4 个百分点。同时，产品结构发生了很大的变化。箱板瓦楞纸所占比重上升，文化纸、新闻纸所占比重下降。造纸原料中，木浆所占比重略有提高，非木浆占比逐年降低，废纸浆占比逐年提高。（图 1-图 3）

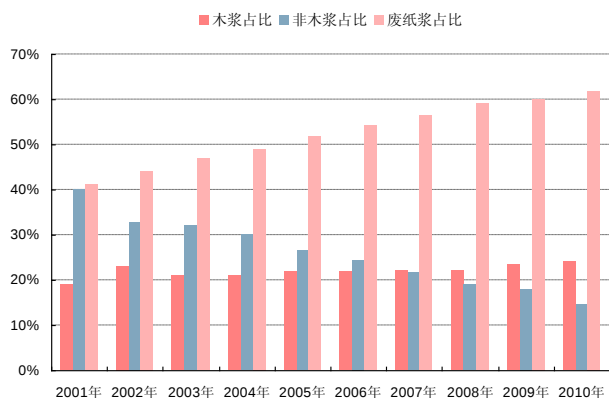
据国家统计局统计，2010 年 1~11 月，年规模以上造纸生产企业 3724 家；从业人员 73.73 万人；主营业务收入 5162 亿元，产成品存货 245.4 亿元，利税总额 159 亿元，利润总额 299.4 亿元，资产总计 5934 亿元，负债总额 3481 亿元。在统计的 3724 家造纸生产企业中，亏损企业有 487 家。产业集中度不断提高，排名前五的国内造纸集团总产能近 2300 万吨。其中，玖龙纸业产能近 900 万吨。近年来，造纸行业销售毛利率下降，资产负债率下降，存货周转率、流动资产周转率、总资产周转率都有所提高，净资产收益率上升。（图 4-图 8）

图1：2001-2010 年纸和纸板产量与增长率



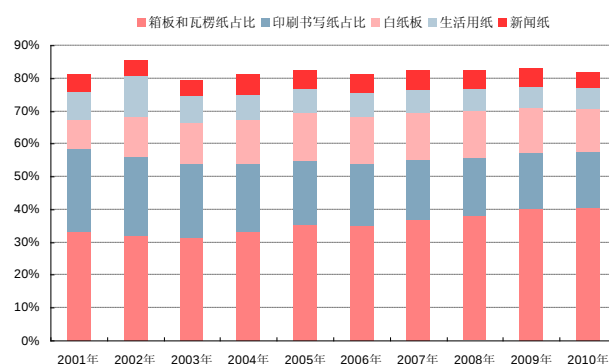
资料来源：中国造纸协会 中信建投证券研究发展部

图3：2001-2010 年造纸原料占比变化



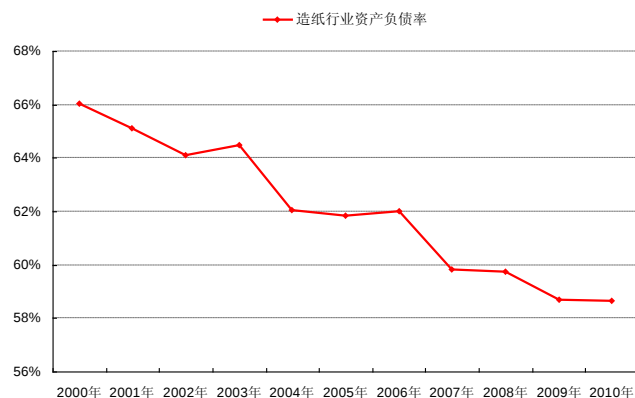
资料来源：中信建投证券研究发展部

图2：2001-2010 各主要纸种产量占比变化



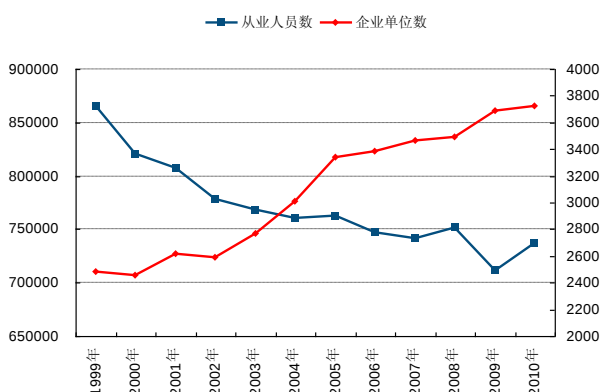
资料来源：中国造纸协会 中信建投证券研究发展部

图4：2001-2010 年造纸行业资产负债率变化



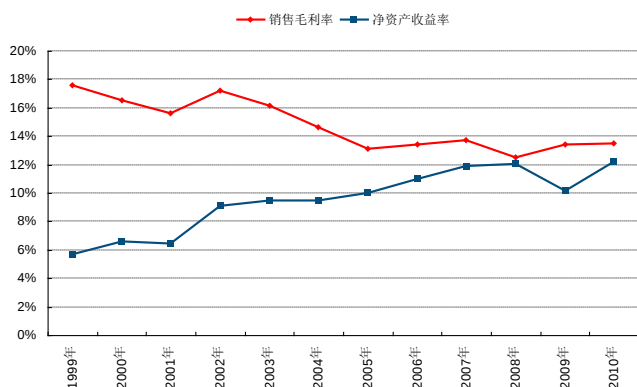
资料来源：wind 资讯 中信建投证券研究发展部

图5：造纸企业数（个）以及从业人数（人）



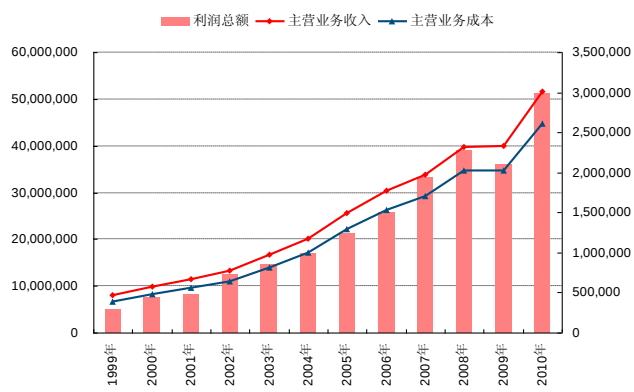
资料来源：wind 资讯 中信建投证券研究发展部

图7：销售毛利率、净资产收益率



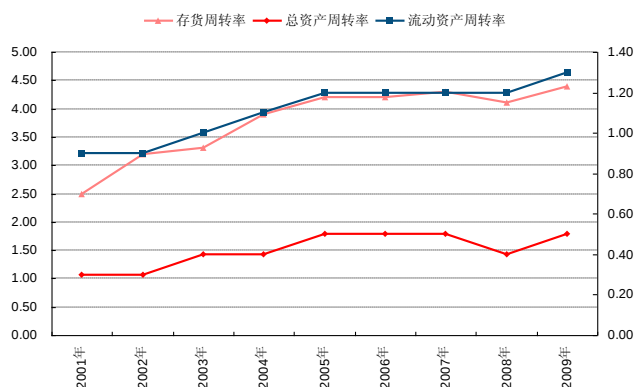
资料来源：wind 资讯 中信建投证券研究发展部

图6：主营业务收入、主营业务成本以及利润总额（万元）



资料来源：wind 资讯 中信建投证券研究发展部

图8：总资产周转率、流动资产周转率、存货周转率



资料来源：wind 资讯 中信建投证券研究发展部

造纸行业发展受制于国内木浆供应

虽然我国纸和纸板生产总量已经全球第一，但人均消费量不到北美洲人均消费的三分之一^①。造纸行业在发达国家已经达到饱和状态，而我国造纸行业的产量和消费量必然伴随我国经济发展而继续提高。虽然，我国造纸行业产量的上限难以估算，但上限值将大于目前产量的两倍。造纸行业看似平凡，但纸却是生活中必不可少的商品。目前，还没有其他产品可以完全取代纸，所以造纸行业是关乎国计民生的重要产业。

我国造纸纤维原料的对外依存度高，在木浆价格上没有决定权，通过图形分析发现，国内木浆价格跟随国际价格波动。（图9-图10）。随着我国造纸行业的发展，而且随着所生产纸和纸板品质的提高，我国对木浆的需求将不断扩大。从2000年到2009年，我国消耗的木浆从535万吨提高到1866万吨，10年间增长了349%。如果我国造纸行业产量翻番，假设木浆在纤维原料中的占比不变^②，那么木浆消耗量将提高到4000万吨。目前，

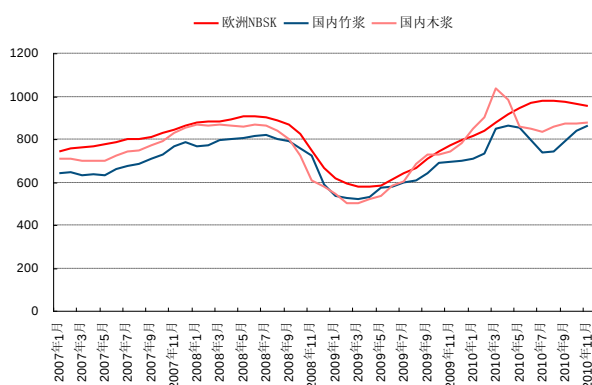
^① 2009年，世界纸和纸板人均消费量前5名的国家是：比利时344.1千克，芬兰339.1千克，美国263.3千克，奥地利255.3千克，德国248.9千克。

^② 事实上，历史趋势显示，木浆占比在提高。目前国际造纸工业纸浆结构为木浆占约62.6%，而2009年我国纸浆消费中木浆仅占23.38%。

国内木浆产能不到 1000 万吨，为了弥补如此巨大的产能缺口，我国必须大力发展木浆产业。而发展木浆产业，就必须同时加强配套林业建设。

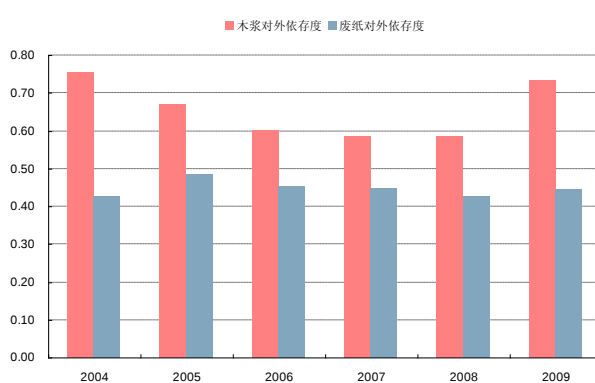
目前国内造纸产业政策要求造纸企业做到林浆纸一体化。“十五”期间，国务院《关于加快造纸工业原料林基地建设的若干意见》和《全国林纸一体化工程建设“十五”及 2010 年专项规划》等政策力推林浆纸一体化，以实现造纸工业用材从靠商品材供应向造纸林基地供应的逐步过渡。2007 年 10 月，国家发改委出台《造纸产业发展政策》重申，必须大力建设造纸林基地，扩大木浆生产能力。对于企业，林浆纸一体化的优势在于通过一体化来分享各经营环节的利润，降低公司生产经营成本，抵御经济波动，降低经营风险。

图9： 国内木浆、竹浆与欧洲 NBSK 价格（美元）



资料来源：wind 资讯 中信建投证券研究发展部

图10： 我国造纸纤维原料的对外依存度



资料来源：wind 资讯 中信建投证券研究发展部

公司基本情况

公司变身央企

公司前身为湖南岳阳造纸厂，始建于 1958 年。公司 2006 年元月，公司获得了 ISO9001-2000 质量体系、ISO14001 环境管理体系、GB/T28001 职业健康安全管理体系“三合一”的体系认证；2009 年 11 月获得 FSC 国际森林管理体系认证^①。2009 年 12 月，公司荣获第一批“国家林木种质资源库”殊荣。

公司所处洞庭湖区造纸原料极其丰富。公司积极落实国务院“退田还湖、退耕还林”的有关政策，是国内最早进行“林纸一体化”尝试的公司。公司技术研发能力强，获得“国家科技进步二等奖”1 次^②、国家级科技进步奖 1 项、省部级科技进步奖 10 项，并获得专利 30 余项。“泰格·雅”品牌获湖南省出口名牌，其精制轻量涂布纸和颜料整饰胶版纸，获“湖南省名牌产品”称号和“湖南省质量管理奖”。

公司及全资子公司永州湘江纸业有限责任公司在 2009 年被认定为高新技术企业，有效期为三年。公司技术水平不断提高，将更加符合高新技术企业的标准，所以将一直享受 15% 的所得税优惠税率及技术开发费用的加

^① 该认证针对森林经营单位，由独立的第三方 FSC 森林认证机构根据所制定的森林经营标准，按照公认的原则和标准，对森林经营绩效进行审核，以证明其达到可持续经营的要求。这使公司获得了在其他国家及地区销售产品的 FSC 森林认证“绿卡”。

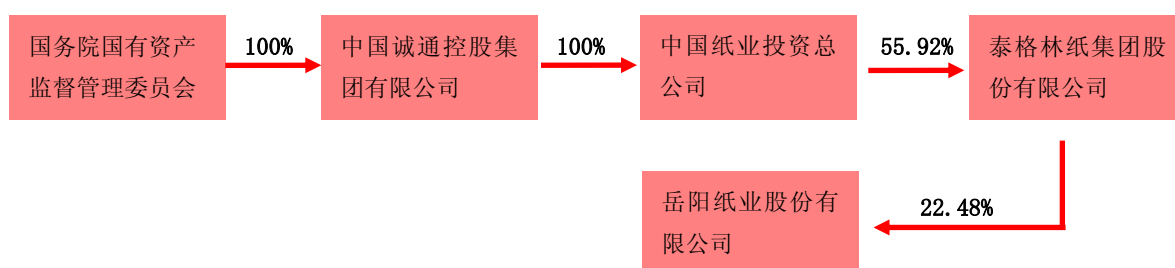
^② 这是造纸行业迄今为止获得的最高奖励之一。

计扣除。

2010 年 9 月 21 日，公司公告了权益变动情况。本次权益变动后，中国纸业将持有新设立的泰格股份 55.92% 的股权，并通过泰格股份持有岳阳纸业 189,556,901 股股份，持股比例为 22.48%。

湖南省国资委、华融、湖南发展、湖南财信、长城、湖南担保以其拥有的泰格集团的净资产出资、中国纸业以 25 亿元现金出资，共同发起设立泰格股份。此次收购，大股东中国纸业真金白银的投资，也彰显了其对公司未来发展的信心。

公司控制关系如下：



公司产品结构丰富，产量提升迅速

公司 2003 年造纸产量 15.13 万吨。2007 年，造纸产量达到 61 万吨，其中母公司 41 万吨。2007 年母公司进行了较大幅度的产品结构调整：由以新闻纸为主导产品转变为不生产新闻纸，而以文化纸为主导产品，加大了颜料整饰纸、轻涂纸、淋膜原纸的生产与销售。全资子公司永州湘江纸业主要生产包装纸。2009 年 10 月 13 日，40 万吨含机械浆印刷纸项目（9#，10#纸机）顺利投产。2009 年产量 71 万吨，其中母公司 50.6 万吨。目前公司机制纸产能情况如下表所示。

表 1：公司机制纸产能情况

本部机台	年产能（万吨）	湘江纸业机台	年产能（万吨）
1# 纸机	7	1# 纸机	5.44
2# 纸机	1.3	2# 纸机	5.44
3# 纸机	9.5	3# 纸机	2.21
4# 纸机	1.25	4# 纸机	3.4
5# 纸机	1.25	5# 纸机	0.61
8# 纸机	22	6# 纸机	1.36
9# 10#纸机	40	7# 纸机	0.85
小计	83	小计	20
总计		103 万吨	

资料来源：公司公告、中信建投研究发展部

公司所用木浆基本自给自足，年产能：漂白化学针叶（松木）浆 7 万吨，漂白化学苇浆 8 万吨，漂白化机（杨木）浆 14 万吨，本色化学（杨木）浆 17 万吨。公司同时拥有自备热电、供水、以及碱回收车间，水、电成本低于行业平均水平。此外，骏泰浆厂生物质发电（外售）可能享受 0.26 元/度的上浮优惠，如获批，可增约 2000-3000 万元利润。

公司林业资源将迅速发展，其中茂源林业面积 97.3 万亩，2009 年采伐木材 23.6 万立方米，实现营业收入 11,563.08 万元，利润总额 3,554.97 万元，净利润 3,544.37 万元。2010 年末收购湖南南海林业 80.32 万亩林地，对外收购 30.07 万亩林地，总计林地面积达 207.7 万亩。2010 年采伐木材 33.41 万立方米，利润总额 4,603.07 万元，净利润 4,594.24 万元，净资产利润率 7.29%。

公司具有灵活的经营模式

采购模式：公司生产所需的原材料包括木材、芦苇、废纸、浆板、煤炭、进口配件、化工原料等。采购模式，主要通过通过与供应商直接签订采购合同的方式购入，少部分通过代理商采购。

生产模式：公司主要采用以销定产、组合生产的生产模式。公司根据历史销售情况、与主要客户签订的销售合同，预测当年的市场情况，确定公司的总经营目标，并制定生产部门的各项管理制度和月、日生产计划。公司的纸机大都为多功能纸机，能够根据市场需求和生产经营需要，通过调整纸浆配比，及时调整产品结构，生产轻涂纸、新闻纸、轻型纸、颜料整饰纸、热敏原纸、淋膜原纸、包装纸、工业纸等几十种纸种，抵御单一产品市场所带来的风险。以 2007 年为例，公司针对市场形势变化，调整产品结构，主动从以新闻纸为主导产品转变为以文化纸为主导产品，大幅减少生产新闻纸等低毛利率产品，取得良好成效，全年营业利润同比增长 47.79%，归属于母公司所有者的净利润同比增长 44.66%。

销售模式：公司原有产品的销售模式主要采用直销模式，直接面向出版集团、杂志社、大型印刷厂、纸制品加工企业等大客户。目前，公司在全国设立了 21 个销售网点，针对市场需求销售所有产品。然而，年产 40 万吨含机械浆印刷纸项目建成投产后，由于生产的主导产品为环保复印纸及高档静电复印纸，其消费群体为最终消费者，公司在原有直销模式的基础上，增加了经销模式。

公司的独特优势

地理优势

公司在国内最早进行林浆纸一体化尝试。林浆纸一体化需要一些必要条件：自然环境适宜林地生长；周边地区的林业蓄积量能够满足用材需求；经济不发达，地租成本低且大量土地掌握在地方政府手中；运输条件优良；水资源丰富。国内同时具备这五个条件的地区集中在南方地区。2007 年 10 月国家发改委颁布的《造纸产业发展政策》提出中国造纸行业将“由北向南”转移。公司地处湖南省洞庭湖畔，是国家“由北向南”造纸产业总体布局的重点发展地区，拥有得天独厚的区位优势。

降水充沛的非耕地，且要有合适的温度与纬度的地区为宜林地区。湖南省多年降雨量为 1,200~1,700 毫米，各地降雨量大于 1,000 毫米的保证率在 90%以上。湖南省林业用地面积在全国处于第七位，森林面积处于第八

位，但人工林面积高居第三位，仅次于广西与广东，说明湖南属于国内速生林发展的适宜地区。

公司位于洞庭湖与长江交汇处的城陵矶三江口，紧邻城陵矶港两个 5000 吨级的外贸码头，北枕长江黄金水道，西临烟波浩渺的八百里洞庭，东依京广铁路大动脉、与京珠高速公路和 107 国道相连，水陆交通便利。周边，淡水资源丰富。速生林建设和造纸产业均需要大量的淡水资源。湖南省内的湘江、资江、沅江、澧水四条河流与长江交汇于洞庭湖。洞庭湖出口处城陵矶多年平均径流总量达 3,194 亿立方米，占长江中游螺山站年径流量的一半，为黄河的 5 倍、太湖的 10 倍。

公司地理环境优越，拥有丰富的造纸资源，适合发展林浆产业。而且，公司作为湖南省造纸行业的龙头企业，在整合省内林业和造纸资源方面会得到地方政府更多的行政和经济支持。

央企优势

诚通集团实力雄厚，近年发展迅速。“十一五”期间，集团资产规模从 121.1 亿元增加到 376.6 亿元，增长 2.1 倍；净资产规模从 37.2 亿元增加到 152 亿元，增长 3.1 倍；年营业收入从 126.7 亿元增加到 464.6 亿元，增长 2.7 倍；利润总额从 1.6 亿元增加到 7.8 亿元，增长 3.8 倍。诚通集团是国务院国资委确定的唯一一家以“林浆纸”为主业的中央企业。岳阳纸业可以利用诚通的央企背景，享受信息、资金、资源、政策的优势，做大全国市场。

造纸作为关乎国计民生的行业，央企必定要在其中占一席之地。目前，央企造纸企业只有两家：中国纸业、以及中冶纸业。根据国资委的央企整合政策，中冶纸业排名靠后，很可能被中国纸业合并。如果中国纸业成为唯一的造纸业央企，其发展必然会得到多方力量的支持。

中国纸业具备出色的资产整合能力。中国纸业自 05 年，先后整合了粤华包 B（持股 65.31%）、冠龙纸业（持股 100%，现已并入冠豪高新）、冠豪高新（持股 27.27%）等资产，现已发展成年产造纸产能超 250 万吨的造纸企业投资公司。每次整合之后，整合对象都会得到切实的发展。粤华包 B 收入规模由 05 年的 6.04 亿元提升了 630%。珠海红塔仁恒产能从 2009 到 2010 年增长了 62%。冠豪高新，自 2009 年收购以来，当年实现扭亏为盈，实现净利润 1015.68 万元。2010 年实现净利润 3832 万元；完成重大资产重组，收购冠龙纸业；通过定向增发预案，拟投资 15.41 亿元于东海岛项目。

中纸明确以岳纸为主要林、浆、纸（非特种纸）发展平台。因此，岳阳纸业作为中国纸业最重要的资产整合平台，必将获得迅速的、巨大的发展。

公司发展规划

中国纸业的发展规划

“十二五”期间，诚通集团发展的战略目标是：到“十二五”期末，集团总资产规模、年营业收入实现“双千亿”战略目标。这个目标，确立了集团公司一心一意谋发展的氛围。

中国纸业童来明总经理在《中国纸业 2011 年工作会议》上要求，在未来 5 年的时间，中国纸业要实现由制

造型企业向资源控制型企业的转变。力争在“十二五”末，实现造纸产能 300 万吨，制浆产能 500 万吨，控制林地 1000 万亩的发展目标。用 10 年时间把中国纸业打造成国际一流的林浆纸一体化的企业集团。

中国纸业目前产能已经超过 250 万吨，在国内厂商中产能排名第 4。与其十二五目标相比，相差不多。所以其造纸产能提升空间不大。但其木浆、林地的发展目标却十分远大。这个目标足以让人热血沸腾，我们仿佛已经看到了一个掌握造纸行业原料的龙头公司。近期诚通集团在江苏宿迁投资江苏林浆纸产业园一期工程项目，该项目生产能力为 24 万吨杨木化机浆，60 万吨纸，总投资约 61 亿元。这显示，造纸行业将成为诚通集团具有战略意义的主营业务。而我们猜测，这些项目都会在适当的时机，并入中国纸业。

岳阳纸业的发展规划

岳阳纸业的发展规划，必须根植于其股东泰格林纸集团的发展规划。泰格林纸集团是中国最早的“林纸一体化”产业引领者。目前，共营造了速生丰产林 200 万亩，加上订单、合作造林、收购青山等营林模式，公司可控林业资源超过 500 万亩，带动社会造林 1000 多万亩，居全国同行业第一位。公司林业发展战略取得了实际效果，创造了全国四个第一：企业造林面积全国第一、苗圃面积全国第一、基因库建设全国第一、企业建林业科研中心全国第一。

在 2010 年 9 月发布的《岳阳纸业股份有限公司详式权益变动报告书》中，“中国纸业表示，在各方股东通力配合下，力争在股权交割完成之日后的五年内，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。并且，在各方股东通力配合下，中国纸业力争促使在三年内完成相关业务的整合，实现整体上市或分拆上市。”

我们认为，整体上市是大概率事件。按照这个规划，岳阳纸业在 2015 年前，销售收入将达到 200 亿元。想要达到这个规模，相信公司管理者算过一笔账，我们也来算一下：

林业收入：

公司现有林地情况如下：茂源林业 97.3 万亩林地，2010 年末收购湖南森海林业 80.32 万亩林地，对外收购 30.07 万亩林地，总计林地面积达 207.7 万亩。《岳阳纸业股份有限公司林业发展“十二五”规划纲要》指出，公司未来五年计划投入 57.9 亿元，向周边发展林地。11-15 年分别新建林地 62 万亩、56 万亩、51 万亩、51 万亩和 60 万亩。其中，新造林为 46 万亩，收购中成林为 234 万亩。按树种，新增杨树林基地 72 万亩，松树林基地 158 万亩，桉树林基地 50 万亩。2015 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，累计实现收入 28.24 亿元，累计实现收益 9.61 亿元。

2015 年，公司的林业收入比现在大幅提升。但容易估计出，其林业收入将小于 20 个亿。

木浆收入：

2012 年公司溶解浆将达到 30 万吨的产量，按照市场平均价格 15000 元计算，这部分收入将达到 45 亿元。估计 2015 年公司商品木浆销售总收入将进一步提高，但不会超过 50-60 亿。



纸和纸板收入：

公司目前机制纸收入小于50亿元。根据集团的发展战略，公司不会从新建设造纸产能。这也就是说，公司的造纸产能如果提高，则来自于兼并重组。

70-80 亿的缺口从哪里来：

200 亿的目标减去林收入 20 亿、木浆收入 50-60 亿、当前机制纸收入 50 亿，还有 70-80 亿的缺口。那么，这 70-80 亿必然来自于整合资产。近水楼台先得月，资产整合的难易程度决定了整合的先后顺序。如果资产符合注入条件，那么整合的先后顺序将遵循：泰格林纸集团的其他资产、中国纸业的其他相关资产、诚通集团的相关资产、国资委的相关资产。

造纸行业是具有规模优势的行业。从时间上看，这些资产越是早日注入，对于集团的盈利能力，以及发展前景越有利。相信公司的各级管理者，对于这一点也洞若观火。而且，我国现阶段造纸行业产能结构性过剩，产业集中度低，缺乏具有国际竞争力的大型纸企。这种种问题都表明，我国造纸行业正进入兼并整合期。因此，从造纸行业的发展来看，积极的整合对整个造纸行业是有利的。

盈利预测

纸盈利平稳增长

不考虑增发以及资产整合等因素，公司现有造纸产能的收益在 2011-2013 年将有所提高。其中，公司 40 万吨高档文化纸（复印纸），面对新的客户与市场，需要一个适应期。随着设备的磨合，管理的提高，市场的开拓，11 年起将对公司贡献利润。这部分产能在 2011-2013 年将分别增厚 EPS：0.02 元，0.05 元，0.06 元。随着经济进入复苏周期，公司其他纸产品，对公司利润的提升也会有所贡献。这部分产能在 2011-2013 年将分别增厚 EPS：0.03 元，0.05 元，0.06 元。

溶解浆盈利值得期待

溶解浆是粘胶短纤的上游产品，一般化学浆包括纤维素、半纤维素和木素，而溶解浆仅包含纯净的纤维素，合格的溶解浆纤维素含量需要超过 95%。一吨造纸用木浆大约需要 2.25 吨绝干片；因为溶解浆要脱去半木素，一吨需要 3.3~3.5 吨。

1 吨粘胶短纤需要 1.03 吨棉浆粕，或者需要 1.1~1.2 吨溶解木浆。2010 年我国粘胶产量 210 万吨，耗用浆粕 230 万吨，其中有 130 万吨是溶解木浆。根据目前在建项目，估计 2011 年粘胶产能新增 80 万吨。因为棉花产量不会大幅提升，所以棉浆粕的供应量变化不大。如果溶解浆进口量保持不变，那么约需要新增溶解浆需求 90 万吨。溶解浆的建设周期至少是一年半，从目前建设情况看，2011 年，溶解浆价格将保持在高位。2012 年，溶解浆价格会回落，但只要棉价高于 23000 元/吨，溶解浆就有利润。根据目前的宏观形势推算，2012 年，每吨溶解浆的净利润约为 1000 元。

岳阳纸业的溶解浆在 2011 年会有少量试产，2011-2013 年可以增厚 EPS：0.11 元，0.4-1.1 元，0.4-0.8 元。需要说明的是，2012 年溶解浆贡献的业绩存在较大的不确定性。

林业资源初露锋芒

公司林业资源从 2011 年开始，将贡献可观的利润。100 万亩进入轮伐期的原料林，每年可以产生木材 50 万立方米。按照现在的成本和价格，可以贡献净利润 0.9 亿元。2011 年公司约有 50 万亩林地进入轮伐期，2012 年约有 80 万亩，2013 年约有 140 万亩。2010-2013 年，木材价格将持续上涨。所以，2011-2013 年，林业贡献可以增厚 EPS：0.08 元，0.12 元，0.21 元。

盈利加总

2010 年公司 EPS 为 0.22 元。把以上三方面相加。公司 2011-2013 年 EPS 分别为：0.46 元，0.84-1.54 元，0.95-1.35 元。

估值

考虑到公司的高速成长，以 2012 的情况给公司估值更为合理。公司造纸业务按照市场平均水平，给予 14 倍 PE，对应市值 31.5 亿元。公司木浆业务在 2012 年将处于最佳盈利状态，所以只给予 15 倍 PE，并且对最高盈利值做减半处理，对应市值 50-70 亿元。现有林地 207 万亩，考虑林业资源的稀缺性，给予 40 倍 PE，对应市值 40.5 亿元。同时应该考虑公司的两大优势：地理优势给予总体效果的 1.05 倍加成；大股东资产整合的优势给予 10 亿元的溢价。

综上所述，公司目前价值在 132-152 亿元之间。对应股价为 15.6-18.0 元。我们给的目标价为 15 元。

投资评价和建议

未来造纸行业也许出现产能过剩的情况，公司的盈利能力依然有保障。如果类比钢铁行业，公司就像是掌握铁矿石的资源型企业。从钢铁行业的发展历史看，

公司依据自身的地理优势，定位于造纸行业的原料龙头。这个定位将解决中国造纸行业发展的瓶颈，顺应了造纸行业的发展趋势，也顺应了我国经济发展的需要。我们认为，只有将自身融合于行业、经济发展大趋势的公司才能成为卓越的公司。岳阳纸业正是这样的公司。

公司大股东中国纸业投资总公司具有优秀的资产整合能力，拥有央企背景，拥有多方力量的支持。我们预计，在“十二五”期间，公司会成为中国林、浆旗舰。

岳阳纸业拥有的种种特殊优势，会随着时间而慢慢显现，公司值得长期关注。

公司目前价值在 132-152 亿元之间，对应股价为 15.6-18.0 元。公司目前股价 10.66 元，给予买入评级。



风险分析

公司股价可能存在的风险因素主要包括：

- 1、原油价格大幅上涨。木浆成本与原油价格直接相关。
- 2、棉花价格大幅下降。公司溶解浆盈利能力直接受到棉花价格的影响。公司溶解浆业务的盈亏平衡点大约在棉花价格为 23000 元/吨时出现。
- 3、意外事件导致公司林业资源大规模损毁。



指标分析

	2009A	2010 A	2011F	2012F	2013F
业绩表现					
收入增长率	-7.14%	56.93%	7.68%	71.87%	0.74%
净利增长率	-29.41%	67.47%	148.12%	92.50%	10.72%
EBITDA 增长率	-10.87%	55.16%	64.26%	81.08%	7.14%
EBIT 增长率	-30.31%	61.54%	155.19%	91.19%	10.18%
主营业务利润率	2.68%	2.66%	8.11%	9.14%	10.01%
ROE	3.12%	3.43%	7.84%	13.27%	13.14%
ROIC	1.59%	1.62%	3.94%	3.78%	5.56%
价值评估					
P / E	91.1	53.8	25.6	13.3	12.0
EV	19572.00	18934.59	13379.72	21994.39	16212.16
EV / 收入	6.44	3.97	2.61	2.49	1.82
EV / EBITDA	59.67	37.20	16.00	14.53	10.00
EV / EBIT	184.29	110.36	30.56	26.28	17.58
EV / NOPLAT	208.43	120.39	34.29	29.28	19.49
EV / IC	2.60	1.95	1.35	1.11	1.08
P / B	5.19	3.36	2.01	1.76	1.58
每股指标					
报表 EPS	0.13	0.22	0.46	0.89	0.99
每股红利	0.05	0.03	0.08	0.20	0.17
每股净资产	4.62	5.44	5.90	6.71	7.50
每股销售额	4.66	5.66	6.09	10.47	10.54
流动性					
净负债 / 权益	1.32	0.64	0.49	2.31	0.76
总负债 / 总资产	0.70	0.62	0.60	0.77	0.64
流动比率	0.86	1.27	1.23	0.82	0.72
速动比率	0.38	0.75	0.59	0.42	0.41



报表预测

	2010A	2011F	增长率	2012F	增长率	2013F	增长率
利润表（百万元）							
营业收入	4768.23	5134.60	7.68%	8824.60	71.87%	8889.60	0.74%
营业成本	3942.18	4128.82	4.73%	6838.26	65.62%	6981.26	2.09%
营业税金及附加	11.29	17.68	56.60%	23.19	31.17%	25.01	7.85%
营业费用	179.12	205.38	14.66%	308.86	50.38%	222.24	-28.05%
管理费用	289.09	308.08	6.57%	441.23	43.22%	355.58	-19.41%
财务费用	210.18	50.00	-76.21%	408.92	717.84%	405.66	-0.80%
资产减值损失	9.50	8.07	-15.05%	-2.64	-132.71%	9.67	-466.29%
公允价值变动收益	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
投资净收益	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	126.86	416.58	228.38%	806.78	93.67%	890.18	10.34%
营业外收入	47.71	25.28	-47.01%	33.03	30.66%	35.34	6.99%
营业外支出	3.01	4.04	34.22%	2.75	-31.93%	3.26	18.55%
利润总额	171.56	437.82	155.20%	837.06	91.19%	922.25	10.18%
所得税	14.29	47.60	233.10%	85.89	80.44%	90.58	5.46%
净利润	157.27	390.22	148.12%	751.17	92.50%	831.67	10.72%
少数股东损益	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
归属母公司净利润	157.27	390.22	148.12%	751.17	92.50%	831.67	10.72%
EBITDA	508.97	836.01	64.26%	1513.83	81.08%	1621.85	7.14%
EPS（摊薄）	0.22	0.46	109.11%	0.89	93.48%	0.99	11.24%
资产负债表（百万元）							
流动资产	5864.28	5997.44	2.27%	12741.31	112.45%	6397.41	-49.79%
现金	1571.37	1527.32	-2.80%	2215.53	45.06%	2412.16	8.88%
应收账款	481.12	457.55	-4.90%	1148.31	150.97%	414.71	-63.89%
其它应收款	36.71	76.92	109.53%	106.16	38.01%	64.36	-39.37%
预付账款	744.62	643.05	-13.64%	1790.20	178.39%	525.77	-70.63%
存货	2424.01	3122.78	28.83%	6149.70	96.93%	2774.57	-54.88%
其他	606.45	169.81	-72.00%	1331.41	684.06%	205.83	-84.54%
非流动资产	6240.87	6388.77	2.37%	11640.63	82.20%	11036.51	-5.19%
长期投资	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
固定资产	5947.37	5982.22	0.59%	9775.86	63.42%	9454.11	-3.29%
无形资产	223.35	234.08	4.80%	388.33	65.90%	382.65	-1.46%
其他	70.15	172.47	145.86%	1476.45	756.06%	1199.75	-18.74%
资产总计	12105.15	12386.21	2.32%	24381.94	96.85%	17433.92	-28.50%
流动负债	4613.82	4865.76	5.46%	15578.35	220.16%	8863.03	-43.11%
短期借款	1717.40	1783.78	3.87%	10181.63	470.79%	5490.17	-46.08%
应付账款	920.20	1007.35	9.47%	2506.56	148.83%	879.45	-64.91%
其他	1976.22	2074.63	4.98%	2890.15	39.31%	2493.41	-13.73%
非流动负债	2903.20	2542.11	-12.44%	3143.05	23.64%	2243.44	-28.62%
长期借款	2846.06	2392.58	-15.93%	3010.77	25.84%	2130.46	-29.24%
其他	57.14	149.53	161.69%	132.28	-11.54%	112.99	-14.58%



负债合计	7517.02	7407.87	-1.45%	18721.40	152.72%	11106.47	-40.68%
少数股东权益	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
归属母公司股东权益	4588.13	4978.34	8.50%	5660.54	13.70%	6327.45	11.78%
负债和股东权益	12105.15	12386.21	2.32%	24381.94	96.85%	17433.92	-28.50%

现金流量表（百万元）

经营活动现金流	-403.20	737.70	-283%	-227.90	-131%	448.03	-297%
净利润	157.27	390.22	148%	751.17	93%	831.67	11%
折旧摊销	337.40	398.19	18%	676.77	70%	699.60	3%
财务费用	210.18	50.00	-76%	408.92	718%	405.66	-1%
投资损失	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
投资活动现金流	-404.54	-545.91	35%	-528.87	-3%	-95.37	-82%
资本支出	200.63	55.33	-72%	529.35	857%	584.93	10%
其他	-203.46	-490.58	141%	-659.52	34%	-680.30	3%
筹资活动现金流	1801.15	-235.84	-113%	402.24	-271%	470.10	17%
短期借款	-58.10	66.38	-214%	-24.89	-137%	-5.53	-78%
长期借款	483.96	-453.48	-194%	618.19	-236%	-880.31	-242%
其他	1375.29	151.26	-89%	-191.06	-226%	1.03	-101%



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

- 1、 $EV = \text{股权价值} + \text{债权价值} - \text{现金}$
- 2、 $EBIT = \text{营业利润} + \text{财务费用}$
- 3、 $EBITDA = EBIT + \text{折旧} + \text{摊销}$
- 4、 $NOPLAT = EBIT \times (1 - \text{所得税率}) = EBIT - \text{所得税}$ （只考虑核心业务，扣除非经常性损益）
- 5、 $IC (\text{invested capital}) = \text{股东权益} + \text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券} + \text{少数股东权益} - \text{现金} - \text{短期投资} - \text{长期投资}$
- 6、 $ROIC = NOPLAT / IC \times 100\%$
- 7、 $OPFCF = EBITDA - \text{税收} - \text{净资本性支出} - \text{营运资本的增加}$
- 8、 $WACC = [(K_e \times V_e) + (K_d \times V_d)] / (V_e + V_d)$
- 9、 $K_d = \text{债务成本} = \text{债务利率} \times (1 - \text{税率})$
- 10、 $V_e = \text{股本价值} = \text{股价} \times \text{总股本}$ $V_d = \text{债务价值}$
- 11、 $K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$
- 12、 $\text{营运资本} = \text{流动资产} - \text{流动负债}$



分析师介绍

田东红：经济学硕士，建筑建材行业首席分析师。5 年建材行业从业经历，11 年证券行业研究经历。09 年《今日投资》评为最佳独立分析师和最佳行业分析师。2010 年带领团队获得新财富非金属建材行业最佳分析师第五名。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 010-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/或个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。