



证券研究报告·上市公司简评

造纸

公司价值等待市场去发现

—岳阳纸业2011年一季度点评

事件

公布 2011 年 1 季报

公司2011年1季度营业收入17.2亿元，增长51.56%；利润总额7.13亿元，增长5.23%；实现净利润6.91亿元，增长11.1%。基本每股收益0.08元，符合我们的预期。

简评

公司利润仍会持续增长

短期看，公司新建 40 万吨文化纸的盈利还没有完全释放，而且公司年底高盈利溶解浆的部分投产也带来利润增长。公司在国内最早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。木材价格长期看涨，公司盈利将逐步增加。

公司价值不能静态考虑

公司变身央企，享受信息、资金、资源、政策等方面的优势。中国纸业未来有可能是央企在造纸行业中仅存的硕果。中国纸业力争三年内整体上市，岳阳纸业作为中国纸业重要的资产整合平台，必将获得迅速的、巨大的发展。公司增值潜力巨大。

维持“买入”评级

我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.46 元、0.89 元、0.99 元，公司发展迅速，用 2012 年数据比较合理。对应的 2012 年动态 PE 仅有 11.6 倍。从公司未来的发展空间和盈利增长看，公司价值仍显低估，维持公司的“买入”评级。

预测和比率

	2010A	2011F	2012F	2013F
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	46.95	22.46	11.61	10.43

岳阳纸业 (600963)

维持

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 4 月 19 日

当前股价：10.33 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
	-5.57/-11.09	17.88/4.93	3.87/6.21
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）			87.27
流通市值（亿元）			73.09
近 3 月日均成交量（万）			1760.07
主要股东			
泰格林纸集团股份有限公司			22.48%

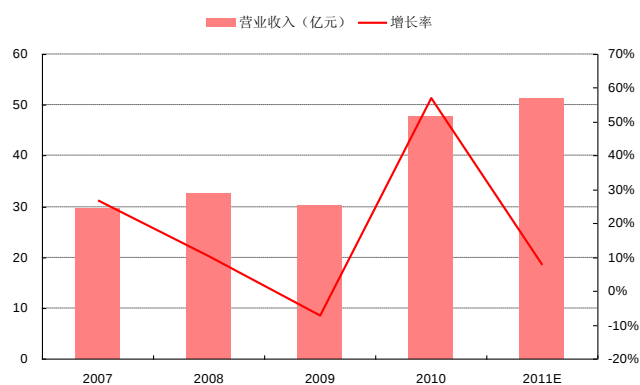
股价表现



相关研究报告

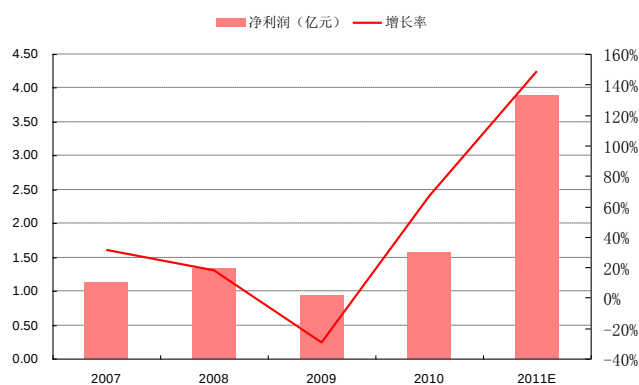
11.03.29 得天独厚，成就纤维原料之王

图1： 公司近年来营业收入及增长



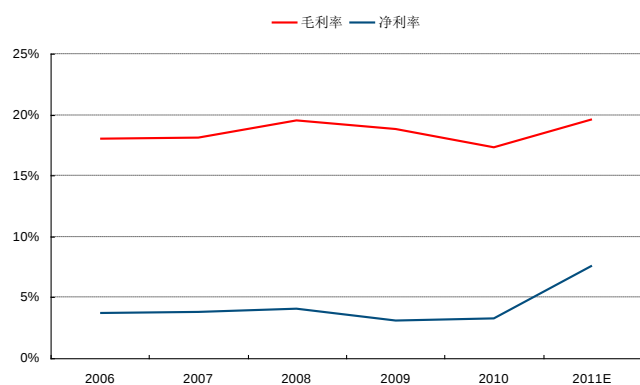
资料来源: wind 资讯 中信建投证券研究发展部

图2： 公司近年来净利润及增长



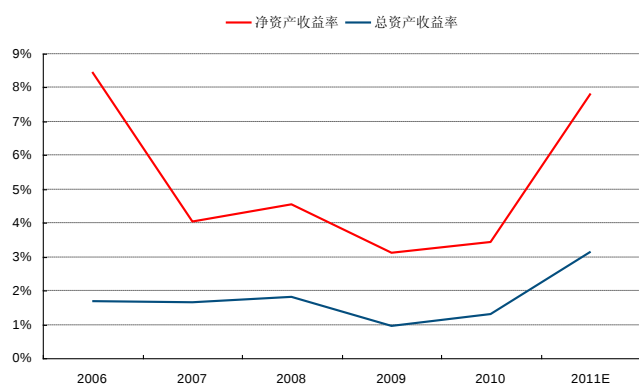
资料来源: wind 资讯 中信建投证券研究发展部

图3： 公司近年来综合毛利率和净利率



资料来源: wind 资讯 中信建投证券研究发展部

图4： 公司近年来净资产收益率和总资产收益率



资料来源: wind 资讯 中信建投证券研究发展部



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%



上市公司简评报告

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。



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

董事总经理 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 chen yangbj@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 021-68825001 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。本报告清晰准确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。