

中长期业绩可期

报告摘要:

盈利触底。公司主要产品为短丝级溶解浆、化机浆、文化纸和铜板纸和白卡纸。造纸行业是典型的重资产周期行业，经济下滑致业绩呈现加速下滑，除了行业需求层面的原因，还来自于外部冲击，表现为原材料价格大幅下跌，导致大量资产减值准备的计提。同时，2011年下半年较紧的货币环境增加了公司财务成本，这一外部环境的冲击将在2012年有明显改观，甚至有资产减值准备冲回的可能性。

铜版纸拖累业绩。公司当前业绩不佳，与较差的经济环境有关，同时去年下半年投产的40万吨铜版纸遭遇供给大量增加和需求不景气的双重打击，成为拖累业绩的主要原因。

溶解浆业务有较宽的护城河。公司于2011年10月成功将30万吨化学浆技改成20万吨溶解浆，因其较为突出的技术水平，产品品质较好，售价也相对较高，同时全球唯一的连续蒸煮工艺又大幅降低生产成本，公司溶解浆相比同行有明显的护城河优势，值得长期看好；另外老挝50万吨化学浆项目也按照30万吨溶解浆生产线制造，将于2013年下半年投产。

其他业务盈利稳定。公司有40万吨的化机浆产能，除了部分自用，主要供给合资公司生产白卡纸，因产品的用途以及在本地产销，盈利能力较强。公司双胶纸产品品质优良，售价较高，盈利稳定。白卡纸主要由美国国际纸业运营，当前有80万吨产能，公司占45%的股权，另外40万吨食品卡也将于2012年下半年投产，白卡业务景气度较高，盈利稳定。需要指出的是，合资公司40万吨食品卡项目，公司由落后产能淘汰的厂房出资，占45%股权。

盈利预测与投资评级。预计公司2012-2014年EPS分别为0.38元、0.65元和0.99元，我们认为公司溶解浆业务将逐步成为利润贡献的主要来源，市场将逐步扭转以造纸业务给予估值的现状，我们给予公司“推荐”的投资评级。

风险提示：市场需求长期低迷

股票数据

2012/6/28

收盘价(元)	5.80
12个月股价区间(元)	5.80 ~ 11.35
总市值(百万元)	5,828
总股本(百万股)	1,005
A股(百万股)	1,005
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	1

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	-14%	-15%	-45%
相对收益	-7%	-13%	-25%

相关报告

证券分析师: 叶长青

(021)20361174 yecq@nesc.cn

财务摘要 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	8037	8762	10368	12116	14501
(+/-)%	34.83%	9.02%	18.33%	16.86%	19.68%
净利润	753	563	468	815	1210
(+/-)%	32.90%	-21.54%	-13.31%	71.97%	52.45%
每股收益(元)	0.63	0.50	0.38	0.65	0.99
市盈率	10	13	17	10	6
市净率	2	2	1	1	1
净资产收益率(%)	17.93%	12.86%	8.54%	13.61%	17.80%
股息收益率(%)	1.34%	1.23%	3.11%	4.66%	3.11%
总股本(百万股)	1005	1005	1285	1145	1145

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	1315	924	727	407	净利润	563	468	815	1210
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	92	-53	-46	-37
应收款项	664	615	774	864	折旧及摊销	602	827	966	1136
存货	1248	1744	2033	2194	公允价值变动损失	-5	-9	-10	-11
其他流动资产	0	84	89	96	财务费用	353	374	402	476
流动资产合计	5376	5275	6073	6514	投资损失	-108	-37	-40	-42
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	-316	-289	-522	-286
长期投资净额	799	808	819	832	其他	-59	-344	5	13
固定资产	8377	9912	11583	13863	经营活动净现金流量	1062	1100	1355	2215
无形资产	410	524	636	744	投资活动净现金流量	-2513	-1909	-2053	-2823
商誉	0	0	0	0	融资活动净现金流量	1638	419	500	289
非流动资产合计	9812	11118	12462	14431	企业自由现金流	-2243	-28	-794	-704
资产总计	15188	16392	18535	20945	财务与估值指标				
短期借款	4963	4583	6313	7271	每股指标				
应付款项	1046	1081	1279	1465	每股收益 (元)	0.50	0.38	0.65	0.99
预收款项	155	193	222	268	每股净资产 (元)	3.86	4.43	4.78	5.57
一年内到期的非流动负债	358	750	350	500	每股经营性现金流量 (元)	1.06	0.96	1.18	1.93
流动负债合计	8013	8199	10071	11499	成长性指标				
长期借款	1580	1380	1180	1180	营业收入增长率	9.02%	18.33%	16.86%	19.68%
其他长期负债	63	69	69	69	净利润增长率	-21.54%	-13.31%	71.97%	52.45%
长期负债合计	2647	2447	2247	2247	盈利能力指标				
负债合计	10660	10645	12318	13746	毛利率	16.40%	11.58%	13.89%	15.96%
归属于母公司股东权益合计	3883	5067	5468	6374	净利率	5.70%	4.17%	6.14%	7.83%
少数股东权益	645	680	750	825	运营效率指标				
负债和股东权益总计	15188	16392	18535	20945	应收账款周转率 (次)	24.34	20.06	22.20	21.13
					存货周转率 (次)	61.51	51.07	56.29	53.68
					偿债能力指标				
					资产负债率	70.19%	64.94%	66.45%	65.63%
					流动比率	0.67	0.64	0.60	0.57
					速动比率	0.40	0.37	0.32	0.29
					费用率指标				
					销售费用率	3.27%	3.27%	3.27%	3.27%
					管理费用率	2.21%	2.21%	2.21%	2.21%
					财务费用率	6.85%	3.57%	3.29%	3.26%
					分红指标				
					分红比例				
					股息收益率	1.23%	3.11%	4.66%	3.11%
					估值指标				
					P/E (倍)	13	17	10	6
					P/B (倍)	2	1	1	1
					P/S (倍)	1	1	1	1
					净资产收益率	12.86%	8.54%	13.61%	17.80%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中所涉及的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760