

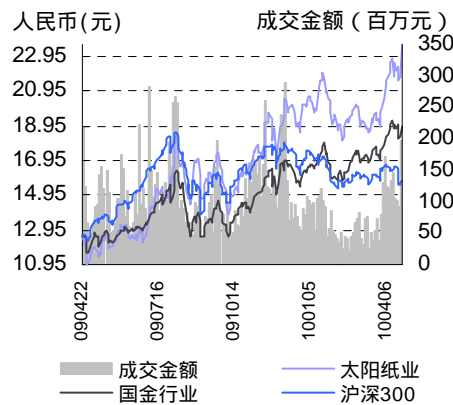
市价(人民币)：23.65元

一体化布局显成效，未来快速增长值得期待

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	502.40
总市值(百万元)	11,881.88
年内股价最高最低(元)	23.65/10.95
沪深 300 指数	3236.68
中小板指数	6512.48



相关报告

1. 《盈利回升迅速,提高盈利预测》, 2009.10.26
2. 《中报点评》, 2009.8.26

万友林 分析师 SAC 执业编号: S1130209030266
(8621)61038259
wanyl@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.456	0.953	1.384	1.510	2.032
每股净资产(元)	5.18	5.96	7.21	8.04	9.93
每股经营性现金流(元)	3.53	0.98	1.36	1.62	2.31
市盈率(倍)	14.98	21.69	17.08	15.66	11.64
行业优化市盈率(倍)	13.42	26.85	26.85	26.85	26.85
净利润增长率(%)	-39.99%	109.01%	45.33%	9.03%	34.57%
先前预期每股收益(元)		0.952	1.384	1.510	
净资产收益率(%)	8.80%	17.11%	19.21%	18.78%	20.46%
总股本(百万股)	502.41	502.41	502.41	502.41	502.41

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 2009 年实现营业收入 59.61 亿元，同比增长 2.78%；归属上市公司股东净利润 4.79 亿元，同比增长 109.02%；摊薄 EPS 为 0.95 元，符合我们的预期；分配方案为每 10 股送 4 股转增 6 股，并派现 2.00 元（含税）。

经营分析

- 公司收入小幅增长源于销量增加：09 年公司成品纸销量为 109 万吨，同比增长约 15%，在产品综合均价下降 10%左右的情况下，销量的增加使得公司营业收入同比小幅增长了 2.78%。
- 净利润增速远快于收入增速：净利润增长远快于收入增长原因：（1）受益于自制浆用量的增加以及铜版纸、白卡纸盈利能力的上升（见图表 8、12），公司 09 年的综合毛利率达到 18.09%，同比提升了 3.49 个百分点；（2）公司 09 年财务费用为 1.82 亿元（费用率为 3.16%），08 年为 2.99 亿元，同比大幅下降了 39.17%（银行贷款利率下降、贴现利率下降，利息减少），财务费用的大幅下降对公司业绩的快速增长亦起到了积极的促进作用；（3）万国太阳与国际太阳 09 年实现净利润 1.25 亿元和 3289 万元，而 08 年同期则为 -3664 万元和 -1.11 亿元，合资公司的成功扭亏，进一步增强了公司的盈利能力。
- 危机后纸业景气在回升：受益于行业景气的复苏，公司单季度盈利呈现出逐季上升的态势，09 年 1 至 4 季度归属上市公司股东净利润分别为 0.61 亿、0.91 亿、1.69 亿和 1.58 亿，其中，3、4 季度盈利已创历史新高。

盈利调整

- 暂时维持公司 2010-2012 年 EPS 为 1.38 元、1.51 元和 2.03 元的盈利预测，同比增速分别为 45.33%、9.03%和 34.57%。

投资建议

- 公司目前股价对应 2010-2012 年的动态 PE（未摊薄）分别为 17.1 倍、15.7 倍和 11.6 倍，维持“买入”评级。

自制浆比重加大，有利于盈利能力的提升

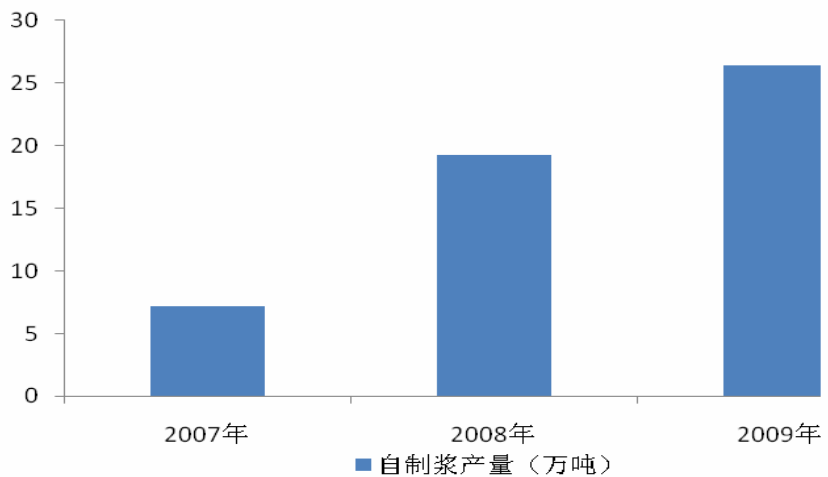
- 08 年公司化机浆一期投产，09 年 5 月化机浆二期成功试产，11 月化学浆生产线技改及碱回收工程顺利完工，截至 2009 年底，公司自制木浆产能已达到 60 万吨（09 年公司造纸的总用浆量中，24.87%为自制浆）；在全球商品浆价格高企的大背景下，木浆自给率比重的加大，将有助于公司盈利能力的进一步提升。
- 目前，化机浆和化学浆的生产成本分别在 3000 元/吨和 4500 元/吨左右，市场价则在 4000 元/吨和 6500 元/吨附近，自制浆成本优势较为明显。

图表1：公司木浆产能明细

木浆	产能（万吨）	分布	投产时间	持股比例
化机浆	13	合利纸业	2008年1月	75%
化机浆	25	永悦纸业	2009年5月	75%
化学浆	20	母公司	2009年11月	100%
漂白阔叶浆	30	老挝浆厂	2012年	100%

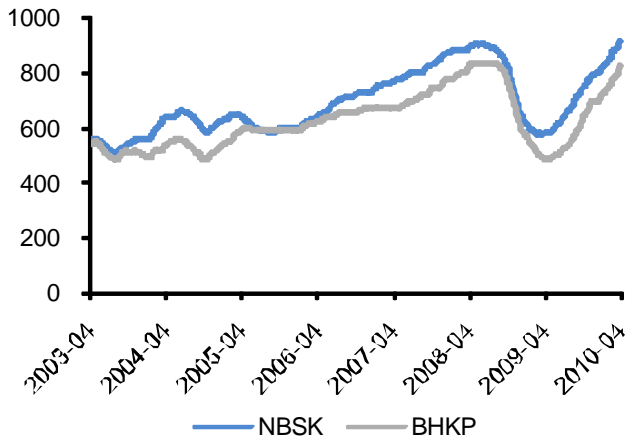
来源：国金证券研究所

图表2：07-09 年公司自制浆产量比较

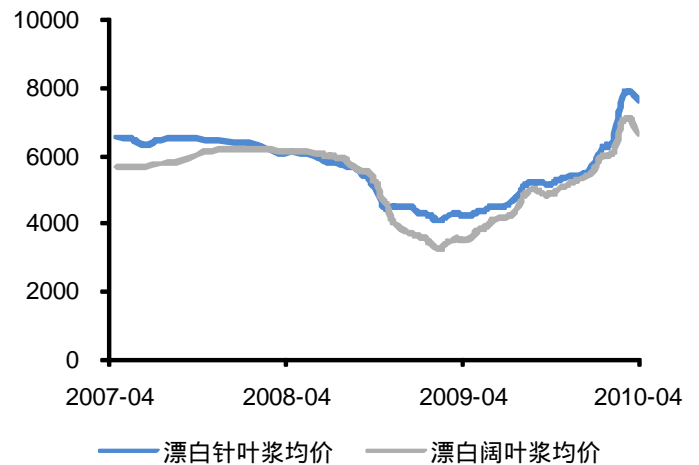


来源：国金证券研究所

图表3：欧洲市场木浆价格走势（美元/吨）



图表4：国内进口漂白浆现货均价（元/吨）



来源：国金证券研究所

我们认为公司未来业绩的增长点主要有：

- 自制浆占比的增加将有助于公司盈利能力的提升；
- 23#机投产后有望成为公司新的利润增长点；
- 公司 5 万千瓦热电联产背压汽轮发电项目 09 年 9 月投入运行，将有效降低电煤消耗，从而节省成本费用；
- 未来老挝项目的投产，将进一步增强公司的竞争实力。

附：老挝项目进展

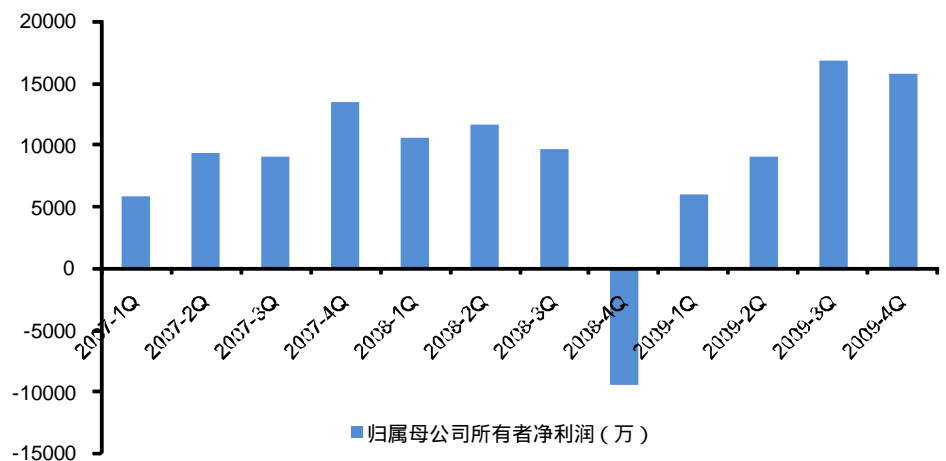
- 公司已经与老挝政府签署了建设 40,000 公顷示范林基地的土地合同，目前已获得 17,000 多公顷土地批文。此外，公司还计划采用“3+2”方式（公司为当地百姓提供树苗、技术指导，并收购其林木，当地百姓提供劳动力和土地种林）与当地百姓合作造林，力争在未来建成 10 万公顷的百姓合作林。
- 2009 年 1 月，公司老挝纸浆林苗木培育基地建成并投入使用，年育苗能力近期达 2000 万株；老挝沙湾那吉省 1200 亩的相思、桉树速生林示范基地已经于 2009 年 6 月完成；沙湾那吉省 11 万亩的速生示范基地将在 2010 年底完成种植任务。
- 2009 年，“年产 30 万吨浆厂项目”3000 亩的用地计划已经得到老挝当地政府批准，计划 2010 年 5 月进入浆厂用地平整阶段，10 月开始浆厂建设，预计于 2012 年上半年达产。

图表5：公司各纸种产能明细

纸种	产能(万吨)	地点	纸机号	附注	持股比例
铜版纸	40	天章纸业	16#, 19#, 20#	20#为涂布机, 16#19#为铜版原纸生产线 铜板原纸	69%
	5	中天纸业	21#部分产能		75%
双胶纸	20	母公司, 兴隆分公司		其中约8万吨为高档双胶纸	100%
	35	华茂纸业	23#	高端文化纸, 2010年4月投产	75%
	20	中天纸业	21#		75%
白纸板	15	朝阳纸业			75%
	13	太阳纸业			55%
白卡纸	45	万国纸业	17#, 18#	与IP合资, 09年8月持股比例由50%下降为45%	45%
	40	山东国际纸业	22#		45%

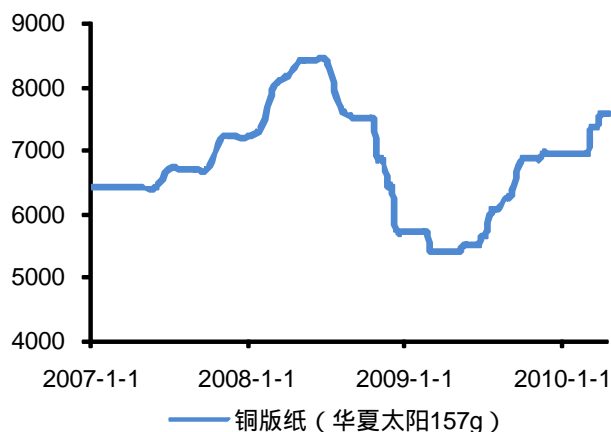
来源：国金证券研究所

图表6：07年以来公司单季度净利润比较



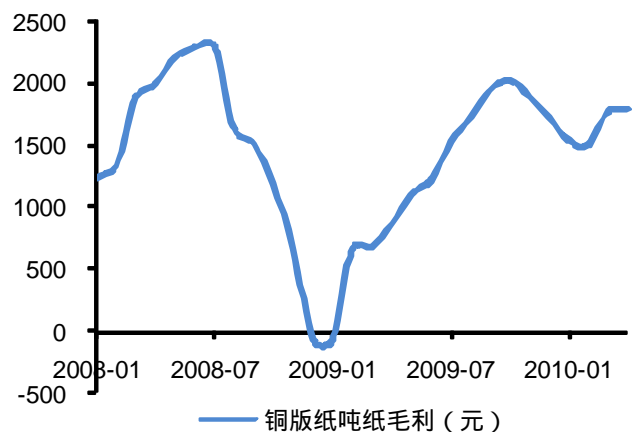
来源：国金证券研究所

图表7：公司铜版纸出厂价比较

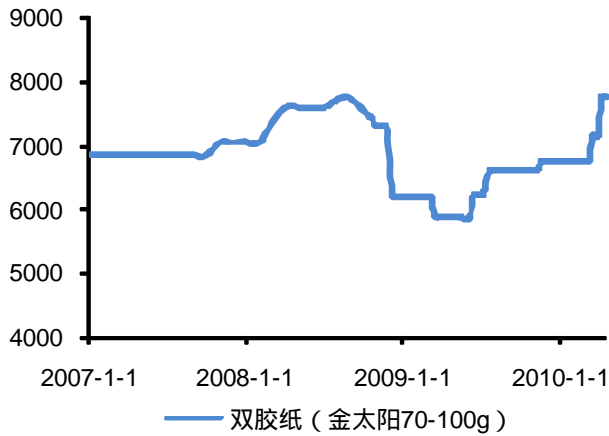


来源：国金证券研究所

图表8：铜版纸吨纸毛利测算

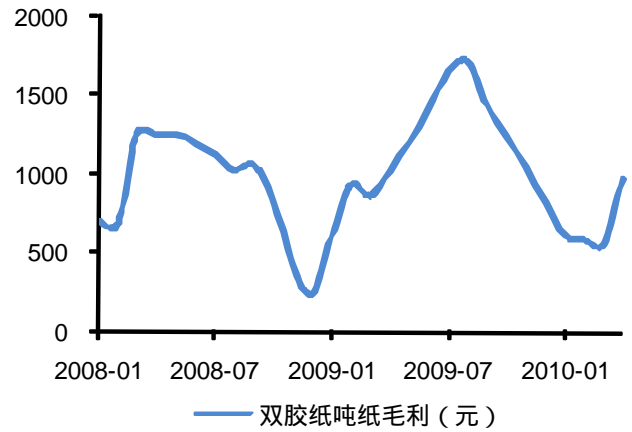


图表9：公司双胶纸出厂价比较

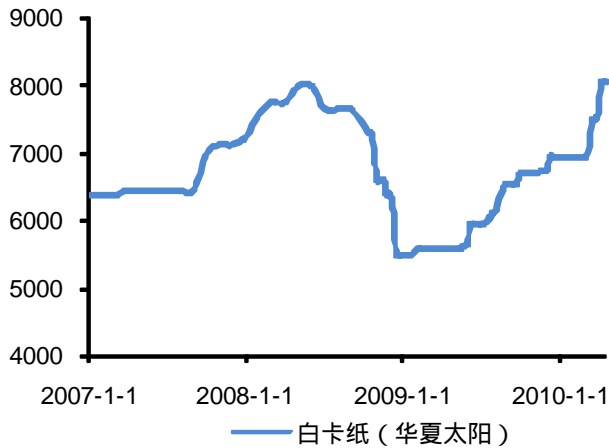


来源：国金证券研究所

图表10：双胶纸吨纸毛利测算

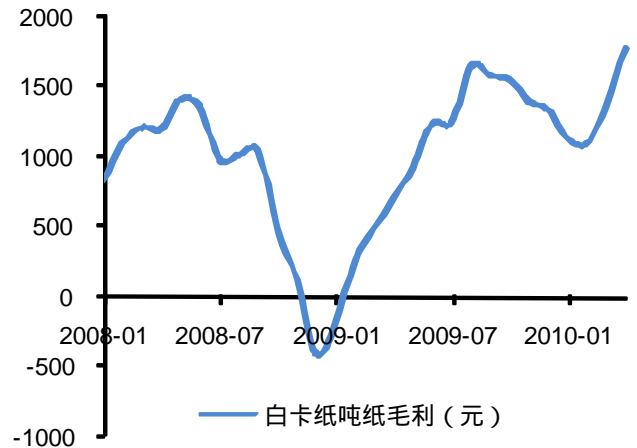


图表11：公司白卡纸出厂价比较



来源：国金证券研究所

图表12：白卡纸吨纸毛利测算



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	2	2	2	13
买入	0	0	0	1	14
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.00	1.14	1.44

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2008-08-19	买入	13.99	N/A
2 2008-10-14	买入	7.73	N/A
3 2008-10-28	买入	7.03	N/A
4 2008-12-12	买入	7.97	N/A
5 2009-08-26	买入	17.01	N/A
6 2009-10-26	买入	16.30	N/A

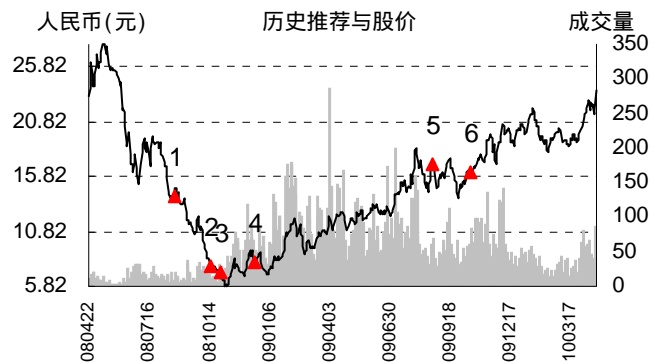
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
- 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
- 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室