

王旭东 021-68407681
wangxd@cmschina.com.cn

濮冬燕 021-68407301
pudy@cmschina.com.cn

2009年4月27日

景兴纸业(002067.SZ)/4.92元

产品毛利大幅下滑

原材料·造纸印刷

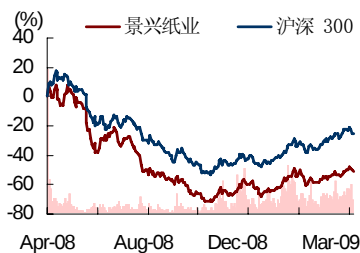
中性-A(下调)

基础数据

上证综指	2405
总股本(万股)	39200
已上市流通股(万股)	19300
总市值(亿元)	19
流通市值(亿元)	9
每股净资产(MRQ)	4.9
ROE(TTM)	2.7
资产负债率	53.9%
主要股东	朱在龙
主要股东持股比例	21.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	9	44	-47
相对表现	0	3	-25



相关报告

- 1、《景兴纸业(002067)-增收未能增利》2008/9/1
- 2、《景兴纸业-景特彩产品前景需密切跟踪》2008/07/08
- 3、《景特彩业务、原料林项目是成长关键》2008/04/04
- 4、《造纸行业2009年二季度投资策略-成熟期投资看硬估值》2009/04/01

公司年报巨亏，一季报预计微利，景特彩业务进展一般。我们预计该公司业绩将随箱板纸景气波动，09较08年有所好转，长期盈利将回升至合理水平，但09年仍然是艰苦的一年，业绩难回前几年水平。

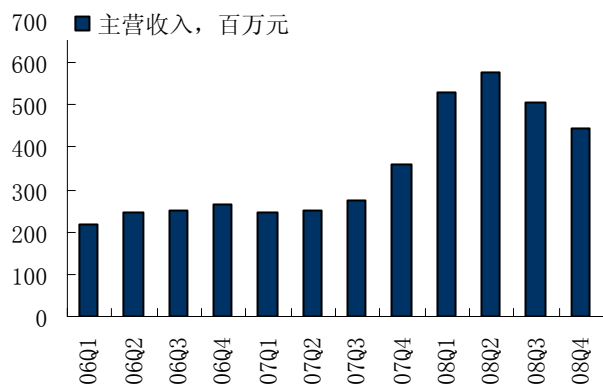
- **08年业绩增长-352%，符合之前公告。**公司08年实现销售收入20.55亿元，营业利润-2.57亿元，归属母公司净利润-2.08亿元，同比分别增长81.78%、-391%、-352.25%。每股收益为-0.53元。同时公司预计09年一季度同比下降50%-80%。
- **公司上市以来首度巨幅亏损原因有三：**
 - 1、**开工率仅为68%。**为降低库存压力，第三季度开工率低起，加上新增产能的释放，公司08年开工率水平大幅降低，开工率由07年的90%降为68%。
 - 2、**毛利大幅下滑，**主要原因是前三季度浆、煤、电等价格高企，且公司为加快回笼资金，采取降价销售。
 - 3、**大幅计提存货跌价准备，**资产减值准备同比激增**0.62亿元**，合**0.16元/股**。
- **景特彩业务进展一般。**报告期内公司1.8米的3-5层冷胶瓦楞纸箱生产线及2条覆膜彩印生产线上尚处于项目建设中，建成后将成为南疆地区最大新型包装产能。
- **预估每股收益为09年0.07元、10年0.1元。**
- **维持“中性-A”的投资评级。**我们预计该公司业绩将随箱板纸景气波动，09较08年有所好转，长期盈利将回升至合理水平，但09年仍然是艰苦的一年，业绩难回前几年水平。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	1130	2055	2938	3539	3941
同比增长	15%	82%	43%	20%	11%
营业利润(百万元)	88	34	44	57	
同比增长	3%	-391%	-113%	32%	27%
净利润(百万元)	82	29	38	48	
同比增长	41%	-352%	-114%	29%	26%
每股收益(元)	0.21	-0.53	0.07	0.10	0.12
PE	22.7	-9.0	63.9	49.5	39.3
PB	1.0	1.1	1.1	1.1	1.0

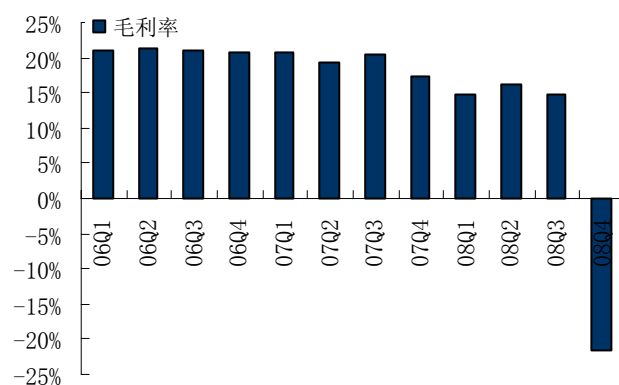
资料来源：招商证券

图 1: 景兴纸业单季度营业务收入



资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 景兴纸业单季度毛利率



资料来源: 招商证券研发中心

表1: 景兴纸业主营预测

单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入合计	1130	2055	2938	3539	3941
纸箱纸板	174	273	371	377	381
牛皮箱板纸	706	1343	1918	2150	2181
白面牛卡	96	136	177	532	893
高瓦纸	31	208	375	381	385
其他纸	104	65	67	69	71
其他	19	29	29	29	29
合计收入增长率	15%	82%	43%	20%	11%
纸箱纸板	14%	57%	36%	1%	1%
牛皮箱板纸	19%	90%	43%	12%	1%
白面牛卡	-18%	41%	31%	200%	68%
高瓦纸	-13%	567%	80%	1%	1%
其他纸	31%	-37%	3%	3%	3%
其他	353%	53%	0%	0%	0%
合计毛利率	19%	7%	15%	15%	15%
纸箱	0%	4%	8%	8%	9%
牛皮箱板纸	2%	7%	14%	14%	14%
白面牛卡	25%	11%	14%	14%	14%
高瓦纸	1%	5%	20%	20%	20%
其他纸	10%	29%	27%	27%	27%
其他	19%	12%	14%	16%	17%

资料来源: 招商证券研发中心

表 2: 盈利预测简表

单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1130	2055	2938	3539	3941
营业成本	913	1904	2512	3020	3363
营业税金及附加	8	5	7	9	10
营业费用	47	103	147	177	198
管理费用	38	83	119	143	159
财务费用	41	119	120	145	155
资产减值损失	(4)	97	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(0)	(0)	0	0	0
营业利润	88	(257)	34	44	57
营业外收入	5	4	4	4	4
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	93	(254)	37	47	60
所得税	10	5	5	7	8
净利润	83	(259)	31	41	51
少数股东损益	1	(51)	2	3	4
归属于母公司净利润	82	(208)	29	38	48
EPS (元)	0.21	(0.53)	0.07	0.10	0.12

资料来源: 招商证券

表 4: 各季度业绩回顾

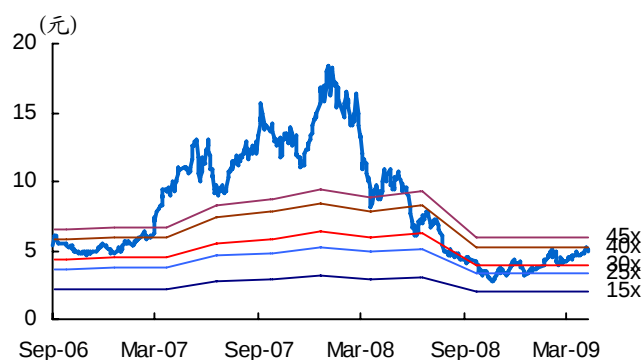
(百万元)	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4
营业收入	276	360	531	576	504	444
营业毛利	57	63	79	94	74	-96
营业费用	14	11	24	22	29	28
管理费用	9	13	13	17	15	37
财务费用	10	16	21	18	40	40
投资收益	0	0	0	0	0	0
营业利润	22	20	20	34	-12	-300
归属母公司净利润	20	21	15	25	-9	-239
EPS (元)	0.04	0.04	0.03	0.05	-0.02	-0.44
主要比率						
毛利率	21%	17%	15%	16%	15%	-22%
营业费用率	79%	83%	85%	84%	85%	122%
管理费用率	3%	4%	3%	3%	3%	8%
营业利润率	8%	6%	4%	6%	-2%	-68%
有效税率	12%	9%	17%	14%	-12%	2%
净利率	7%	6%	3%	4%	-2%	-54%
YoY						
收入	10%	37%	117%	131%	82%	23%
归属母公司净利润	28%	46%	-26%	16%	-144%	-1263%

资料来源: 招商证券

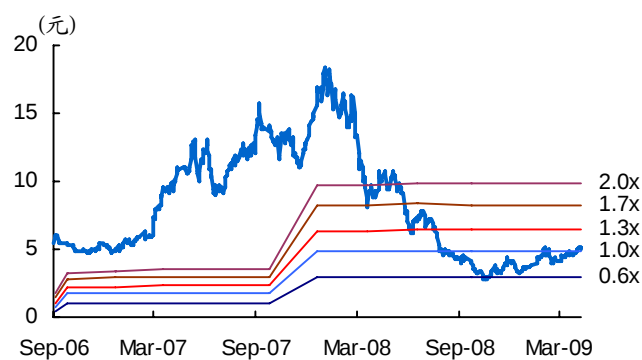
表 4: 估值对比表

公司	代码	EPS			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿元)
		08	09E	10E	08	09E	10E			
太阳纸业	002078	0.46	0.42	0.48	24	26	23	2.1	6.8	55
晨鸣纸业	000488	0.52	0.49	0.51	14	15	14	1.2	8.8	152
安妮股份	002235	0.60	0.60	0.66	30	30	27	3.9	11.6	18
博汇纸业	600966	0.50	0.54	0.59	15	14	12	1.5	10.2	37
美利纸业	000815	0.43	0.37	0.47	22	26	21	1.6	6.1	15
岳阳纸业	600963	0.21	0.26	0.28	32	26	25	1.5	3.8	45
华泰股份	600308	0.66	0.58	0.61	15	17	17	1.5	7.5	56
合兴包装	002228	0.51	0.52	0.57	45	44	40	5.7	12.9	23
景兴纸业	002067	-0.51	0.07	0.10	-9	68	48	1.1		19
平均						30	25	2.2	8.5	47

资料来源：招商证券

图 3: 景兴纸业历史 PE Band


资料来源：招商证券研发中心

图 4: 景兴纸业历史 PB Band


资料来源：招商证券研发中心

参考报告:

- 1、《景兴纸业（002067）-增收未能增利》2008/9/1
- 2、《景兴纸业-景特彩产品前景需密切跟踪》2008/07/08
- 3、《景特彩业务、原料林项目是成长关键》2008/04/04
- 4、《造纸行业 2009 年二季度投资策略-成熟期投资看硬估值》2009/04/01

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1926	1815	1506	1773	1951
现金	994	870	200	200	200
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	117	178	255	307	342
应收款项	408	406	580	699	778
其它应收款	7	14	21	25	28
存货	264	285	376	452	504
其他	136	61	74	89	99
非流动资产	1739	2188	2697	2891	2973
长期股权投资	2	17	17	17	17
固定资产	1445	1725	2535	2728	2811
无形资产	106	136	136	136	136
其他	186	310	10	10	10
资产总计	3665	4003	4204	4663	4925
流动负债	1048	1759	1930	2353	2570
短期借款	804	1250	1556	1918	2094
应付账款	97	179	236	283	315
预收账款	12	6	8	10	11
其他	135	324	130	142	149
长期负债	681	530	530	530	530
长期借款	679	528	528	528	528
其他	3	2	2	2	2
负债合计	1729	2289	2460	2883	3100
股本	392	392	392	392	392
资本公积金	1306	1305	1305	1305	1305
留存收益	197	(11)	16	50	91
少数股东权益	42	28	30	33	36
母公司所有者权益	1894	1686	1714	1748	1788
负债及权益合计	3665	4003	4204	4663	4925

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	(252)	(8)	(3)	187	286
净利润			29	38	48
折旧摊销			168	207	217
财务费用			120	145	155
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(233)	(205)	(138)
其它			(87)	3	4
投资活动现金流	(792)	(428)	(650)	(400)	(300)
资本支出			(650)	(400)	(300)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	1766	240	(17)	213	14
借款变动			104	362	176
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(1)	(4)	(7)
其他			(120)	(145)	(155)
现金净增加额	722	(195)	(670)	0	0

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1130	2055	2938	3539	3941
营业成本	913	1904	2512	3020	3363
营业税金及附加	8	5	7	9	10
营业费用	47	103	147	177	198
管理费用	38	83	119	143	159
财务费用	41	119	120	145	155
资产减值损失	(4)	97	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(0)	(0)	0	0	0
营业利润	88	(257)	34	44	57
营业外收入	5	4	4	4	4
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	93	(254)	37	47	60
所得税	10	5	5	7	8
净利润	83	(259)	31	41	51
少数股东损益	1	(51)	2	3	4
母公司所有者净利润	82	(208)	29	38	48
EPS (元)	0.21	(0.53)	0.07	0.10	0.12

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	15%	82%	43%	20%	11%
营业利润	3%	-391%	-113%	32%	27%
净利润	41%	-352%	-114%	29%	26%
获利能力					
毛利率	19.3%	7.3%	14.5%	14.7%	14.7%
净利率	7.3%	-10.1%	1.0%	1.1%	1.2%
ROE	4.4%	-12.3%	1.7%	2.2%	2.7%
ROIC	3.4%	-3.8%	3.4%	3.8%	4.1%
偿债能力					
资产负债率	47.2%	57.2%	58.5%	61.8%	63.0%
净负债比率	40.5%	49.4%	49.6%	52.4%	53.2%
流动比率	1.8	1.0	0.8	0.8	0.8
速动比率	1.6	0.9	0.6	0.6	0.6
营运能力					
资产周转率	0.3	0.5	0.7	0.8	0.8
存货周转率	4.3	6.9	7.6	7.3	7.0
应收帐款周转率	3.6	5.0	6.0	5.5	5.3
应付帐款周转率	8.6	13.8	12.1	11.6	11.2
每股资料(元)					
每股收益	0.21	-0.53	0.07	0.10	0.12
每股经营现金	-0.64	-0.02	-0.01	0.48	0.73
每股净资产	4.83	4.30	4.37	4.46	4.56
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.01	0.02
估值比率					
PE	22.7	-9.0	63.9	49.5	39.3
PB	1.0	1.1	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	-	29.7	-	-	-

分析师简介

王旭东，毕业于西安交通大学和东南大学电子工程系（硕士），七年证券从业经验，现为招商证券造纸、水务分析师。2007 年“21 世纪金牌分析师”公用事业第二名，2008 年“今日投资”公用事业最佳行业分析师，2008 年新财富公用事业第四名（团队）。

濮冬燕，经济学学士，06 年进入招商证券，现任造纸印刷、公用事业行业研究助理，具有 2 年证券从业经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我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供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。