

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

 濮冬燕 021-68407301
 pudu@cmschina.com.cn

2009年8月13日

景兴纸业(002067.SZ)/6.00元

毛利率回升但仍未达08上半年高水平

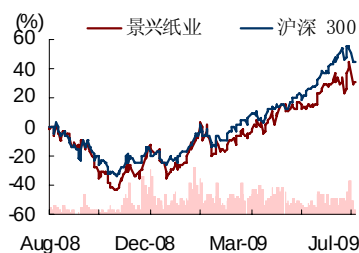
原材料·造纸印刷
中性-A(维持)

基础数据

上证综指	3265
总股本(万股)	39200
已上市流通股(万股)	19300
总市值(亿元)	25
流通市值(亿元)	12
每股净资产(MRQ)	4.3
ROE(TTM)	-14.0
资产负债率	55.0%
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	0	40	21
相对表现	-4	-13	-23



相关报告

- 1、《景兴纸业(002067)-增收未能增利》 2008/08/12
- 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

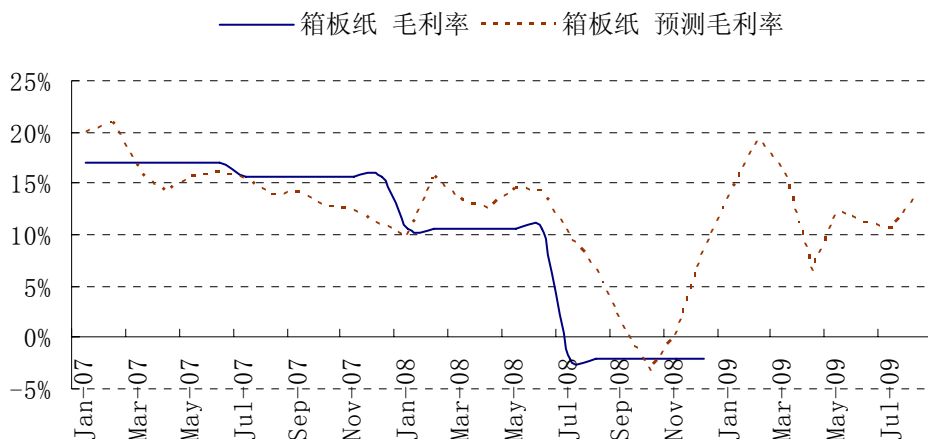
在纸价全面回升背景下，箱板纸毛利率也明显回升甚至略超长期平均毛利率，但仍未达到 08 年上半年高景气水平。受制于产能压力和出口的疲弱，箱板纸盈利进一步回升有压力。目前股价对应 09 年 PE87 倍、PB1.1 倍，维持“中性”评级。

- **09 年中期业绩同比增长为-94.4%。**公司 09 中期实现营业收入 8.58 亿元，利润总额 263.6 万元，净利润 258.18 万元，同比分别增长-22.5%、-95.2%、-94.4%。每股收益 0.03 元，业绩符合预期。
- **毛利率回升但仍未达 08 上半年高水平。**公司主要产品纸箱的毛利率由 08 年的 4.2%上升为 09 年中期的 11.5%，牛皮箱板纸由 6.8%上升为 14.2%，高瓦纸由 4.8%上升为 7.8%，白面牛卡由 11%下降为 8.6%。箱板纸毛利率也明显回升甚至略超长期平均毛利率，但仍未达到 08 年上半年高景气水平，相对 08 上半，纸箱、牛皮箱板纸、高瓦纸、白面牛卡产品销售收入同比为-0.3%、-28.3%、23.8%、-55.2%。
- **20 万吨白面牛卡纸项目将增加公司业绩。**公司 07 年增发项目年产 60 万吨高档包装纸板技术改造工程(包括 40 万吨牛皮箱板纸和 20 万吨白面牛卡纸项目)，受 08 年世界金融危机影响，公司终止了 40 万吨牛皮箱板纸项目，20 万吨白面牛卡纸项目已在建设中，达产后将成为新的业绩增长点。
- **产能压力是制约产品毛利率回升的主要原因。**据我们的统计数据显示，由于前期高位的固定资产投资，箱板纸 09 年产能较 06 年将有 32%的增幅，这是制约公司产品毛利率回升的主要原因。
- **预估 09、10 年每股收益分别为 0.07 元、0.12 元，净利润分别增长-113%、68.4%。**
- **维持“中性”评级：**在纸价全面回升背景下，箱板纸毛利率也明显回升甚至略超长期平均毛利率，但仍未达到 08 年上半年高景气水平。受制于产能压力和出口的疲弱，箱板纸盈利进一步回升有压力。目前股价对应 09 年 PE87 倍、PB1.1 倍，维持“中性”评级。

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	2445	3279	3322
同比增长	15%	82%	19%	34%	1%
营业利润(百万元)	88		32	56	70
同比增长	3%	-391%	-112%	78%	25%
净利润(百万元)	82	-208	27	45	55
同比增长	41%	-352%	-113%	68%	21%
每股收益(元)	0.21	-0.53	0.07	0.12	0.14
PE	28.5	-11.3	87.3	51.8	43.0
PB	1.2	1.4	1.4	1.4	1.3

资料来源：招商证券

图 1：箱板纸毛利走势及其预测


资料来源：招商证券

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	2445	3278	3321
纸箱纸板	174	273	292	314	317
牛皮箱板纸	706	1343	1583	1878	1906
白面牛卡	96	136	154	644	649
高瓦纸	31	208	300	322	326
其他纸	104	65	99	102	105
其他	19	29	18	18	18
合计收入增长率	15%	82%	19%	34%	1%
纸箱纸板	14%	57%	7%	8%	1%
牛皮箱板纸	19%	90%	18%	19%	1%
白面牛卡	-18%	41%	13%	319%	1%
高瓦纸	-13%	567%	44%	7%	1%
其他纸	31%	-37%	51%	3%	3%
其他	353%	53%	-38%	0%	0%
合计毛利率	19%	7%	13%	13%	13%
纸箱	0%	4%	12%	12%	12%
牛皮箱板纸	2%	7%	14%	15%	15%
白面牛卡	25%	11%	9%	10%	10%
高瓦纸	1%	5%	8%	9%	9%
其他纸	10%	29%	19%	19%	19%
其他	19%	12%	70%	70%	71%

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	2445	3279	3322
营业成本	913	1904	2118	2836	2862
营业税金及附加	8	5	4	5	5
营业费用	47	103	122	164	166
管理费用	38	83	75	100	102
财务费用	41	119	95	117	117
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)	32	56	70
营业外收入	5	4	3	3	3
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	93	(254)	34	58	72
所得税	10	5	5	9	13
净利润	83	(259)	29	49	59
少数股东损益	1	(51)	2	3	4
归属于母公司净利润	82	(208)	27	45	55
EPS (元)	0.21	(0.53)	0.07	0.12	0.14

资料来源: 招商证券

表 4: 各季度业绩回顾

(百万元)	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2
营业收入	531	576	504	444	406	452
营业毛利	79	94	74	-96	63	54
营业费用	24	22	29	28	23	20
管理费用	13	17	15	37	14	12
财务费用	21	18	40	40	25	16
投资收益	0	0	0	0	0	0
营业利润	20	34	-12	-300	-1	2
归属母公司净利润	15	25	-9	-239	3	8
EPS (元)	0.04	0.06	-0.02	-0.61	0.01	0.02
主要比率						
毛利率	15%	16%	15%	-22%	16%	12%
营业费用率	85%	84%	85%	122%	84%	88%
管理费用率	3%	3%	3%	8%	3%	3%
营业利润率	4%	6%	-2%	-68%	0%	1%
有效税率	17%	14%	-12%	2%	0%	2%
净利率	3%	4%	-2%	-54%	1%	2%
YoY						
收入	117%	131%	82%	23%	-24%	-22%
归属母公司净利润	-26%	16%	-144%	-1263%	-79%	-69%

资料来源: 招商证券

表 7: 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	0.60	0.75	35	27	21	3.1	6.8	80
晨鸣纸业	000488	0.52	0.41	0.52	17	21	17	1.5	5.0	178
安妮股份	002235	0.35	0.60	0.66	35	20	19	4.1	11.6	18
博汇纸业	600966	0.50	0.41	0.55	19	23	17	2.0	7.8	48
美利纸业	000815	0.43	0.37	0.47	24	28	22	1.7	6.1	16
岳阳纸业	600963	0.21	0.19	0.38	42	47	23	2.0	3.8	58
华泰股份	600308	0.66	0.62	0.66	20	22	20	1.9	5.2	73
合兴包装	002228	0.27	0.52	0.57	49	25	23	6.6	12.9	25
景兴纸业	002067	-0.53	0.07	0.12				1.4		24
平均					30	27	20	3	7	58

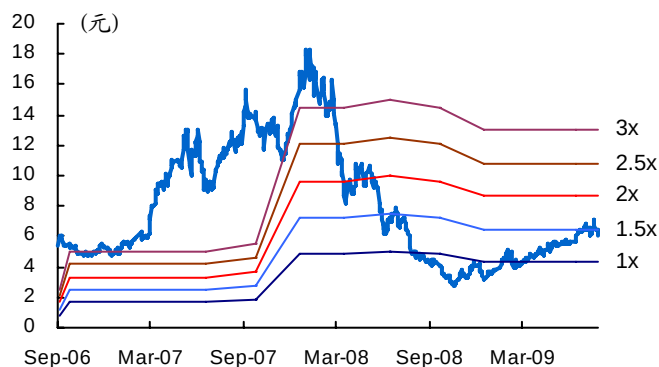
资料来源: 招商证券

图 1: 景兴纸业历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 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》 | 2008/08/12 |
| 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 |

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	1292	1664	1681
现金	994	870	200	200	200
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	117	178	212	285	289
应收款项	408	406	483	648	656
其它应收款	7	14	17	23	23
存货	264	285	317	425	429
其他	136	61	62	84	84
非流动资产	1739	2188	2455	2519	2532
长期股权投资	2	17	17	17	17
固定资产	1445	1725	2292	2356	2369
无形资产	106	136	136	136	136
其他	186	310	10	10	10
资产总计	3665	4003	3747	4183	4213
流动负债	1048	1759	1480	1880	1874
短期借款	804	1250	1147	1458	1448
应付账款	97	179	199	266	268
预收账款	12	6	7	9	9
其他	135	324	127	147	147
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	2010	2410	2404
股本	392	392	392	392	392
资本公积金	1306	1305	1305	1305	1305
留存收益	197	(11)	10	42	75
少数股东权益	42	28	30	33	37
母公司所有者权益	1894	1686	1707	1739	1772
负债及权益合计	3665	4003	3747	4183	4213

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	(252)	(8)	85	(30)	248
净利润			27	45	55
折旧摊销			74	85	87
财务费用			95	117	117
投资收益			(0)	(0)	(0)
营运资金变动			(60)	(282)	(14)
其它			(50)	4	4
投资活动现金流	(792)	(428)	(350)	(150)	(100)
资本支出			(350)	(150)	(100)
其他投资			(0)	0	0
筹资活动现金流	1766	240	(405)	180	(148)
借款变动			(304)	311	(10)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(5)	(14)	(22)
其他			(95)	(117)	(117)
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	2445	3279	3322
营业成本	913	1904	2118	2836	2862
营业税金及附加	8	5	4	5	5
营业费用	47	103	122	164	166
管理费用	38	83	75	100	102
财务费用	41	119	95	117	117
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)	32	56	70
营业外收入	5	4	3	3	3
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	93	(254)	34	58	72
所得税	10	5	5	9	13
净利润	83	(259)	29	49	59
少数股东损益	1	(51)	2	3	4
母公司所有者净利润	82	(208)	27	45	55
EPS (元)	0.21	(0.53)	0.07	0.12	0.14

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	15%	82%	19%	34%	1%
营业利润	3%	-391%	-112%	78%	25%
净利润	41%	-352%	-113%	68%	21%
获利能力					
毛利率	19.3%	7.3%	13.4%	13.5%	13.8%
净利率	7.3%	-10.1%	1.1%	1.4%	1.6%
ROE	4.4%	-12.3%	1.6%	2.6%	3.1%
ROIC	3.4%	-3.8%	3.2%	3.9%	4.0%
偿债能力					
资产负债率	47.2%	57.2%	53.6%	57.6%	57.1%
净负债比率	40.5%	49.4%	44.7%	47.5%	46.9%
流动比率	1.8	1.0	0.9	0.9	0.9
速动比率	1.6	0.9	0.7	0.7	0.7
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	7.0	7.6	6.7
应收帐款周转率	3.6	5.0	5.5	5.8	5.1
应付帐款周转率	8.6	13.8	11.2	12.2	10.7
每股资料(元)					
每股收益	0.21	-0.53	0.07	0.12	0.14
每股经营现金	-0.64	-0.02	0.22	-0.08	0.63
每股净资产	4.83	4.30	4.36	4.44	4.52
每股股利	0.00	0.00	0.01	0.03	0.06
估值比率					
PE	28.5	-11.3	87.3	51.8	43.0
PB	1.2	1.4	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA	-1.2	20.7	-1.2	-1.0	-0.9

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。

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

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。