



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦

2010 年 1 月 19 日

造纸包装行业

研究部

罗炜

分析员

luowei@cicc.com.cn

关雪

联系人

guanxue@cicc.com.cn

无评级

景兴纸业(002067.CH)

调研报告——显著受益出口复苏，估值与盈利双提升

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009Q1	2009Q2	2009Q3
主营业务收入	1,130	2,055	406	452	538
(YOY +/-)	15%	82%	-24%	-22%	7%
主营业务利润	210	146	63	54	71
(YOY +/-)	5%	-31%	-20%	-42%	-2%
净利润	83	-208	3	8	6
(YOY +/-)	41%	-351%	-78%	-69%	-165%
每股盈利(元)	0.21	(0.53)	0.01	0.02	0.01
(YOY +/-)	41%	-351%	-78%	-69%	-165%
现行市盈率	35.7	n.a	228.2	136.6	134.7
市净率	1.56	1.76	1.75	1.74	1.74
净资产收益率	6.5%	-11.6%	0.2%	0.6%	1.0%
ROCE	4.5%	-8.5%	0.1%	0.3%	0.4%

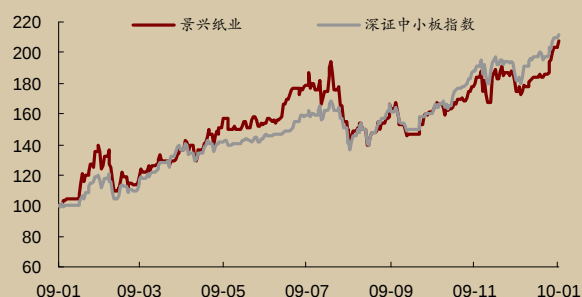
股票信息

	A股
股票代码	002067.CH
当前股价(元)	人民币7.55
日成交量(百万股)	20.52
52周最高价/最低价	人民币7.73/3.57
总市值(百万元)	2,960
发行股数(百万股)	392
其中:流通股(百万股)	329
主要股东(持股比例)	朱在龙(21.42%)

最近估值走势

	过去一周	过去一月	过去三月	年初至今
[002067.SZ]	+10.70	+18.52	+25.83	+12.18
[深证中小板指数]	+6.63	+16.84	+27.43	+7.67
[林业与造纸包装]	-0.18	-3.53	+26.73	+0.03

最近估值走势



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

投资提示：

12 月后半月，随着出口大幅好转，箱板纸价格上涨 500 元，涨幅 16%。一月份再次大幅上调纸价，上调幅度约为 300 元。预计 2009 年净利润 3000-3500 万，2010 年净利润将实现大幅增长，约为 1.8-2 亿，每股收益 0.5 元左右。

理由：

景兴纸业是国内第三大箱板纸企业，2009 年总产能 92 万吨，2010 年将达到 112 万吨。公司 60% 产品用于间接出口，20-30% 为国内消费，主要为食品饮料行业。

金融危机给出口带来重大打击，公司 2008 年大幅亏损，2009 年 1-11 月微利，12 月随出口好转，盈利大幅好转，吨纸净利达到 200 元。预计 2010 年 1 季度公司吨纸盈利将达到历史最好水平，约 250 元。

我们重申看好包装纸行业的判断。我们认为，2010 年随着出口实现正增长和国内消费继续繁荣，包装纸子行业需求将回到 10% 以上。供应方面，由于 2008-2009 年金融危机对包装纸子行业打击重大，大多数厂商（主要是玖龙纸业和理文造纸）都推迟了当时的扩产计划，新产能释放最快也要在 2010 年年底，预计 2010 年产能增长在 5% 以内。我们认为 2010 年包装纸子行业将出现供不应求，并看好主营包装纸的造纸企业。

估值：

我们认为景兴纸业在 1 季度将有比较好的表现，建议投资者关注，理由如下：1) **涨价催化剂**。1 月将再次大幅上调价格，一季度盈利有望接近历史最好水平。2) **估值提升**。12 月出口转正并超出市场预期，出口相关股票有望获得估值提升，景兴纸业 60% 产品用于间接出口，出口复苏将直接获益。3) **目前估值较低**。2010 年每股收益 0.5 元左右，对应 2010 年市盈率 15x，具备吸引力。

风险：

2009 年业绩仅为 3000-3500 万；公司目前原材料废纸库存较低；上游原料价格上涨过快；出口复苏不可持续，纸价滞涨；流通市值较小，23 亿。

近期变化

12 月单月包装纸价格上涨 500 元，均价从 3200 元涨到 3700 元。尤其是下半月，价格上涨速度较快。12 月日销量比 11 月翻一番。

目前产能利用率开足，而上半年仅为 60%。目前产成品库存几乎为零（上半年最高时达到 45 天），但原料库存也较为紧张，仅为 15 天左右。

公司将在 1 月 18 日左右再次上调纸价，上调幅度 300 元，调整后，价格将达到 2007 年水平，但离 2008 年高点（箱板纸 4200 元）仍有距离。

2009 年 12 月后半月吨纸净利达到 200 元，预计 2010 年 1 季度吨纸净利有望接近历史最好水平，预计为 250 元左右。

公司销量

2009 年产销量 80 万吨。2010 年二季度，20 万吨白面牛卡纸投产。预计 2010 年产销量可以达到 82 万吨。

为什么箱板纸瓦楞纸价格大幅上涨

2009 年 12 月，下游增加库存。前期，面向出口的企业产量较低，对包装箱的需求较弱，因此包装企业（纸箱厂）对包装纸的库存也相对较低。

12 月出口明显复苏。12 月单月出口同比增长 17.7%，大幅超出市场预期的 5%，09 年全年同比下降 16%。公司价格和盈利也是在 12 月出现显著改观。间接出口占到公司产量的 60%，公司产品需求与出口密切相关。

为什么 1-11 月盈利较差，而行业龙头玖龙纸业和理文造纸盈利恢复较快？

景兴纸业对上游原料控制不及玖龙和理文。公司规模仅为玖龙纸业的 1/8、理文造纸的 1/4。在原料价格跌至低谷的时期没有大量采购，错过原料价格下跌带来的毛利提升。

为什么公司在 2007 年行业景气的时候吨纸盈利与玖龙和理文还有比较大的差距？

公司在 2007 年吨纸盈利达到 260 元，而另外两家龙头企业均在 400-500 元。主要原因是公司规模较小，规模效应不够，另外由于银行贷款较多，财务费用较高。

盈利能力能否持续提升

关键看废纸价格和纸价的变动。以 12 月为例，废纸价格上涨 7.5 美元，对应吨纸成本上升 63 元，而纸价平均上涨 400-500 元。1 月，预计废纸价格上涨 15 美元左右，对应吨纸成本上升 126 元，纸价平均上涨 300-400 元。因此，1 月吨纸盈利仍在显著提升。

当前产能和未来产能扩张计划

截至 2009 年年底，公司造纸总产能 92 万吨，包括一条 45 万吨牛皮箱板纸生产线、一条 18 万吨牛皮箱板纸生

产线、一条 15 万吨瓦楞纸生产线（收购浙江日纸）、一条 5 万吨瓦楞纸生产线，还有 9 万吨其它小纸种产能，用于灵活调剂。另外，公司还拥有纸箱总产能 2 亿平方米以上。

公司 2007 年增发的两个项目，一个 40 万吨牛皮箱板纸项目和一个 20 万吨白面牛卡纸项目。前者受到金融危机影响基本取消，后者顺利进行，预计 2010 年 2 季度试生产。

公司计划将 15 万吨瓦楞纸（收购的浙江日纸）生产线进行改造，生产毛利更高的特种牛卡纸和石膏护面纸。

上游原料及造纸产能不是公司未来发展重点。由于公司规模所限以及在原料回收上不具优势，公司不寻求在上游原料回收方面有更大的发展，造纸产能扩张到 112 万吨（2010 年年底）之后，新的扩张也暂时停止。

公司未来的战略发展方向是向下游延伸并壮大。公司将把主要精力投入到下游包装行业。其中有三个发展亮点：

- 与中国邮政合作，制作中国邮政专用纸箱。公司目前拥有该种纸箱的年生产能力 4000 万平方米，约合 3200 万个纸箱，公司预计每个纸箱的税前利润约 0.35 元。09 年初公司开始和中国邮政接触，11 月中国邮政开始使用公司纸箱试点，2010 年 2 月试点将结束。届时，公司能否获得订单将成为公司另一个利润点能否启动的关键。但是，即便获得大订单，公司产能短期还难以跟上是盈利不能获得大幅提升的制约因素。
- 景特彩。景特彩是公司包装事业部目前的主攻方向。公司目前在新疆和四川广元有两条景特彩生产线，尤其是新疆，由于盛产农产品和水果，对价格低廉的包装箱需求十分旺盛。但障碍是当地管理和人员严重缺乏。
- 海外市场拓展。由于和日本制纸多年的合作，在牛皮箱板纸镀膜彩印方面拥有独特的技术。国外普遍采用白卡纸作为彩装的主要包装纸，但是公司研制的镀膜牛皮箱板纸具备和白卡纸同等的功效，但因成本低廉，具备进入海外市场的价格优势。例如，国外白卡纸价格 6000 元，公司生产的可替代产品 4000 元。目前该市场还处于开拓当中，运输费用较高以及国外对食品级包装的严格标准是当前的主要障碍。

总体而言，公司目前包装纸箱业务还处于市场开拓中，利润贡献很有限。预计在 2011 年才能逐步贡献利润。

成本拆分

1 吨箱板纸要 1.08 吨混合废纸；1 吨瓦楞纸要 1.2 吨废纸。

原料以日废为主。不像玖龙等龙头企业，公司的废纸 80% 是日废，配少量国废，美废非常少。日废的含纤维量不如美废，但是日废的分类好于美废，加之景兴处理废

纸的技术较高，综合得浆率 80%，和美废得浆率差不多。但日废成本更低，因此公司倾向于选择日废。

按照金额拆分成本，废纸占比 65%，折旧小于 10%，辅料和化工品 3-4%，电和蒸汽占 15%，人工占 3-4%，其余为环保等成本。

估值及建议：

我们认为该股票在 1 季度将有比较好的表现，建议投资者关注，理由如下：

1) **涨价催化剂。**1 月将再次大幅上调价格，一季度盈利有望接近历史最好水平。

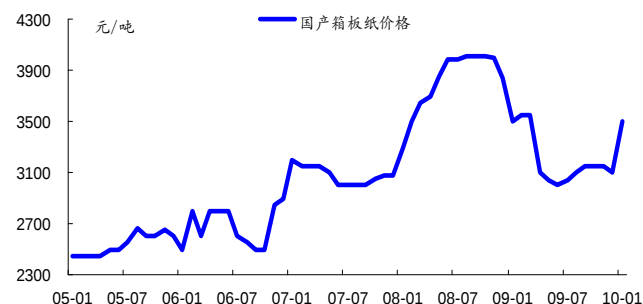
2) **估值提升。**12 月出口转正并超出市场预期，出口相关股票有望获得估值提升。景兴纸业 60% 产品用于间接出口，出口复苏将直接获益。

3) **目前估值较低。**2010 年每股收益 0.5 元左右，对应 2010 年市盈率 15x，具备吸引力。

风险：

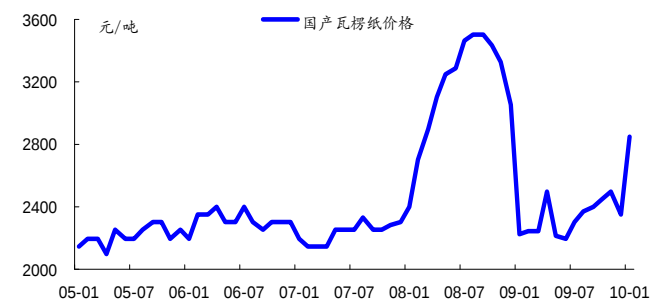
2009 年盈利仅为 3000-3500 万；公司目前原材料废纸库存较低；上游原料价格上涨过快；出口复苏不可持续，纸价滞涨；流通市值较小，23 亿。

图表 1：箱板纸价格



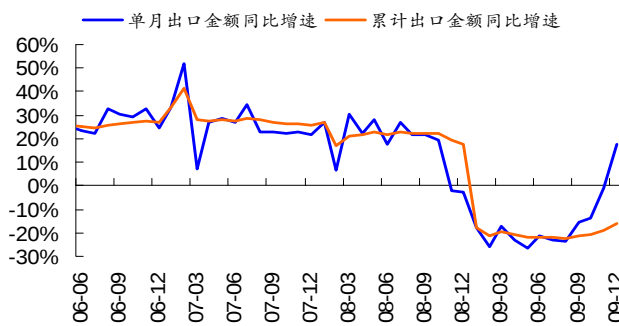
资料来源：中国纸网，中金公司研究部

图表 2：瓦楞纸价格



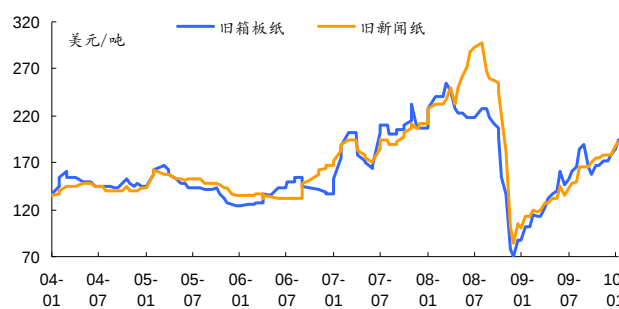
资料来源：中国纸网，中金公司研究部

图表 3：出口数据



资料来源：WIND，中金公司研究部

图表 4：废纸价格



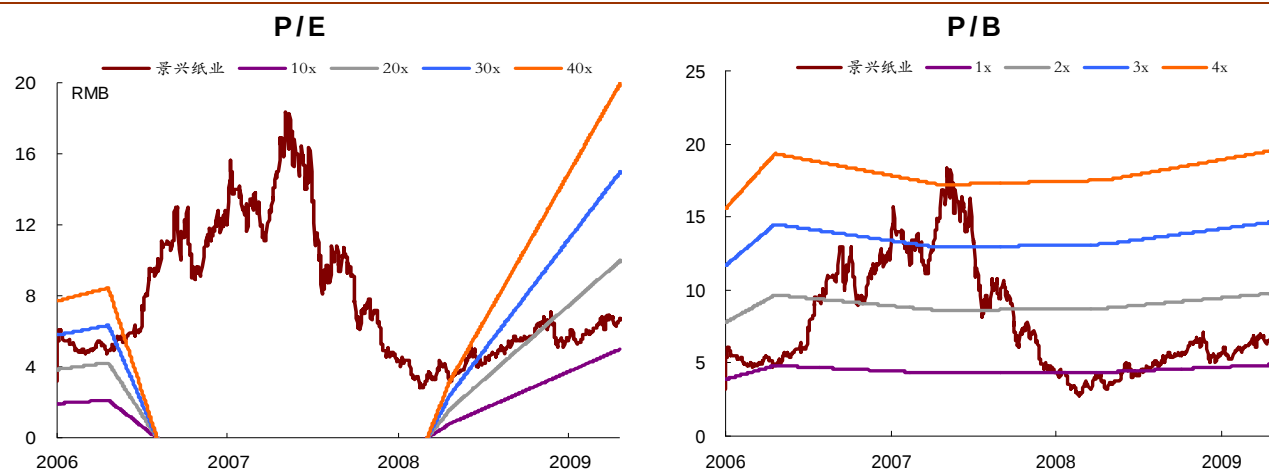
资料来源：RISI，中金公司研究部

图表 4：可比公司估值

公司	股价	市盈率				市净率				EV/EBITDA			
	10-1-18	08	09E	10E	11E	08	09E	10E	11E	08	09E	10E	11E
A股市场													
华泰股份	15.90	23.9	26.8	19.7	16.2	2.3	2.5	1.8	1.6	10.8	12.8	10.0	12.2
晨鸣纸业	8.90	17.1	20.4	14.1	12.3	1.5	1.4	1.3	1.2	9.4	9.8	7.9	8.0
太阳纸业	22.00	47.8	23.4	18.6	15.9	4.2	3.7	3.1	2.6	19.8	13.5	11.6	10.2
岳阳纸业	11.90	56.7	72.0	38.8	26.4	2.6	2.6	2.4	2.2	24.0	19.9	15.5	12.7
博汇纸业	10.69	21.3	27.0	14.4	13.2	2.2	2.0	1.8	1.6	7.2	9.3	6.5	5.9
景兴纸业	7.55	n.a.	94.4	15.1	12.6	1.8	1.8	1.7	1.7	224.4	n.a.	n.a.	n.a.
山鹰纸业	6.98	698.0	55.0	27.5	22.0	2.3	2.2	2.1	1.9	16.0	n.a.	n.a.	n.a.
银鸽投资	9.45	118.1	101.6	50.7	33.5	4.0	n.a.	n.a.	n.a.	30.0	n.a.	n.a.	n.a.
平均值		140.4	52.6	24.9	19.0	2.6	2.3	2.0	1.8	42.7	13.0	10.3	9.8
中间值		47.8	41.0	19.1	16.1	2.3	2.2	1.8	1.7	17.9	12.8	10.0	10.2
B股市场													
晨鸣B	6.00	9.9	12.1	8.2	6.8	0.9	0.8	0.8	0.7	6.6	7.1	5.8	6.2
香港市场													
玖龙纸业	12.62	26.7	30.8	19.5	14.9	3.8	3.5	2.5	2.1	21.8	19.6	13.9	10.8
理文造纸	5.40	17.0	81.3	15.6	14.0	3.1	2.9	2.5	2.2	16.7	32.0	12.3	11.1
晨鸣纸业	5.75	9.5	11.6	7.9	6.5	0.8	0.8	0.7	0.7	6.4	6.9	5.7	6.1
阳光纸业	3.11	16.9	26.5	17.1	6.8	0.9	0.9	0.8	0.8	13.6	12.1	10.5	7.9
群星纸业	3.42	7.9	9.1	7.0	6.8	1.4	n.a.	n.a.	n.a.	4.3	n.a.	n.a.	n.a.
维达国际	5.58	30.3	14.1	13.2	11.7	3.0	2.6	2.2	2.0	16.5	9.5	8.5	7.3
平均值		18.1	28.9	13.4	10.1	2.1	2.1	1.8	1.5	13.2	16.0	10.2	8.6
中间值		17.0	20.3	14.4	6.8	2.2	2.6	2.2	1.4	15.0	12.1	10.5	7.6
台湾市场													
Yuen Foong Yu	13.95	n.a.	15.4	15.9	8.9	1.3	n.a.	n.a.	n.a.	362.7	n.a.	n.a.	n.a.
美国市场													
Intl.Paper	26.08	n.a.	30.0	17.7	12.1	2.7	2.2	2.0	1.6	7.3	6.4	6.6	5.5
Kimberly-Clark	62.22	15.3	13.5	12.3	11.2	6.6	5.1	4.6	4.3	9.7	8.5	8.0	7.6
MeadWestvaco	28.22	54.3	37.0	26.1	20.9	1.6	1.6	1.6	1.6	8.8	7.8	7.3	7.0
Potlatch Corp	32.10	24.1	16.7	29.0	20.9	6.4	5.9	6.8	10.2	18.3	13.5	17.3	13.4
Boise Cascade	14.81	n.a.	73.7	31.3	18.5	4.5	4.1	3.9	3.3	8.0	13.6	11.7	10.3
Weyerhaeuser	43.59	n.a.	n.a.	n.a.	48.8	1.9	2.2	2.2	2.1	126.5	63.2	21.6	10.4
Temple-Inland	20.19	n.a.	23.2	17.9	13.6	2.8	2.6	2.4	2.5	10.7	7.4	6.6	5.9
平均值		31.2	32.3	22.4	20.9	3.8	3.4	3.4	3.7	27.0	17.2	11.3	8.59
中间值		24.1	26.6	22.0	18.5	2.8	2.6	2.4	2.5	9.7	8.5	8.0	7.6
日本市场													
Nippon Unipac	2,470.00	n.a.	12.5	19.1	14.2	0.7	0.7	0.7	0.6	9.8	9.0	9.0	8.7
Oji Paper	396.00	n.a.	17.4	16.9	12.2	0.9	0.9	0.9	0.8	9.3	8.3	8.2	8.0
平均值		n.a.	15.0	18.0	13.2	0.8	0.8	0.8	0.7	9.6	8.7	8.6	8.32
中间值		n.a.	15.0	18.0	13.2	0.8	0.8	0.8	0.7	9.6	8.7	8.6	8.32
欧洲市场													
SCA	102.70	12.9	13.0	12.0	10.9	1.1	1.1	1.0	1.0	7.7	7.1	6.7	6.4
M-real	1.49	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.4	0.5	0.5	0.5	4.3	220.3	13.5	9.0
Stora Enso	4.72	n.a.	30.7	20.7	12.6	0.7	0.8	0.8	0.8	10.1	9.6	8.5	7.2
UPM-Kymmene	8.12	n.a.	162.4	21.5	13.1	0.7	0.7	0.7	0.7	7.4	8.0	7.1	6.1
平均值		12.9	68.7	18.1	12.2	0.7	0.8	0.8	0.7	7.4	61.3	9.0	7.18
中间值		12.9	49.7	19.4	12.4	0.7	0.8	0.8	0.7	7.4	9.6	8.5	7.16
其他市场													
CMPC	21,985.00	34.0	52.9	24.3	19.6	1.4	1.3	1.3	1.2	14.1	17.3	12.6	10.9
林业公司													
吉林森工	11.21	86.2	146.9	91.4	83.3	2.7	n.a.	n.a.	n.a.	19.6	n.a.	n.a.	n.a.
永安林业	9.61	480.5	407.2	141.9	75.3	5.2	n.a.	n.a.	n.a.	37.1	43.1	32.9	27.3
景谷林业	11.05	157.9	n.a.	n.a.	n.a.	3.7	n.a.	n.a.	n.a.	41.2	n.a.	n.a.	n.a.
平均值		241.5	277.1	116.7	79.3	3.8	n.a.	n.a.	n.a.	32.6	43.1	32.9	27.3
中间值		157.9	277.1	116.7	79.3	3.7	n.a.	n.a.	n.a.	37.1	43.1	32.9	27.3
林纸一体化													
福建南纸	5.64	1,128.0	n.a.	n.a.	n.a.	1.9	n.a.	n.a.	n.a.	27.6	n.a.	n.a.	n.a.
岳阳纸业	11.90	56.7	72.0	38.8	26.4	2.6	2.6	2.4	2.2	23.7	19.9	15.5	12.7
平均值		592.3	72.0	38.8	26.4	2.3	2.6	2.4	2.2	25.6	19.9	15.5	12.7
中间值		592.3	72.0	38.8	26.4	2.3	2.6	2.4	2.2	25.6	19.9	15.5	12.7
全球平均值(不含中国)													
		134.9	59.0	28.0	21.0	2.4	2.1	2.0	2.1	32.4	25.9	11.6	9.5
全球中间值(不含中国)													
		28.5	28.3	18.5	13.6	1.9	1.9	1.8	1.6	12.2	9.6	9.0	8.0

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 5: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。