

景兴纸业：业绩如预期大幅复苏

一季度业绩快报点评

报告关键点：

- 毛利率水平大幅改善；
- 将继续受益于出口的复苏；
- 下调投资评级至增持-A，6个月目标价9.46元。

报告摘要：

- 公司日前发布业绩快报，一季度公司实现归属于母公司所有者的净利润在3,300万至3,600万，与上年同期相比增长900%-1000%。预计公司一季度实现每股收益0.08元到0.09元之间，公司业绩的大幅增长符合我们在2009年底的预期（可以参见当时的报告）。
- 业绩的增长主要来自于盈利能力的提升。公司产品以箱板纸为主，箱板纸价格自今年初以来，增幅约为12.8%，而自去年12月份以来的增长幅度27%以上。一季度价格的大幅提升主要是受到成本的推动，由于较高的销售价格对应低价的原材料使得毛利率水平提升较大，但是二季度是否能够维持还要看需求恢复的程度。
- 新项目投产是公司新的利润增长点。公司共计拥有92万吨高档包装纸的产能，其中箱板纸67万吨，白面牛卡纸5万吨，瓦楞纸20万吨。目前，随着行业回暖公司的产能利用率提升幅度较大。另外，20万吨白面牛卡纸项目将于2010年5月份投产，这将成为公司今年业绩的另一个增长点。
- 箱板纸景气度与出口的关联度非常大，预计公司仍将由此获益。由于包装纸与消费需求的关联度更高，同时预期出口的增速会在今年继续加大。因此，我们依然延续2009年底策略会时的观点，认为包装纸的景气度在今年会有较好的表现，公司也将继续由此受益。
- 下调公司的投资评级至增持-A，6个月目标价提升至9.46元。预计公司2009、2010、2011年的每股收益分别是0.07元、0.43元和0.58元，随着造纸行业的复苏，特别是出口复苏的加速，包装纸在今年的景气反弹力度将继续，拥有优势纸种的景兴纸业仍会继续受益。根据公司二级市场的表现，我们下调公司投资评级至增持-A，6个月目标价为9.46元。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,130.3	2,054.7	1,982.7	2,518.1	3,097.2
Growth(%)	14.9%	81.8%	-3.5%	27.0%	23.0%
净利润	83.0	-259.1	29.4	171.8	231.3
Growth(%)	41.3%	-352.2%	-113.9%	483.9%	34.6%
毛利率(%)	19.3%	7.3%	14.0%	19.9%	19.9%
净利润率(%)	7.3%	-10.1%	1.5%	6.7%	7.3%
每股收益(元)	0.21	-0.53	0.07	0.43	0.58
每股净资产(元)	4.94	4.37	4.42	4.68	5.04
市盈率	37.9	-15.0	108.0	18.5	13.7
市净率	1.6	1.8	1.8	1.7	1.6
净资产收益率(%)	4.3%	-15.1%	1.7%	9.4%	11.7%
ROIC(%)	9.3%	-5.5%	2.8%	8.0%	9.2%
EV/EBITDA	18.7	-368.4	21.2	11.5	9.6
股息收益率	0.7%	0.0%	0.4%	2.2%	2.9%

评级：
增持-A

上次评级： 买入-B

目标价格：
9.46 元

期限： 6 个月 上次预测： 8.70 元

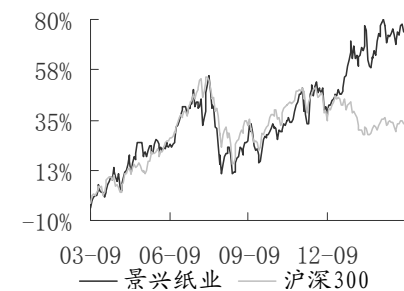
现价： 7.98 元

报告日期：
2010-03-24

市场数据

总市值(百万元)	3,128.16
流通市值(百万元)	2,625.72
总股本(百万股)	392.00
流通股本(百万股)	329.04
12 个月最高/最低	4.32/8.32 元
十大流通股股东(%)	43.58%
股东户数	36,855

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(0.28)	27.72	40.98
绝对收益	0.68	22.97	74.58

研究员

郭振举
行业分析师

010-66581621

guozj@essence.com.cn

前期研究成果

景兴纸业：林纸一体化整装待发

2007-10-30

景兴纸业：明显受益于出口的复苏

1980-01-01

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-3-23

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,130.3	2,054.7	1,982.7	2,518.1	3,097.2	成长性					
减: 营业成本	912.5	1,903.8	1,705.2	2,017.0	2,480.9	营业收入增长率	14.9%	81.8%	-3.5%	27.0%	23.0%
营业税费	7.6	5.2	5.2	6.5	8.1	营业利润增长率	3.4%	-390.6%	-112.7%	518.3%	34.6%
销售费用	47.1	103.0	99.1	130.9	154.9	净利润增长率	41.3%	-352.2%	-113.9%	483.9%	34.6%
管理费用	37.9	83.0	79.3	103.2	123.9	EBITDA 增长率	12.4%	-106.0%	-1745.6%	90.8%	21.8%
财务费用	41.1	119.4	61.5	57.8	57.0	EBIT 增长率	7.2%	-206.2%	-168.4%	176.0%	26.6%
资产减值损失	-4.3	97.2	-0.2	0.4	0.5	NOPLAT 增长率	45.3%	-214.8%	-161.7%	160.7%	26.6%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	95.3%	18.7%	-7.1%	9.2%	6.4%
投资和汇兑收益	-0.0	-0.1	-	-	-	净资产增长率	185.7%	-11.5%	1.0%	6.0%	7.6%
营业利润	88.4	-257.0	32.7	202.2	272.1	利润率					
加: 营业外净收支	4.7	2.9	-	-	-	毛利率	19.3%	7.3%	14.0%	19.9%	19.9%
利润总额	93.1	-254.1	32.7	202.2	272.1	营业利润率	7.8%	-12.5%	1.6%	8.0%	8.8%
减: 所得税	10.1	5.0	3.3	30.3	40.8	净利润率	7.3%	-10.1%	1.5%	6.7%	7.3%
净利润	83.0	-259.1	29.4	171.8	231.3	EBITDA/营业收入	17.7%	-0.6%	10.0%	15.0%	14.8%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	11.5%	-6.7%	4.8%	10.3%	10.6%
货币资金	993.7	870.1	611.2	421.4	334.1	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	305	278	323	270	231
应收帐款	415.0	420.2	445.4	565.7	653.4	流动营业资本周转天数	177	138	125	91	89
应收票据	117.2	178.5	-	-	-	流动资产周转天数	420	328	288	192	158
预付帐款	136.2	60.6	65.7	71.7	79.2	应收帐款周转天数	102	71	76	71	69
存货	263.6	285.2	299.0	331.6	407.8	存货周转天数	67	53	59	45	43
其他流动资产	-0.0	-0.0	-61.1	-66.5	-72.3	总资产周转天数	850	672	687	515	433
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	605	482	523	415	363
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	2.1	17.0	-	-	-	ROE	4.3%	-15.1%	1.7%	9.4%	11.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	2.3%	-6.5%	0.8%	4.7%	6.1%
固定资产	1,445.5	1,725.3	1,835.5	1,943.6	2,030.0	ROIC	9.3%	-5.5%	2.8%	8.0%	9.2%
在建工程	182.5	300.0	210.0	216.0	204.6	费用率					
无形资产	105.8	136.2	136.3	136.4	136.5	销售费用率	4.2%	5.0%	5.0%	5.2%	5.0%
其他非流动资产	3.2	9.6	20.5	28.3	27.0	管理费用率	3.4%	4.0%	4.0%	4.1%	4.0%
资产总额	3,664.7	4,002.7	3,562.5	3,648.2	3,800.3	财务费用率	3.6%	5.8%	3.1%	2.3%	1.8%
短期债务	804.1	1,249.7	968.7	887.1	807.0	三费/营业收入	11.2%	14.9%	12.1%	11.6%	10.8%
应付帐款	193.1	247.6	177.5	210.0	258.3	偿债能力					
应付票据	18.6	42.3	140.2	165.8	203.9	资产负债率	47.2%	57.2%	51.4%	49.7%	48.0%
其他流动负债	32.0	219.2	16.9	22.3	28.1	负债权益比	89.3%	133.6%	105.8%	98.8%	92.4%
长期借款	678.7	527.8	527.8	527.8	527.8	流动比率	1.84	1.03	1.04	1.03	1.08
其他非流动负债	2.6	2.5	-0.0	-0.0	-0.0	速动比率	1.59	0.83	0.81	0.77	0.77
负债总额	1,729.0	2,289.1	1,831.2	1,812.9	1,825.1	利息保障倍数	3.15	-1.15	1.53	4.50	5.78
少数股东权益	41.6	27.7	28.1	30.6	34.0	分红指标					
股本	392.0	392.0	392.0	392.0	392.0	DPS(元)	0.06	-	0.03	0.17	0.23
留存收益	1,502.1	1,293.8	1,311.2	1,412.7	1,549.2	分红比率	27.9%	0.0%	40.0%	40.0%	40.0%
股东权益	1,935.7	1,713.6	1,731.4	1,835.3	1,975.2	股息收益率	0.7%	0.0%	0.4%	2.2%	2.9%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	83.0	-259.1	29.4	171.8	231.3	EPS(元)	0.21	-0.53	0.07	0.43	0.58
加: 折旧和摊销	71.6	128.8	103.6	117.3	130.4	BVPS(元)	4.94	4.37	4.42	4.68	5.04
资产减值准备	-4.3	97.2	-0.2	0.4	0.5	PE(X)	37.9	-15.0	108.0	18.5	13.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.6	1.8	1.8	1.7	1.6
财务费用	38.1	44.9	120.3	61.5	57.8	P/FCF	-	-17.2	-12.9	-18.7	-68.1
投资收益	0.0	0.1	-	-	-	P/S	2.8	1.5	1.6	1.2	1.0
少数股东损益	0.5	-51.0	0.5	2.7	3.7	EV/EBITDA	18.7	-368.4	21.2	11.5	9.6
营运资金的变动	-447.5	-42.5	220.0	-90.1	-73.4	CAGR(%)	27.4%	-196.3%	111.6%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	-251.6	-8.0	414.8	260.0	349.5	PEG	1.4	0.1	1.0	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-791.7	-427.5	-88.1	-230.1	-195.1	ROIC/WACC	1.2	-0.7	0.4	1.0	1.2
融资活动产生现金流量	1,765.5	240.4	-555.6	-207.1	-228.0	REP	1.3	-2.2	4.3	1.4	1.2

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

郭振举，北大金融学硕士，经济学博士，证券从业经历 6 年。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义、责任的和法律依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
 B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
南方	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编：518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编：200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编：100034