

景兴纸业 (002067.sz) 2009 年报

扩产和需求拉动业绩, 成本与竞争制约毛利

熊峰 研究员

电话: 0755-82083888-816

 eMail: xf@gf.com.cn
李音临

电话:

eMail:

助理研究员

电话: 020-87558888-690

 eMail: lyl9@gf.com.cn

09 年扭亏为盈

景兴纸业发布 2009 年年报, 营业收入为 1,936,490,000 元, 同比降低 5.75%; 实现净利润 31,880,000 元, 扭亏为盈; 每股收益达 0.08 元。由于弥补上年度亏损后可分配利润为负, 今年不作利润分配。

政府补贴对净利贡献最大, 行业复苏销售毛利率反而下降

景兴纸业 09 年第四季度的每股收益达 0.0379 元, 几乎等于前三季度总和; 原因是第四季度该公司营业外收入较多, 其中主要为政府补助。该期行业复苏明显, 但景兴同期的销售毛利率反而有所下降。

2010 年业绩有望继续攀升

09 年景兴纸业的销售量为 75 万吨, 主要业务都集中在长三角地区。我们基于对该区域 2010 年消费出口双景气的预期, 认为该公司今年扩产之后, 销售量有望突破 85 吨。

风险提示

景兴的成本优势可能因日废比重降低而削弱, 同时, 如果玖龙和理文利用产能和成本控制上的优势压制价格, 景兴毛利率将增长乏力。

投资评级

综合增长前景和风险因素后, 我们预测景兴纸业未来三年每股收益分别为 0.37 元、0.49 元、0.65 元, 当前股价对应市盈率分别为 24.29、18.04、13.72, 给予“持有”评级

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	2,054.66	1936.49	3268.00	3758.20	4321.93
EBITDA(百万元)	92.87	231.76	322.04	410.54	517.75
净利润(百万元)	-208.11	31.88	143.65	193.36	254.33
净利润增长率	-352.25%	115.32%	350.59%	34.60%	31.53%
每股收益(元)	-0.53	0.08	0.37	0.49	0.65
市盈率	-16.76	109.44	24.29	18.04	13.72
市净率	2.07	2.04	1.83	1.76	1.71
EV/EBITDA	53.14	21.88	17.18	13.44	10.47
每股红利(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股息率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源: 浙江景兴纸业股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

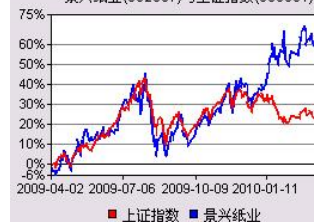
公司评级

持有

当前价格(元)	9.31
目标价格(元)	10.00
前次评级	无评级

股价走势

景兴纸业(002067)与上证指数(000001)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	2.80%	26.12%	73.87%
上证综指	3.77%	2.27%	52.60%

股票数据

总股本(万股)	39,200.00
流通 A 股(万股)	32,903.75
主要股东:	
	朱在龙
主要股东持股比例	21.42%
流通 A 股比例	83.94%

财务比率

ROE	1.06%
ROA	0.48%
资产负债率	52.89%
每股净资产(元)	4.37

2009 年报数据

2010年一季度预报显示需求增长,但2009年报却反映出公司内生性盈利能力尚需改进

我们看到,09年第四季度对全年业绩贡献最大,几乎等于前三季度的总和。然而,如此优异的业绩却主要由巨额的营业外收入(主要是政府补助)组成;同期的销售毛利率反而下降到12.36%。

同时我们注意到,景兴10年一季度的预报显示,从09年第四季度以来,由于出口和内需改善,箱板纸等包装用纸的需求一路向好。所以该公司一季度的盈利超越去年全年,同比增长900%以上。

这就表明:在09年第四季度整个行业复苏的大环境下,该公司的销售毛利率反而有所下降,可见其内生性盈利能力尚需改进。

表 1 景兴 09 年四季度销售毛利率和净利率比较

	09 年一季度	09 年二季度	09 年三季度	09 年四季度
销售毛利率	15.63%	12.02%	13.34%	12.36%
净利率	0.12%	0.47%	0.43%	2.44%

数据来源: 公司报告、广发证券发展研究中心

景兴纸业2009年年报显示,箱板纸仍然是其营业收入和利润的主要来源,占比均在65%以上。同时牛皮箱板纸的毛利率为15.58%,超过其他纸品。

表 2 景兴各纸种营收占比分析

	营业收入(元)	收入占比	营业利润(元)	利润占比	纸品毛利率
牛皮箱板纸	1,251,661,000	65%	194,952,800	77%	15.58%
纸箱	315,769,000	16%	27,313,200	11%	8.65%
高瓦纸	183,045,000	10%	10,928,600	4%	5.97%
其他纸	99,548,100	5%	12,118,500	5%	12.17%
白面牛卡	69,439,200	4%	7,907,600	3%	11.39%

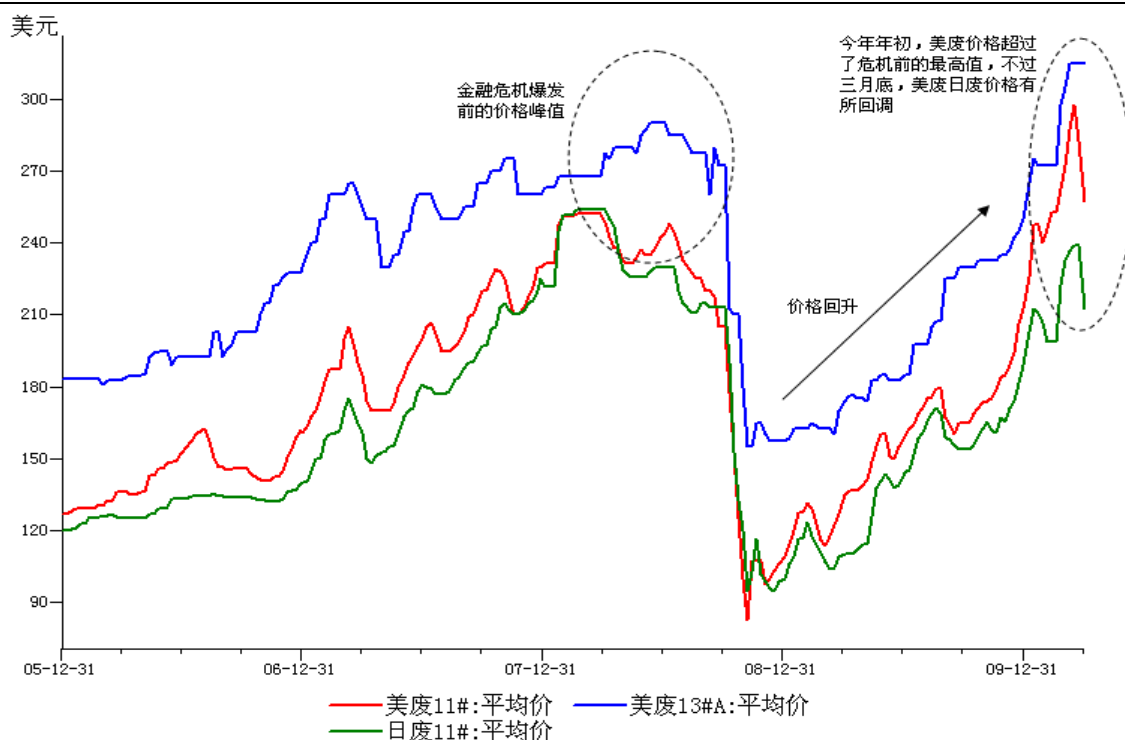
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

利用日废降低成本是景兴亮点

美废OCC是国内包装用纸的主要原料,与之相比,日废的含胶量偏多,一般纸厂的设备处理日废的得浆率往往不足80%,同时伴随着纤维板结等不良反应。所以日废的价格也偏低。

与一般纸厂不同,景兴纸业与日方有着深入的合作,日本制纸株式会社和日本纸张纸浆商事株式会社并列为景兴第三大股东。因此景兴在技术设备方面对日废的处理独树一帜,得浆率可达90%以上。对日废的有效利用,使景兴的成本控制能力在业内仅次于玖龙和理文。

图 1 日废与美废 OCC 的价格对比



数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

2010年优化产品结构将提升业绩

今年景兴的15万吨高瓦纸生产线将全部转产优质牛卡纸与石膏覆面纸。同时将停止生产低端白面牛卡纸，20万吨高端纸白面牛卡纸生产线6月将投产。约65万吨的箱板纸生产线将保持现有产能。如此一来，景兴就淘汰了所有毛利率微薄的低档纸种，产品结构进一步优化。

同时，景兴各类产品的需求与宏观经济关联紧密。按照今年长三角地区GDP10%~11%的增长预期，我们估计今年该地区对包装用纸的需求增长在12%~13%；从而预测，在景兴去年销售量75万吨的基础上，今年的销售量很可能突破85万吨，平均销售毛利率将达到18%

表 3 景兴各纸种产能与毛利率比较

	2009 年产能	2009 年毛利率	预计 2010 年产能	预计 2010 年毛利率
牛皮箱板纸	65 万吨	15.58%	65 万吨	17%
纸箱	2 亿平方米	8.65%	4 亿平方米	9%
高瓦纸	15 万吨	5.97%	0 万吨	0%
其他纸	10 万吨	12.17%	20 万吨	19%
白面牛卡	5 万吨	11.39%	25 万吨	20%
总计	95 万吨	13.24%	110 万吨	18%

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心