

景兴纸业(002067.sz)

产能扩张与多元投资驱动未来发展

熊峰 研究员
电话: 0755-82083888-816
eMail: xf@gf.com.cn

李音临 研究助理
电话: 020-87555888-690
eMail: ly19@gf.com.cn

牛皮箱板纸仍是中期业绩贡献主力

景兴纸业公布了 2010 年中报, 上半年实现营业收入 11.17 亿元, 同比增长 31.95%; 实现净利润 6029 万, 同比增长 450% 以上。其中牛皮箱板纸收入占总营收 65%, 仍是公司业绩贡献主力。

上半年需求回升价格猛增, 但二季度后期有所回落

由于宏观经济复苏, 箱板纸等包装用纸的需求一路向好。所以该公司一季度开工率极高, 产销两旺量价齐升; 但二季度由于库存偏高, 公司各类产品价格下降, 导致二季度净利润低于一季度。

若无后续新增产能投放, 未来业绩将源自多元投资

今年公司新上的 25 万吨白面牛卡纸项目对公司盈利的提升预期已在股价上反应。而公司对莎普爱思药业 20% 的股权投资收益则有待观察。我们认为若无新增产能投放, 公司业绩将源自类似的多元投资。

风险提示

产品价格被玖龙理文压制; 在非本行业领域投资可能遭受损失。

投资评级

预测公司今年 EPS 0.37 元, 明后年 0.49 元、0.65 元。8 月 6 日收盘价 7.32 元, 对应未来 EPS 的 PE 分别是 21.6、17.0、13.1。依公司成长性考虑, 当前股价并不便宜, 给予“持有”评级, 目标价 8 元

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	2,054.66	1,936.49	3013.6	3489.5	4045.7
EBITDA(百万元)	-6.72	232.86	286.4	353.2	439.0
净利润(百万元)	-208.11	31.89	131.4	166.5	215.9
净利润增长率	-352.25%	-115.32%	311.98%	26.67%	29.66%
每股收益(元)	-0.531	0.081	0.34	0.42	0.55
市盈率	-6.05	82.41	21.6	17.0	13.1
市净率	0.75	1.53	1.5	1.4	1.4
EV/EBITDA	-356.17	16.93	17.0	13.8	10.9
每股红利(元)	0.00	0.00	0.20	0.40	0.60
股息率(%)	0.00	0.00	2.76	5.52	8.29

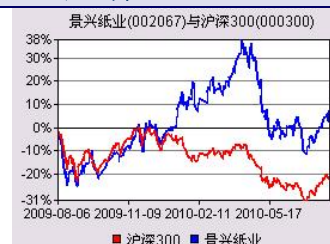
来源: 浙江景兴纸业股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

持有

当前价格(元) 7.32
目标价格(元) 8.00
前次评级 持有

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	17.15%	-5.73%	7.26%
沪深 300	11.23%	-1.59%	-22.17%

股票数据

总股本(万股) 39,200.00
流通 A 股(万股) 19,300.00
主要股东:
朱在龙
主要股东持股比例 21.42%
流通 A 股比例 49.23%

财务比率

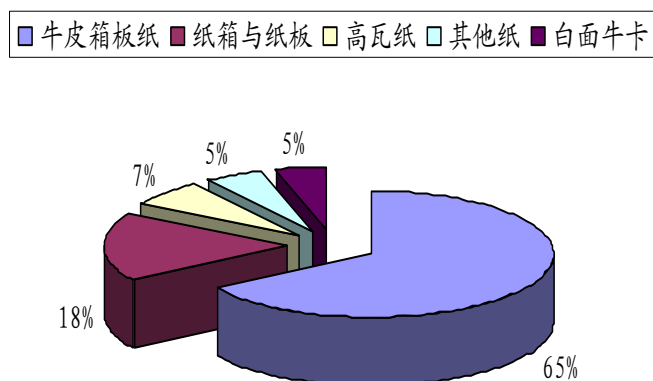
ROE 1.86%
ROA 2.56%
资产负债率 52.89%
每股净资产(元) 4.37

2009 年报数据。

公司产品结构不变，二季度业绩环比回落

景兴纸业公布了2010年中报，上半年实现营业收入11.17亿元，同比增长 31.95%；实现净利润6029万，同比增长450%以上。其中牛皮箱板纸收入占总营收65%，仍是公司业绩贡献主力。

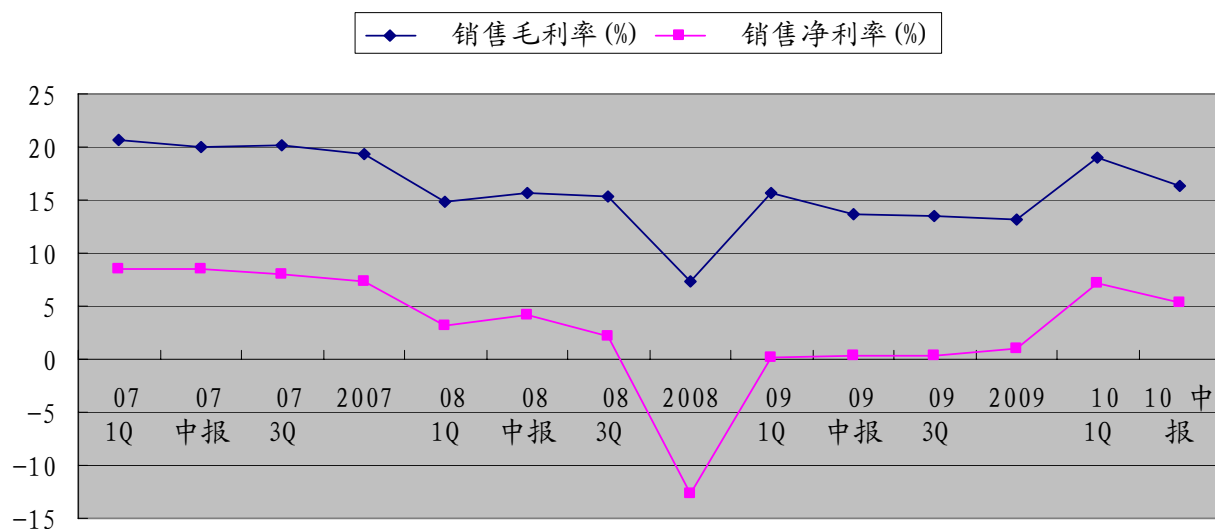
图 1 公司各类产品占营业收入比重



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

虽然公司中报业绩同比大增，但我们发现，相比今年一季度，公司二季度营业收入虽有所上升，但毛利率与净利率都下降明显。同时二季度净利润仅2200万元左右，大大低于一季度净利润3800万元。

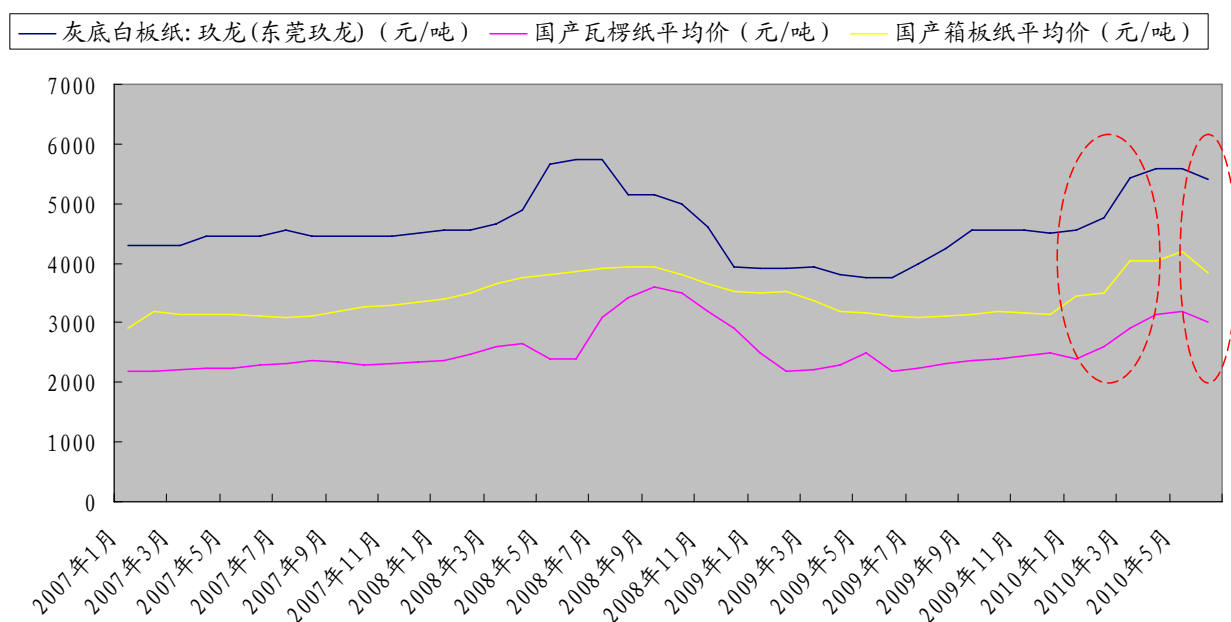
图 2 公司各季度毛利率与净利率比较



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

这是因为，一季度宏观经济复苏趋势明显，箱板纸等包装用纸的需求向好。所以该公司一季度开工率极高，产销两旺量价齐升，该期净利润同比增长900%以上；但同期下游客户担心纸价持续上涨而恐慌性大量采购导致库存偏高，因此二季度中期开始公司主力产品的价格不断下降，到7月中旬才开始回升，公司生产线的开工率也有所下降。景兴及其最大竞争对手玖龙纸业的主要产品价格变化趋势也印证了上半年两季度迥然不同的表现。

图 3 上半年公司及竞争对手主要产品价格变化趋势



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

近期我们了解到，从7月中旬以来，原先呈下跌趋势的箱板纸和瓦楞纸价格已经开始反弹，废纸（尤其是废旧黄箱纸）的价格也不断上扬。我们认为这预示着包装类用纸需求随消费水平提高而增加，对该类纸品的价格形成有力支撑。下半年箱板纸将维持平稳上涨的势头，但不太可能出现一季度那样的激增。

未来发展依靠新增产能与多元投资

今年景兴的15万吨高瓦纸生产线将大部分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，新增25万吨高端纸白面牛卡纸生产线6月已投产。约65万吨的箱板纸生产线将保持现有产能。如此一来，景兴就进一步淘汰了毛利率微薄的低档纸种。

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，产能利用率预计将提升至80%左右。