

中性-A (维持)

景兴纸业 002067.SZ

目标估值: NA 元

当前股价: 7.32 元

2010 年 8 月 9 日

低基数、低成本致中报业绩大幅增长

基础数据

上证综指	2658
总股本(万股)	39200
已上市流通股(万股)	32904
总市值(亿元)	29
流通市值(亿元)	24
每股净资产(MRQ)	4.5
ROE(TTM)	4.6
资产负债率	54.6%
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	21	-9	6
相对表现	7	1	30



相关报告

- 1、《景兴纸业(002067)-箱板纸高景气助公司扭亏》2010/04/09
- 2、《景兴纸业(002067)-毛利率回升但仍未达 08 上半年高水平》2009/8/13

王旭东

021-68407681
 wangxd@cmschina.com.cn
 S1090203100044

濮冬燕

pudy@cmschina.com.cn
 S1090209030275

相对于上半年的低价原料库存优势,我们预计下半年的业绩将有所回落,且目前股价对应 10 年 PE 为 28.8 倍、PB1.6 倍,高于行业 PE23 的平均水平,维持“中性”评级。

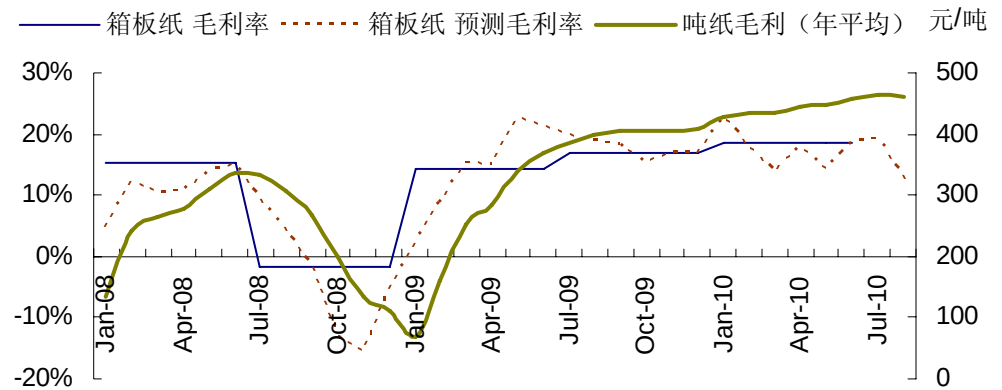
- **10 年中期每股收益 0.15 元,符合预期。**公司 10 年上半年实现营业收入 11.17 亿元,利润总额 0.77 亿元,净利润 0.67 亿元,同比分别增长 30.2%、2466.7%、2133.3%。每股收益 0.15 元,业绩符合预期。
- **公司业绩受益于经济景气回升。**公司主要产品为包装用纸(牛皮箱板纸+白面牛卡纸+瓦楞纸)以及纸箱纸板,需求受国内经济波动以及出口影响较为明显。报告期内价量提升,毛利率改善较为明显。纸箱纸板、牛皮箱板纸、高瓦纸、白面牛卡毛利率分别为 9.61%(09: 8.65%)、18.5%(09: 15.58%)、11.43%(09: 5.97%)、16.25%(09: 11.39%)。
- **20 万吨白面牛卡纸项目将增加公司业绩。**受益于经济回升白面牛卡纸毛利率由 09 年的 11.5%提升至 10 年中期的 16.3%,07 年增发项目—20 万吨白面牛卡纸项目预计 9 月份投产,达产后将成为新的业绩增长点。
- **公司积极布局包装生产线。**子公司平湖市景兴、南京景兴、重庆景兴、浙江景特彩、新疆景特彩积极布局包装生产线,延伸了公司向下游的产业链,提高抗风险能力。
- **原料价格的宽幅波动是公司盈利不确定性的最大因素。**公司主要原料是废纸,近期价格较 09 年平均上涨近 50%,上半年一季度原料与产品价格同步提升,二季度产品价格回落,而原料价格居高,未来原料价格走势使公司业绩存在较大的不确定性。
- **预估 10、11 年每股收益分别为 0.25 元、0.30 元,净利润分别增长-578%、18%。**
- **维持“中性”评级:**相对于上半年的低价原料库存优势,我们预计下半年的业绩将有所回落,且目前股价对应 10 年 PE 为 28.8 倍、PB1.6 倍,高于行业 PE23 的平均水平,维持“中性”评级。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	2055	1936	2605	3165	3441
同比增长	82%	-6%	2120%	22%	32%
营业利润(百万元)		7	126	170	197
同比增长	-391%	-103%	-545%	35%	56%
净利润(百万元)	-208	32	100	117	135
同比增长	-352%	-115%	-578%	18%	36%
每股收益(元)	-0.53	0.08	0.25	0.30	0.35
PE	-13.8	90.0	28.8	24.4	21.2
PB	1.7	1.7	1.6	1.5	1.5

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入合计	2055	1936	2605	3165	3441
纸箱纸板	273	316	393	413	526
牛皮箱板纸	1343	1252	1633	1610	1656
白面牛卡	136	69	238	706	806
高瓦纸	208	183	179	182	198
其他纸	65	100	143	237	238
其他	29	17	17	17	17
合计收入增长率	82%	-6%	35%	22%	9%
纸箱纸板	57%	16%	25%	5%	27%
牛皮箱板纸	90%	-7%	30%	-1%	3%
白面牛卡	41%	-49%	243%	196%	14%
高瓦纸	567%	-12%	-2%	2%	9%
其他纸	-37%	52%	44%	65%	1%
其他	53%	-42%	0%	0%	0%
合计毛利率	7%	13%	16%	16%	16%
纸箱	4%	9%	9%	9%	10%
牛皮箱板纸	7%	16%	18%	18%	18%
白面牛卡	11%	11%	15%	16%	16%
高瓦纸	5%	6%	9%	10%	10%
其他纸	29%	12%	17%	18%	19%
其他	12%	18%	23%	24%	24%

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2055	1936	2605	3165	3441
营业成本	1904	1680	2199	2658	2887
营业税金及附加	5	3	4	5	5
营业费用	103	96	104	127	138
管理费用	83	63	78	95	103
财务费用	119	82	93	111	112
资产减值损失	97	6	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	(257)	7	126	170	197
营业外收入	4	12	4	4	4
营业外支出	1	1	0	0	0
利润总额	(254)	18	130	174	201
所得税	5	0	20	44	50
净利润	(259)	18	111	131	151
少数股东损益	(51)	(14)	11	13	15
归属于母公司净利润	(208)	32	100	117	135
EPS (元)	(0.53)	0.08	0.25	0.30	0.35

资料来源: 招商证券

表 4: 各季度业绩回顾

(百万元)	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
营业收入	406	452	538	540	537	580
营业毛利	63	54	72	67	102	81
营业费用	23	20	27	26	20	25
管理费用	14	12	15	22	16	17
财务费用	25	16	25	16	23	24
投资收益	0	0	0	0	0	0
营业利润	-1	2	2	4	43	14
归属母公司净利润	3	8	6	15	33	27
EPS (元)	0.01	0.02	0.01	0.04	0.08	0.07
主要比率						
毛利率	16%	12%	13%	12%	19%	14%
营业费用率	84%	88%	87%	88%	81%	86%
管理费用率	3%	3%	3%	4%	3%	3%
营业利润率	0%	1%	0%	1%	8%	2%
有效税率	0%	2%	-15%	2%	11%	13%
净利率	1%	2%	1%	3%	6%	5%
YoY						
收入	-24%	-22%	7%	22%	32%	28%
归属母公司净利润	-79%	-69%	-165%	-106%	927%	257%

资料来源: 招商证券

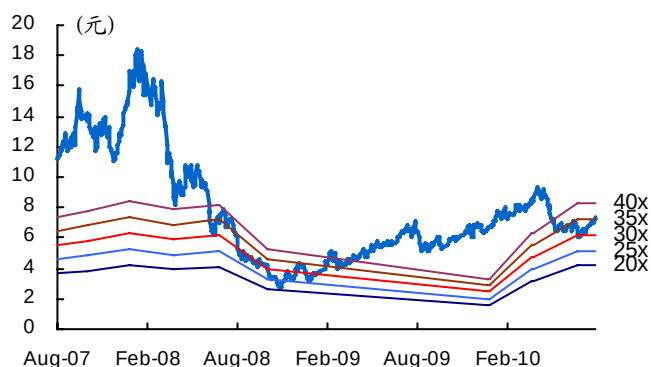
表 7: 估值对比表

公司	代码	09	EPS 10E	11E	09	PE 10E	11E	PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿元)
岳阳纸业	600963	0.14	0.30	0.35	56	27	23	1.8	3.8	53
太阳纸业	002078	0.48	1.21	1.41	23	9	8	3.6	18.6	111
博汇纸业	600966	0.38	0.47	2.47	20	13	11	1.4	7.4	40
美盈森	002303	0.74	0.91	1.40	46	38	25	4.0	8.7	61
安妮股份	002235	0.23	0.55	0.70	58	24	19	5.4	9.3	26
合兴包装	002228	0.31	0.47	0.63	59	38	29	5.2	16.0	39
晨鸣纸业	000488	0.41	0.55	0.64	18	13	11	1.1	8.1	149
华泰股份	600308	1.69	0.67	0.80	6	15	13	1.1	17.2	67
美利纸业	000815	0.03	0.08	0.12				2.0	1.7	19
景兴纸业	002067	0.08	0.25	0.30	90	29	24	1.6	4.6	28
平均					36	23	18	2.8	10.2	60

资料来源：招商证券

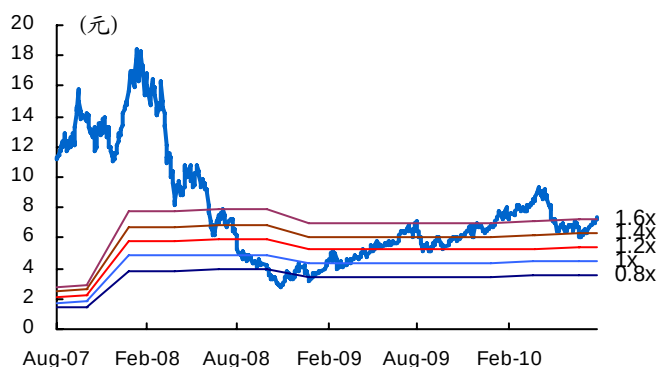
4、PE-PB Band (公司报告必备)

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）-箱板纸高景气助公司扭亏》2010/04/09
- 2、《景兴纸业（002067）-毛利率回升但仍未达 08 上半年高水平》2009/8/13

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1815	1370	1608	1844	1960
现金	870	463	500	500	500
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	178	125	156	190	206
应收款项	406	447	521	633	688
其它应收款	14	8	10	13	14
存货	285	278	364	440	478
其他	61	50	56	68	74
非流动资产	2188	2421	2305	2519	2528
长期股权投资	17	16	16	16	16
固定资产	1725	1713	2142	2370	2392
无形资产	136	155	139	125	113
其他	310	538	8	8	8
资产总计	4003	3791	3913	4363	4488
流动负债	1759	1651	1667	2033	2076
短期借款	1250	1188	1282	1582	1592
应付账款	179	189	248	299	325
预收账款	6	14	19	23	25
其他	324	259	119	129	134
长期负债	530	355	355	355	355
长期借款	528	352	352	352	352
其他	2	2	2	2	2
负债合计	2289	2005	2022	2388	2431
股本	392	392	392	392	392
资本公积金	1305	1300	1300	1300	1300
留存收益	(11)	20	115	185	253
少数股东权益	28	73	84	98	113
母公司所有者权益	1686	1712	1807	1877	1945
负债及权益合计	4003	3791	3913	4363	4488

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	(656)	292	258	257	369
净利润		32	100	117	135
折旧摊销		0	160	183	191
财务费用		0	93	111	112
投资收益		0	(0)	(0)	(0)
营运资金变动		0	(111)	(170)	(84)
其它		261	16	16	15
投资活动现金流	(1172)	(352)	(50)	(400)	(200)
资本支出		0	(50)	(400)	(200)
其他投资		(352)	0	0	0
筹资活动现金流	3109	(306)	(170)	143	(169)
借款变动		0	(72)	301	10
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	(5)	(47)	(68)
其他		(306)	(93)	(111)	(111)
现金净增加额	1281	(366)	37	0	0

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2055	1936	2605	3165	3441
营业成本	1904	1680	2199	2658	2887
营业税金及附加	5	3	4	5	5
营业费用	103	96	104	127	138
管理费用	83	63	78	95	103
财务费用	119	82	93	111	112
资产减值损失	97	6	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	(257)	7	126	170	197
营业外收入	4	12	4	4	4
营业外支出	1	1	0	0	0
利润总额	(254)	18	130	174	201
所得税	5	0	20	44	50
净利润	(259)	18	111	131	151
少数股东损益	(51)	(14)	11	13	15
母公司所有者净利润	(208)	32	100	117	135
EPS (元)	(0.53)	0.08	0.25	0.30	0.35

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	82%	-6%	2120%	22%	32%
营业利润	-391%	-103%	-545%	35%	56%
净利润	-352%	-115%	-578%	18%	36%
获利能力					
毛利率	7.3%	13.2%	15.6%	16.0%	16.1%
净利率	-10.1%	1.6%	3.8%	3.7%	3.9%
ROE	-12.3%	1.9%	5.5%	6.3%	7.0%
ROIC	-3.8%	2.5%	5.3%	5.4%	5.8%
偿债能力					
资产负债率	57.2%	52.9%	51.7%	54.7%	54.2%
净负债比率	49.4%	45.0%	41.8%	44.3%	43.3%
流动比率	1.0	0.8	1.0	0.9	0.9
速动比率	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.7	0.7	0.8
存货周转率	6.9	6.0	6.9	6.6	6.3
应收帐款周转率	5.0	4.5	5.4	5.5	5.2
应付帐款周转率	13.8	9.1	10.1	9.7	9.2
每股资料(元)					
每股收益	-0.53	0.08	0.25	0.30	0.35
每股经营现金	-1.67	0.75	0.66	0.66	0.94
每股净资产	4.30	4.37	4.61	4.79	4.96
每股股利	0.00	0.00	0.01	0.12	0.17
估值比率					
PE	-13.8	90.0	28.8	24.4	21.2
PB	1.7	1.7	1.6	1.5	1.5
EV/EBITDA	-19.4	4.8	2.8	2.3	2.1

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。

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，现任造纸印刷行业研究助理。

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±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。