

造纸



景兴纸业（002067）

推荐（维持）

高景气助推高增长

市场数据

报告日期	2010-8-9
收盘价(元)	7.32
总股本(百万股)	392.00
流通股本(百万股)	329.04
总市值(百万元)	2869.44
流通市值(百万元)	2408.55
净资产(百万元)	1774.23
总资产(百万元)	4083.04
每股净资产	4.53

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1936	2504	3293	3896
同比增长(%)	-5.8%	29.3%	31.5%	18.3%
净利润(百万元)	32	124	168	225
同比增长(%)	-84.7%	288.8%	35.6%	34.1%
毛利率(%)	13.2%	16.4%	17.1%	17.4%
净利率(%)	1.6%	5.0%	5.1%	5.8%
净资产收益率(%)	1.9%	6.8%	8.4%	10.1%
每股收益(元)	0.08	0.32	0.43	0.58
每股经营现金流(元)	0.75	0.14	0.41	0.70

雒雅梅 王斌
021-38565935
luoym@xyzq.com.cn
执业证书号
S0190200010016

投资要点

事件:

上半年公司营业收入 11.2 亿, 同比增长 30.2%; 营业利润 5739 万, 同比增长 5456%; 利润总额 7662 万, 同比增长 2807%; 净利润 6029 万, 同比增长 457%; 基本每股收益 0.15 元。

点评:

- 上半年高增长主要得益于行业景气的“异常”高企。上半年造纸行业景气高企, 尤其是出口经济好转, 带动以出口导向为主的工业包装用纸价格需求回暖, 产销两旺, 纸种价格出现了较大幅度反弹, 而这种旺销势头又强化了下游对经济的乐观预期, 因此补货、囤积现象频频发生, 一度导致行业呈供不应求状况, 带动纸价非理性上涨, 按照相关统计, 年初以来箱板纸价格涨幅高达 30%, 最高时涨至 4350 元/吨, 突破历史峰值。量价齐升带动收入增长的同时, 毛利率也得到显著改善, 由 09 年同期的 13.7% 回升至 16.4%, 上升了近 4 个百分点。同时, 收入的大幅增长又摊薄了期间费用率, 由 09 年同期的 12.8% 降至 11.2%, 下降 1.6 个百分点。
- 供过于求状况依然存在, 行业景气或呈下滑趋势。二季度以来, 行业景气已出现显著回落迹象, 中报显示, 毛利率由一季度单季的 19.1% 降至 14.0%, 同时期间费用率亦上升了 0.3 个百分点, 导致公司二季度单季净利润环比下滑 18.2%。后期来看, 我们判断行业景气将很难回升至一季度水平, 总体可能依旧呈低迷状态。主要理由在于: (1) 行业供需关

系仍表现为产能过剩。按照我们测算，2010 年箱板纸行业产能增速约 6.3%，即使箱板纸需求增速大幅反弹至 20%。大大超过产能增速，仍难以根本性扭转行业供过于求格局，仅能使这种状况得到一定程度缓解而已；（2）主要原料废纸价格涨势依然强劲，09 年以来涨幅已近翻番。由于废纸总体表现为供不应求，因此我们判断这种上涨趋势仍将延续。则在此情况下，行业未来成本压力将进一步增大。导致毛利率提升空间有限。

- **公司未来增长可能更多来自于“增量”方面。**1、40 万吨箱板纸项目一经投产即受到金融危机冲击，产能未能充分释放，后期销量仍存在一定上升空间；2、20 万吨白面牛卡纸项目预计于 2010 年三季度投产，或将对 2010 年业绩产生一定贡献；3、新疆新建 3000 万平米纸箱生产线运营状况有望进一步趋于稳定，产能或将逐步释放，盈利增长值得期待。
- **维持“推荐”评级。**我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.31 元、0.43 元、0.57 元，对应 PE 分别为 23.6X、17.0X、12.8X，PB 为 1.6X，当前估值水平基本合理，维持“推荐”评级。

定期报告点评

表、景兴纸业分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	09-2Q	09-3Q	09-4Q	10-1Q	10-2Q	QOQ	2009-06	2010-06	YOY	说明
营业收入	452	538	540	537	580.2	28.4%	858	1117	30.2%	
营业成本	398	466	474	434	498.9	25.5%	740	933	26.1%	
毛利	54	72	67	102	81.4	49.9%	118	184	56.0%	
销售费用	20	27	26	20	25.0	27.2%	43	45	5.6%	
管理费用	12	15	22	16	16.9	38.7%	26	33	27.2%	
财务费用	16	25	16	23	23.9	53.3%	41	46	13.6%	
资产减值	4	1	-1	-0	0.9	-78.2%	5	1	-89.9%	
公允价值	0	0	0	0	0.0	-	0	0	-	
投资收益	0	0	-0	0	0.4	978.4%	0	0	687.8%	
营业利润	2	2	4	43	14.4	545.4%	1	57	5455.7%	
利润总额	2	2	13	44	32.9	1423.0%	3	77	2807.2%	
净利润	8	6	15	33	27.1	257.4%	11	60	456.7%	
EPS	0.019	0.014	0.039	0.085	0.1	257.4%	0.028	0.154	456.7%	
销售费用率	4.4%	5.1%	4.7%	3.8%	4.3%	0.0%	5.0%	4.1%	-1.0%	
管理费用率	2.7%	2.8%	4.0%	3.1%	2.9%	0.2%	3.1%	3.0%	-0.1%	
财务费用率	3.5%	4.7%	2.9%	4.2%	4.1%	0.7%	4.8%	4.2%	-0.6%	
所得税率	2.3%	-15.5%	2.3%	11.2%	13.3%	11.0%	2.0%	12.1%	10.0%	
毛利率	12.0%	13.3%	12.4%	19.1%	14.0%	2.0%	13.7%	16.5%	2.7%	
净利润率	1.7%	1.1%	2.9%	6.2%	4.7%	3.0%	1.3%	5.4%	4.1%	

资料来源：天软投资系统

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1370	1954	2257	2524
货币资金	463	687	643	627
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	447	604	759	912
其他应收款	8	12	16	19
存货	278	391	509	579
非流动资产	2421	2368	2297	2217
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	16	16	16	16
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	1713	1905	1953	1926
在建工程	530	265	132	66
油气资产	0	0	0	0
无形资产	155	168	182	196
资产总计	3791	4322	4553	4741
流动负债	1651	2211	2425	2530
短期借款	1188	1674	1809	1848
应付票据	28	40	51	60
应付账款	189	221	289	344
其他	245	277	275	279
非流动负债	355	187	17	-152
长期借款	352	185	15	-154
其他	2	2	2	2
负债合计	2005	2398	2442	2378
股本	392	392	392	392
资本公积	1300	1300	1300	1300
未分配利润	-15	97	248	451
少数股东权益	73	88	107	132
股东权益合计	1786	1924	2111	2362
负债及权益合计	3791	4322	4553	4741

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	32	124	168	225
折旧和摊销	134	124	139	149
资产减值准备	-60	28	2	12
无形资产摊销	5	5	5	5
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	82	91	96	92
投资损失	-0	-1	-1	-1
少数股东损益	-14	14	19	26
营运资金的变动	-90	327	266	228
经营活动产生现金流量	264	54	159	274
投资活动产生现金流量	-241	-68	-68	-68
融资活动产生现金流量	-361	239	-135	-221
现金净变动	-338	224	-44	-15
现金的期初余额	870	463	687	643
现金的期末余额	532	687	643	627

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1936	2504	3293	3896
营业成本	1680	2093	2730	3217
营业税金及附加	3	5	6	7
销售费用	96	108	152	180
管理费用	63	87	116	137
财务费用	82	91	96	92
资产减值损失	6	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	1	1	1
营业利润	7	121	194	265
营业外收入	12	37	20	22
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	18	157	213	285
所得税	0	19	26	34
净利润	18	138	187	251
少数股东损益	-14	14	19	26
归属母公司净利润	32	124	168	225
EPS (元)	0.08	0.32	0.43	0.58

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	-5.8%	29.3%	31.5%	18.3%
营业利润增长率	-97.2%	1563.0%	60.6%	36.3%
净利润增长率	-84.7%	288.8%	35.6%	34.1%
盈利能力(%)				
毛利率	13.2%	16.4%	17.1%	17.4%
净利率	1.6%	5.0%	5.1%	5.8%
ROE	1.9%	6.8%	8.4%	10.1%

偿债能力(%)

资产负债率	52.9%	55.5%	53.6%	50.2%
流动比率	0.83	0.88	0.93	1.00
速动比率	0.66	0.70	0.71	0.76

营运能力(次)

资产周转率	49.7%	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款周转率	443.7	466.0%	472.5%	456.0%

每股资料(元)

每股收益	0.08	0.32	0.43	0.58
每股经营现金	0.75	0.14	0.41	0.70
每股净资产	4.37	4.68	5.11	5.69

估值比率(倍)

PE	90.0	23.1	17.1	12.7
PB	1.7	1.6	1.4	1.3

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。