



林纸产品/原材料

景兴纸业 (002067)

多方面业务拓展寻求成长突破口

——景兴纸业调研报告

	王峰	徐琳
	0755-23976228	021-38676644
	wangfeng@gtjas.com	xulin@gtjas.com
	S0880200010288	S0880108023061

本报告导读:

近期我们对公司进行了实地调研,了解公司经营情况和增发项目的前景。公司正从景特彩、生活用纸,以及向医药等优势行业投资等等多方面业务拓展寻求成长突破口。
投资要点:

- **主营业务持续好转。**今年上半年,包装用纸行业借助消费和出口逐步走出低谷,公司箱板纸业务量价齐升,实现了中报业绩的大幅增长。8月份,箱板纸价格继续攀升,目前约4000元/吨,接近08年的高点。尽管包装用纸目前景气度较高,但鉴于公司与玖龙、理文等龙头企业相比规模差异较大,公司暂时没有这方面的扩产规划。
- **新生产线四季度开始可产生效益。**20万吨白面牛卡纸生产线于8月份开始调试,现进入商业运行阶段,预计四季度开始可产生效益。配套的5万吨多纸种产能的技术改造要待生产线正常运行(即实现保本甚至盈利后)方可实施。预计明年可为公司贡献业绩5000-6000万元。
- **非定向增发进军生活用纸领域。**从行业角度看,中国市场上可再生生活用纸行业集中度较低,发展空间巨大。从公司角度来看,景兴经过多年的生产实践,在工艺上有足够的经验,并且具备废纸造纸的专长。但要培育自主品牌,生活用纸较传统造纸业务的主要区别在于面对终端市场的渠道,公司正着重从这一弱势方面下手,推进项目进程。
- **景特彩业务进展。**与中国邮政的合作项目仍在进行,如果成功合作,公司计划全国布点以进行景特彩的推广。公司目前已建立起新的景特彩团队,对经营管理方式进行了优化,在产能有限的情况下明确市场定位,可能采取与三级纸箱厂合作形式专注于提供纸箱原料的生产。当然该项目还存在不确定性,我们会继续关注公司景特彩业务情况。
- 我们预测公司10年、11年净利润分别为1.2亿元、1.5亿元,全面摊薄EPS分别为0.30元、0.39元,维持谨慎增持评级,目标价8元。

财务摘要(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,055	1,936	2,364	3,334	3,780
(+/-)%	82%	-6%	22%	41%	13%
经营利润(EBIT)	-40	95	198	281	312
(+/-)%	-132%	335%	109%	42%	11%
净利润	-208	32	118	151	181
(+/-)%	-352%	115%	271%	28%	20%
每股净收益(元)	-0.53	0.08	0.30	0.39	0.46
每股股利(元)	0.00	0.00	0.02	0.02	0.01

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率(%)	-2.0%	4.9%	8.4%	8.4%	8.3%
净资产收益率(%)	-12.3%	1.9%	6.5%	7.7%	8.4%
投入资本回报率(%)	-1.5%	3.1%	5.2%	5.8%	7.1%
EV/EBITDA	26.8	16.9	12.1	10.8	8.4
市盈率	-6.0	82.4	25.5	20.0	16.7
股息率(%)	0.0%	0.0%	0.3%	0.3%	0.1%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 8.00

上次预测: 8.00

当前价格: 7.70

2010.09.20

交易数据

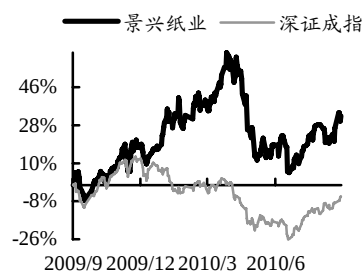
52周内股价区间(元)	5.22-9.60
总市值(百万元)	2,975
总股本/流通A股(百万股)	392/329
流通B股/H股(百万股)	0/0
流通股比例	84%
日均成交量(百万股)	10
日均成交值(百万元)	71

资产负债表摘要

股东权益(百万元)	1,774
每股净资产	4.53
市净率	1.7
净负债率	110%

EPS(元)	2009A	2010E
Q1	0.01	0.08
Q2	0.02	0.07
Q3	0.01	0.07
Q4	0.04	0.08
全年	0.08	0.30

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	3%	12%	36%
相对指数	-4%	-1%	40%

相关报告

- 《箱板纸量价齐升, 业绩同比大幅增长》
2010.08.11
- 《多重因素促使业绩提升》
2010.04.08
- 《经营状况仍在恢复过程中》
2009.10.23
- 《需求回升是主要增长动力》
2009.08.10

模型更新时间: 2010.09.13

股票研究

原材料
林纸产品

景兴纸业 (002067)

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 8.00

上次预测: 8.00

当前价格: 7.70

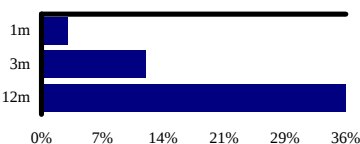
公司网址

www.jxpaper.com.cn

公司简介

浙江景兴纸业股份有限公司自1984年成立以来,以技术为依托,以品质求生存,以服务争市场,以效益谋发展,由一家名不见经传的造纸小厂发展成为拥有多家子公司的大型上市企业,目前是全国最大的牛皮箱板纸生产企业之一。公司主导产品为牛皮箱板纸、白面牛卡纸、纱管纸、高强度瓦楞原纸、纸箱等系列产品,产能100万吨左右。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

5.22-9.60

市值 (百万)

2,975

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利润率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

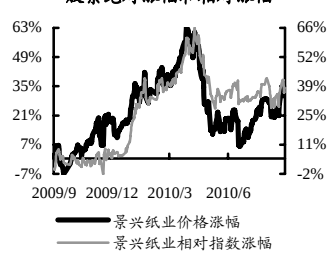
EV/EBITDA

P/S

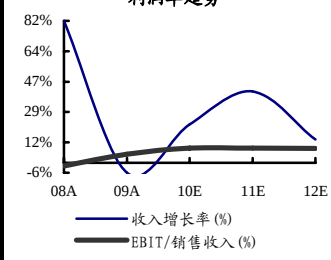
股息率

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	2,055	1,936	2,364	3,334	3,780
营业成本	1,904	1,680	1,979	2,781	3,161
税金及附加	5	3	3	4	5
销售费用	103	96	99	147	171
管理费用	83	63	84	120	131
EBIT	-40	95	198	281	312
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	1	1
财务费用	119	82	75	102	105
营业利润	-257	7	120	172	211
所得税	5	0	21	29	40
少数股东损益	-51	-14	0	0	0
净利润	-208	32	118	151	181
货币资金、交易性金融资产	870	463	350	500	500
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	17	16	16	16	16
固定资产合计	2,025	2,248	2,343	2,436	2,390
无形资产及其他资产	145	157	152	146	141
资产合计	4,003	3,791	4,023	4,851	4,642
流动负债	1,759	1,651	1,775	2,461	2,074
非流动负债	530	355	352	352	353
股东权益	1,686	1,712	1,823	1,964	2,141
投入资本(IC)	2,808	3,016	3,241	4,099	3,580
NOPLAT	-41	95	169	236	256
折旧与摊销	129	134	152	178	193
流动资金增量	-29	90	-145	-781	476
资本支出	-353	-385	-223	-257	-132
自由现金流	-295	-67	-47	-624	792
经营现金流	-8	292	187	-342	950
投资现金流	-428	-352	-222	-257	-131
融资现金流	240	-306	-78	749	-819
现金流净增加额	-195	-366	-113	150	0
收入增长率	81.8%	-5.8%	22.1%	41.1%	13.4%
EBIT 增长率	-132.2%	335.2%	108.9%	41.9%	10.9%
净利润增长率	-352.2%	115.3%	270.7%	27.7%	19.7%
利润率					
毛利率	7.3%	13.2%	16.3%	16.6%	16.4%
EBIT 率	-2.0%	4.9%	8.4%	8.4%	8.3%
净利润率	-10.1%	1.6%	5.0%	4.5%	4.8%
净资产收益率(ROE)	-12.3%	1.9%	6.5%	7.7%	8.4%
总资产收益率(ROA)	-5.2%	0.8%	2.9%	3.1%	3.9%
投入资本回报率(ROIC)	-1.5%	3.1%	5.2%	5.8%	7.1%
存货周转天数	53	61	57	59	58
应收账款周转天数	72	80	80	80	80
总资产周转天数	681	734	603	45	(10)
净利润现金含量	0.04	9.17	1.58	-2.27	5.26
资本支出/收入	-17%	-20%	-9%	-8%	-3%
资产负债率	57.2%	52.9%	52.9%	58.0%	52.3%
净负债率	65.8%	72.6%	74.7%	105.8%	64.5%
PE	-6.0	82.4	24.3	19.0	15.9
PB	0.7	1.5	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	26.8	16.9	12.1	10.8	8.4
P/S	0.6	1.4	1.2	0.9	0.8
股息率	0.0%	0.0%	0.3%	0.3%	0.1%

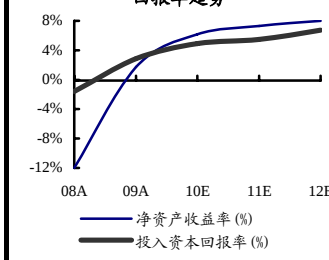
股票绝对涨幅和相对涨幅



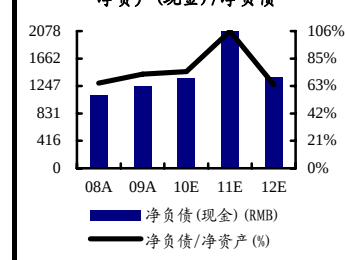
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



作者简介:**王峰:**

复旦大学国际金融硕士，96年至今为君安证券、国泰君安证券行业部研究员，主要从事轻工及造纸印刷行业的研究，2003-2009年连续七届《新财富》造纸印刷行业最佳分析师，2004年同时获得食品饮料行业第三名。

徐琳:

毕业于厦门大学管理学院会计系，香港理工大学金融与会计学院交流生。2007年7月进入国泰君安证券研究所行业公司部。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		