

景气持续好转、纸种分化明显

2010 年造纸包装行业投资策略报告

报告关键点：

- 行业景气处于上升通道之中；
- 投资机会主要在于行业基本面的改善；
- 明年纸种景气排序为白卡纸、箱板纸、铜版纸、双胶纸及书写纸、新闻纸；
- 给予行业同步大市-A的投资评级。

报告摘要：

- 随着宏观经济形势的持续好转，相关下游的需求逐步回暖，造纸行业的景气程度在逐步好转。主要纸品价格在经历了5、6月份的低点以后，最近几个月基本处于持续上涨的通道中，唯一的不同是上涨幅度的差异。主要造纸上市公司的收入与净利润环比改善非常明显，盈利能力同时得到提高，但尚未达到08年的景气高点。
- 库存基本回归合理位置。以全球纸浆库存周转量为指标的国际木浆库存和以美国为例的制造业库存已经低于历史均值；国内纸业产成品库存无论厂商或者经销商，大部分已回归到合理库存水平，原材料库存水平也基本正常。值得说明的是上半年造成大多数企业意愿投资存货增加的低价原材料储备基本使用完毕，四季度将会对这些公司的毛利率水平构成负面影响。
- 关于纸业下游需求的分析。由于国内宏观经济的复苏，与纸业相关的国内下游消费需求已经启动并将持续，国外需求复苏迹象还不明显但值得期待。根据安信宏观策略部门的判断，国外经济的复苏虽然慢于国内经济，但是外部需求的启动是迟早的事情。因此，我们看好明年外部需求的持续改善所给行业带来的投资机会。
- 产能过剩制约行业景气持续时间。07年以来行业出现产能过剩的局面，今明两年仍有一些新增产能投放，这对于需求逐步恢复的行业景气带来负面的影响。
- 估值水平基本合理。从目前造纸行业的相对估值水平来看，造纸板块的PB与A股的相对系数在02年以来的平均水平为0.73，目前的相对估值系数大约为0.6，处于历史的低位。但是，如果我们再来考察一下造纸板块盈利能力的变化，就会发现板块的ROE与A股的ROE相比较，大致从06年以后板块的ROE已经明显低于A股的ROE水平，偏离于A股的趋势越来越明显。因此，板块的相对估值系数略低于历史的平均位置也是比较合理的。
- 给予行业同步大市-A的投资评级，板块的投资机会主要来自于基本面的改善。从目前的情况来看，随着宏观经济的复苏下游的消费需求已经启动，造纸行业的景气程度已经处于景气上升的通道之中。由于包装纸与消费需求的关联度更高，同时预期出口的增速会在明年加大。因此，我们认为包装纸的景气度在明年会有更好的表现，反弹力度会更大，其次看好文化纸。再结合上述对细分纸种新增产能以及消费增长率的对比分析，我们认为明年细分纸种的排序为白卡纸、箱板纸、铜版纸、双胶纸及书写纸、新闻纸等。根据细分子行业的景气排序情况，我们推荐的上市公司为：拥有优势纸种结构的景兴纸业、山鹰纸业、博汇纸业、太阳纸业，纸业指数代表及估值具有优势的晨鸣纸业，以及下游包装类公司劲嘉股份、永新股份、紫江企业、陕西金叶等。

纸与林木产品 同步大市-A

上次评级

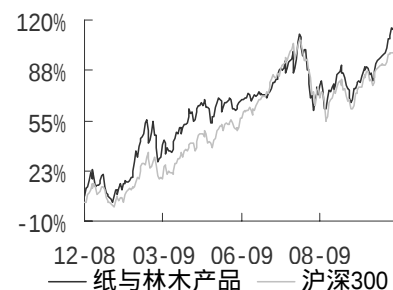
同步大市-A

报告日期

2009-12-16

首选股票	目标价	评级
000488 晨鸣纸业	10.6	买入-B
600966 博汇纸业	13.75	买入-B
002078 太阳纸业	23.2	增持-A
002067 景兴纸业	8.7	买入-B
002191 劲嘉股份	18.2	买入-B
002228 合兴包装	17.1	增持-A
600210 紫江企业	10.5	增持-A
002014 永新股份	21	增持-A
002117 东港股份	21	增持-A

12 个月行业表现



研究员

郭振举

助理行业分析师

010-66581621

guozj@essence.com.cn

前期研究成果

2009 亚洲浆纸年会会议纪要

2009-09-23

造纸包装：业绩环比大幅改善&全面复苏尚需时日

2009-09-11

2009 包装纸战略与趋势研讨会纪要

2009-07-06

造纸包装：去库存、去产能决定景气反弹的高度

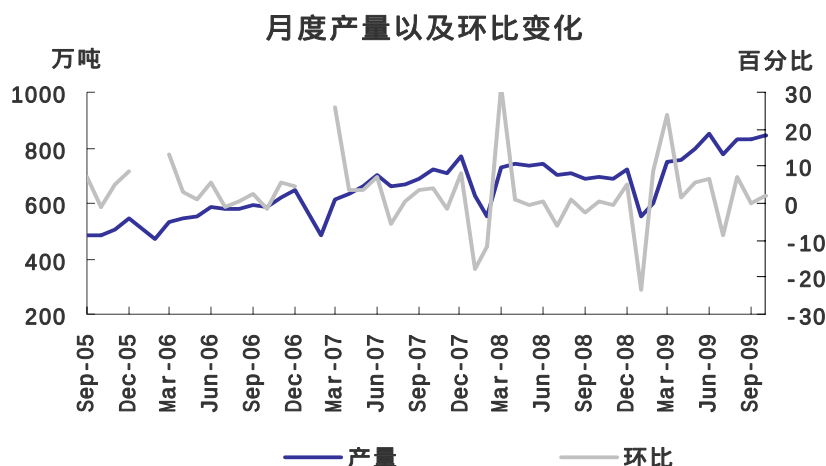
2009-06-05

1. 行业持续向好

1.1. 业绩季度环比改善明显

像大多数的行业一样，造纸行业在经历了上半年的去库存化以后，随着宏观经济形势的持续好转，相关下游的需求逐步回暖，行业的景气程度在逐步好转。主要纸品价格在经历了 5、6 月份的低点以后，最近几个月基本处于持续上涨的通道中，唯一的不是是上涨幅度的差异。同时，纸品产量自今年 1 月份以来基本上是逐月上升，环比增速除 7 月份以外均为正值，1-10 月份累计生产纸品 7582 万吨，同比增速 8.61%，已经超过了 08 年全年纸品产量 7.76% 的增速。

图 1 月度产量以及环比变化



数据来源：wind，安信证券研究中心

通过分析主要造纸上市公司的业绩环比改善情况，考察造纸行业的景气情况会更为清楚和可行。因此，我们把造纸板块的上市公司剔除掉 ST 类后，选出 17 家主要的上市公司作为样本点进行考察。从这主要的 17 家公司的情况来看，三季度公司业绩进一步改善。首先，17 家公司三季度收入环比增长 5.47%，净利润环比增幅 74.62%，经营状况持续改善。收入环比的增幅相对于二季度有所下降，主要是由于二季度收入基数的提高，这符合行业在复苏进程中的表现。进入三季度以来，纸品价格逐渐上涨，同时经济的见底回升带动需求（销量）的逐步恢复，共同的作用促进收入环比的进一步增长。

净利润环比增长 74.62%，主要原因是由于纸品销量的反弹以及盈利能力的提升。1-9 月份纸品销量累计同比增长 8.76%。三季度主要造纸上市公司毛利率水平为 19.79%，相对于二季度上升 0.93 个百分点。净利率水平环比也是上升，但幅度远大于毛利率的上升幅度达 2.92 个百分点，显示上市公司总体在三季度期间费用率的下降。毛利率水平上升的主要原因是纸品价格的上升以及部分上市公司低价原材料的储备较多所致。

表 1 业绩环比改善明显

	Q3 2009	Q2 2009	Q1 2009	Q2 2008	Q3 2008
收入环比增长率%	5.47	27.29	-3.6	11.33	-11.05
净利润环比增长率%	74.62	22648.03	99.74	13.54	-38.89
毛利率%	19.79	18.86	10.92	20.46	18.48
净利率%	7.27	4.35	0.16	8.58	6.2

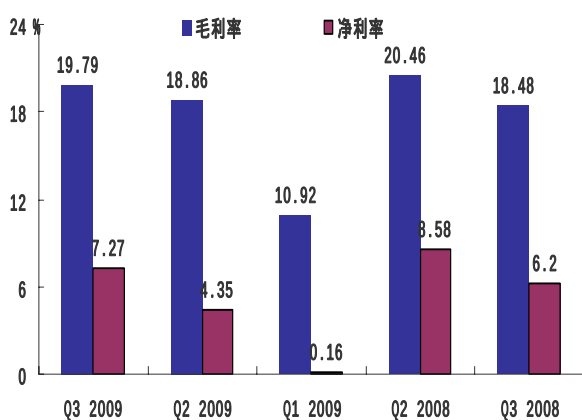
数据来源：wind，安信证券研究中心

1.2. 盈利能力提升

正如在中期策略中所预计的那样，我们认为二季度造纸行业整体盈利水平的提升主要来自于高价原材料库存的消化，所导致的原材料成本的下降，从而带来毛利率水平的自然抬升。由于三季度以来行业的需求在回暖，纸品价格持续上升，因此尽管上述影响因素消除以后，毛利率水平环比仍有微幅上调。同时，毛利率水平与去年同期相比上升 1.31 个百分点，但仍未达到 08 年二季度时的景气高点，相差约 0.67 个百分点。由于毛利率水平上升的主要原因是纸品价格的上升以及部分上市公司低价原材料的储备较多所致，因此我们判断四季度随着部分上市公司低价原材料的消耗完毕，整体毛利率水平会有一定的下降。

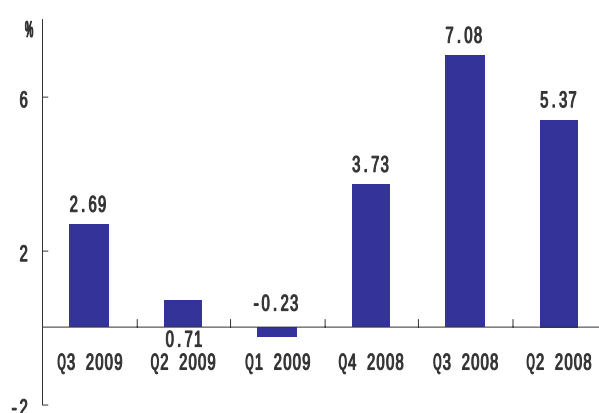
净资产收益率环比有一定的上升，但同比仍下降约 4.5 个百分点。从 17 家造纸上市公司的数据来看，截至到今年三季度末加权平均净资产收益率为 2.69%，环比第二季度上升了近 2 个百分点，但是与去年同期相比下降了约 4.5 个百分点。

图 2 毛利率与净利率环比稍有下降



数据来源：wind，安信证券研究中心

图 3 ROE 环比上升



数据来源：wind，安信证券研究中心

表 2 主要造纸上市公司季度业绩比较 (单位：%)

证券代码	证券简称	Q3 2009 收入 QOQ	Q2 2009 收入 QOQ	Q3 2009 归属母 公司净 利润 QOQ	Q2 2009 归属母 公司净 利润 QOQ	Q3 2009 毛利率	Q2 2009 毛利率	Q3 2009 净利率	Q2 2009 净利率	2009 年 三季报 ROE	2009 年 中报 ROE
600069.SH	银鸽投资	5.09	54.11	-39.79	416.47	15.60	16.73	2.06	3.73	0.65	1.31
600163.SH	福建南纸	-1.03	34.88	8.88	71.89	2.71	-1.71	-10.20	-10.85	-1.57	-1.70
600235.SH	民丰特纸	8.25	-4.90	146.44	40.23	30.39	31.92	12.81	5.82	4.36	1.80
600308.SH	华泰股份	-3.25	53.80	3.14	242.61	20.17	16.80	7.09	6.87	2.44	2.80
600103.SH	青山纸业	-1.81	25.05	105.84	2.48	12.33	14.67	1.67	-6.73	0.08	-1.30
600356.SH	恒丰纸业	-2.59	-11.61	66.56	11.31	34.26	26.14	13.23	7.99	3.11	1.87
600963.SH	岳阳纸业	-1.58	47.54	9.22	93.35	17.78	16.86	3.24	2.92	0.95	0.88
600966.SH	博汇纸业	-0.06	23.15	49.56	110.73	21.38	15.66	9.57	6.24	2.53	1.81
000488.SZ	晨鸣纸业	8.40	32.23	103.28	1,807.18	21.00	20.23	8.40	4.75	2.44	1.22
000815.SZ	美利纸业	18.22	10.29	-34.35	162.55	10.78	14.81	0.79	1.10	0.16	0.25
002012.SZ	凯恩股份	-0.06	79.85	30.36	351.50	34.92	32.05	14.38	11.21	5.49	4.15
002067.SZ	景兴纸业	19.11	11.22	-25.64	134.01	13.34	12.02	0.43	0.47	0.33	0.45
002078.SZ	太阳纸业	10.76	0.38	85.23	50.40	20.51	25.33	13.97	7.38	6.15	3.43
600433.SH	冠豪高新	7.47	0.61	75.76	245.06	22.07	19.44	5.03	3.07	1.92	1.11
600567.SH	山鹰纸业	10.99	35.28	180.13	143.52	19.53	17.51	5.37	2.24	2.92	1.06
000820.SZ	金城股份	-15.94	34.34	371.05	-71.44	32.53	18.78	13.87	2.47	7.64	1.70
002235.SZ	安妮股份	21.09	20.36	-4.50	44.91	18.45	20.46	9.24	11.67	3.26	3.48

数据来源：wind，安信证券研究中心

2. 库存回归合理位置

2.1. 全球库存回归合理

根据我们中期策略的观点，造纸行业短期景气反弹取决于库存水平的变化。沿着这一思路进行分析，首先我们看全球纸浆库存的周转天数，从 02 年到今年三季度该指标的平均值为 32.5 天。从 6 月份开始，该指标开始低于历史的平均水平，截止到三季度末已经降到了 26 天。同时，我们以美国为例，考察国外纸品行业制造业库存水平的变化，发现截止到三季度末美国制造业库存水平，低于 02 年以来的平均水平 6374 百万美元，低于平均水平的幅度约为 5%。

图 4 全球纸浆库存周转量

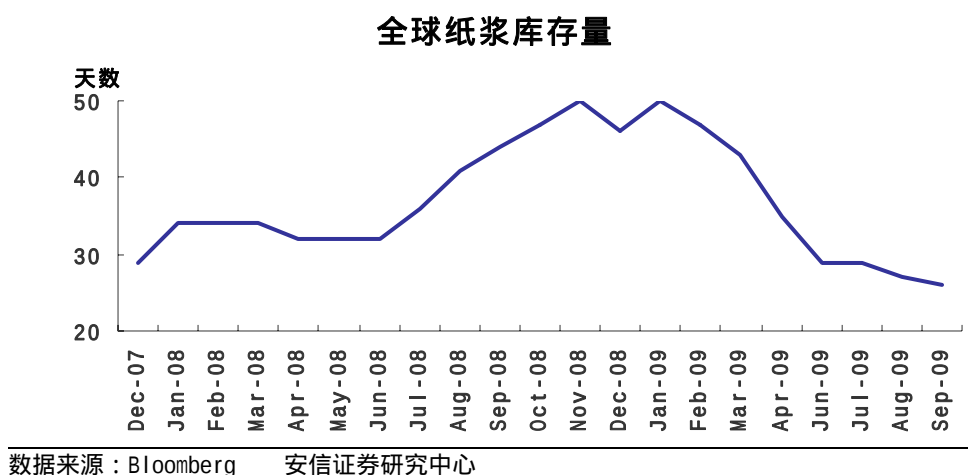


图 5 美国纸张批发业库存

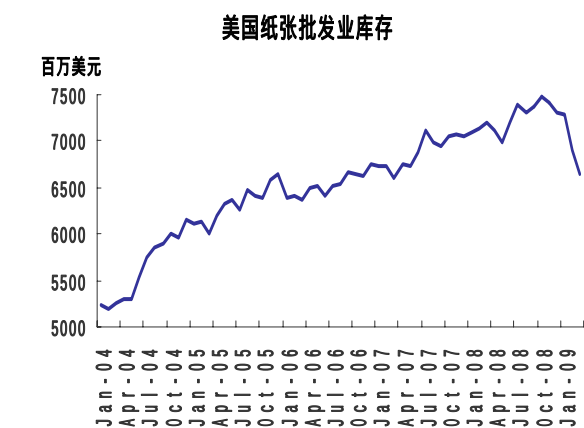
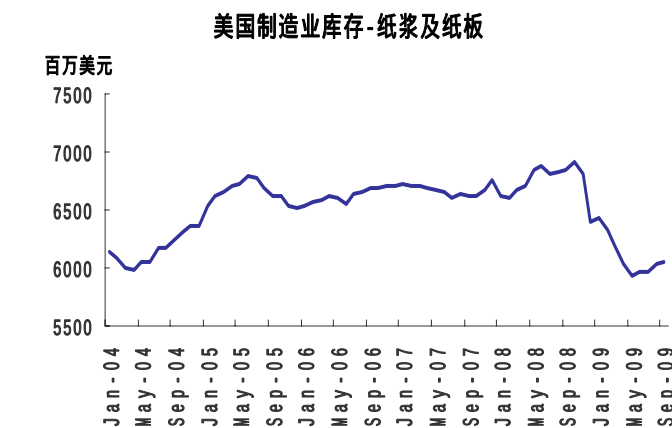


图 6 美国制造业库存



2.2. 国内库存水平基本合理

通过我们调研，业内人士的交流以及对主要上市公司库存水平的分析，发现国内的库存水平已经回归到了一个比较合理的位置。

我们把主要上市公司 09 年三季度末的库存与 08 年底的库存水平作了一个对比，发现从库存金额的角度进行考虑，总体下降幅度为 4.51%。17 家公司的分化比较严重，有的增幅较大（比如金城股份、冠豪股份、恒丰纸业等），有的减幅较大（比如晨鸣纸业、博汇纸业、美利纸业等）。如果考虑产成品和原材料价格水平的变化，大致估算一下库存的数量，发现库存数量的下降幅度要远大于库存金额的下降幅度。与历史上的情况相比，三季度末的库存数量基本恢复到一个合理位置。当然，不同公司之间的差异比较明显，显示了上市公司经营业绩的分化。

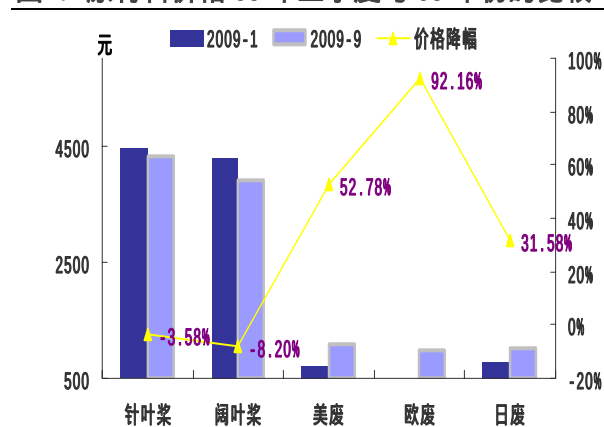
表 3 主要造纸上市公司库存总额的变化（元）

证券代码	证券简称	3Q 2009	4Q 2008	库存增长幅度
600235.SH	民丰特纸	182,377,395.41	176,773,076.84	3.17%
600069.SH	银鸽投资	403,086,304.62	364,634,695.27	10.55%
600163.SH	福建南纸	416,262,460.19	402,374,647.80	3.45%
600308.SH	华泰股份	769,127,022.08	800,395,578.75	-3.91%
600103.SH	青山纸业	439,667,899.03	430,789,433.61	2.06%
600356.SH	恒丰纸业	229,146,226.34	207,116,223.56	10.64%
600963.SH	岳阳纸业	2,076,972,792.51	2,010,707,540.19	3.30%
600966.SH	博汇纸业	463,700,199.99	514,816,340.45	-9.93%
000488.SZ	晨鸣纸业	2,458,638,492.32	2,980,266,373.67	-17.50%
000815.SZ	美利纸业	751,817,980.63	811,187,540.32	-7.32%
002012.SZ	凯恩股份	186,333,229.71	184,054,394.73	1.24%
002067.SZ	景兴纸业	241,838,004.70	253,434,512.56	-4.58%
002078.SZ	太阳纸业	534,996,214.62	582,182,828.14	-8.11%
600433.SH	冠豪高新	168,956,418.72	141,813,093.56	19.14%
600567.SH	山鹰纸业	500,215,211.53	461,808,750.58	8.32%
000820.SZ	金城股份	116,089,579.64	84,877,686.97	36.77%
002235.SZ	安妮股份	127,618,637.16	135,445,424.18	-5.78%
	合计	10,066,844,069.20	10,542,678,141.18	-4.51%

数据来源：wind，安信证券研究中心

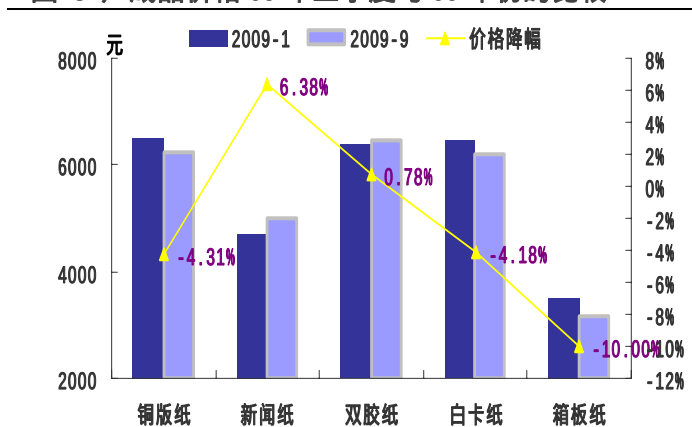
木浆价格（包括针叶浆、阔叶浆）水平，09 年三季度与年初相比，仍有一定程度的下跌；但是废纸的价格（美废、欧废、日废等）价格水平与年初相比，分别有大幅度的上升，美废与欧废的上升比例分别为 53%和 92%，日废的上升比例也接近 32%。主要纸种（铜版纸、新闻纸、双胶纸、箱板纸、白卡纸等）的价格水平 09 年三季度末与年初相比开始分化，部分纸种小幅上涨，部分仍然下跌。其中，铜版纸和箱板纸的下跌幅度最大，分别达到 4%和 10%，双胶纸和新闻纸有所上涨，上涨幅度分别为 6.38%和 0.78%。

图 7 原材料价格 09 年三季度与 09 年初的比较



数据来源：中国纸网 安信证券研究中心

图 8 产成品价格 09 年三季度与 09 年初的比较



数据来源：中国纸网 安信证券研究中心

从库存水平的变化情况看，总体上库存数量回归到比较合理的位置，显示行业短期景气好转的来临。同时，根据目前宏观经济的发展趋势，我们认为造纸行业相关的下游正在或者已经回暖，据此推断造纸行业目前正在进入景气反弹通道中。

3. 内需已启动、外需值得期待

3.1. 内需已启动

国内纸品价格基本上在 5 月份到达最低点，从 5 月份开始涨价，截止到 11 月份，铜版纸涨幅 1000 元达到 6650 元，白卡纸涨幅约 600 元达到 6450 元，双胶纸涨幅 550 元达到 6650 元，新闻纸涨幅 400 元达到 4900 元，箱板纸涨幅 100 元达到 3140 元，纸品价格的涨幅在 17.6%到 3.6%之间。前四个纸种价格水平已经达到或微超年初的价格水平，但箱板纸相比下跌 10%以上。结合目前的库存水平来看，基本到合理的位置，显示国内行业的景气程度已经处于上升通道之中。

图 8 国内铜版纸价格



数据来源：中国纸网 安信证券研究中心

图 9 国内新闻纸价格



数据来源：中国纸网 安信证券研究中心

图 10 国内双胶纸价格



数据来源：中国纸网 安信证券研究中心

图 11 国内白卡纸价格



数据来源：中国纸网 安信证券研究中心

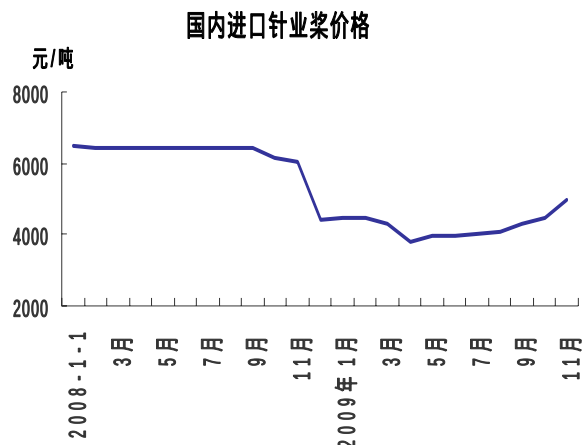
图 12 国内箱板纸价格



数据来源：中国纸网 安信证券研究中心

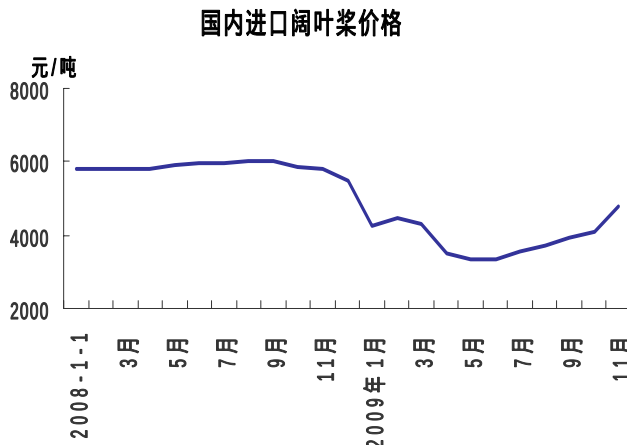
国内纸品价格的上涨部分源于成本的推动。我们可以看到，国内进口木浆价格包括阔叶浆、针叶浆与今年 5、6 月份的低点相比，分别上涨 25%和 43%。美废的价格年初以来基本逐月上涨，由 720 上涨到 11 月份的 1200 元，涨幅 66.6%。原材料价格上涨的原因，今年上半年有很大程度是由于国内浆厂的停产造成供应的减少以及原材料价格低位时国内厂商对低价原材料储备的增加；下半年的上涨主要是由于行业景气的恢复，另一方面海运费的上涨以及人民币汇率的变化，也是导致原材料价格上涨的重要因素。

图 13 国内进口针叶浆价格



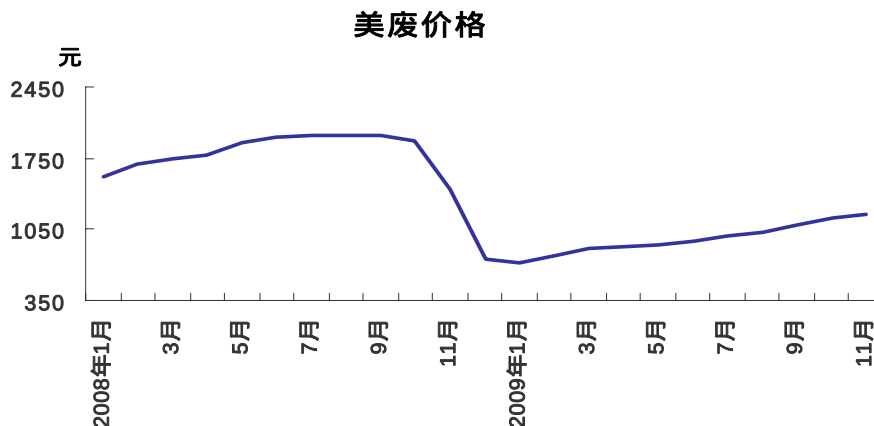
数据来源：中国纸网 安信证券研究中心

图 14 国内进口阔叶浆价格



数据来源：中国纸网 安信证券研究中心

图 15 美废价格

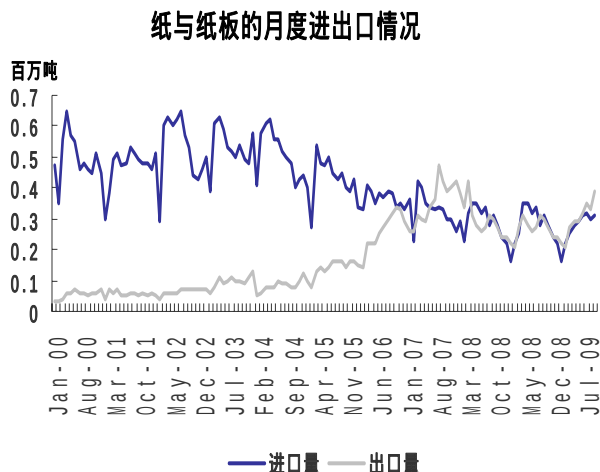


数据来源：中国纸网 安信证券研究中心

自三月份以来，纸与纸板的月度出口数量基本是逐月上升，进口虽然也是维持在高位，但是净出口自三月份以来转正并且逐月上升，到 9 月份单月净出口达到 9 万吨。其中，铜版纸、双胶纸、白卡纸等前 5 个月出口同比为负，从 5-6 月份开始同比转正。

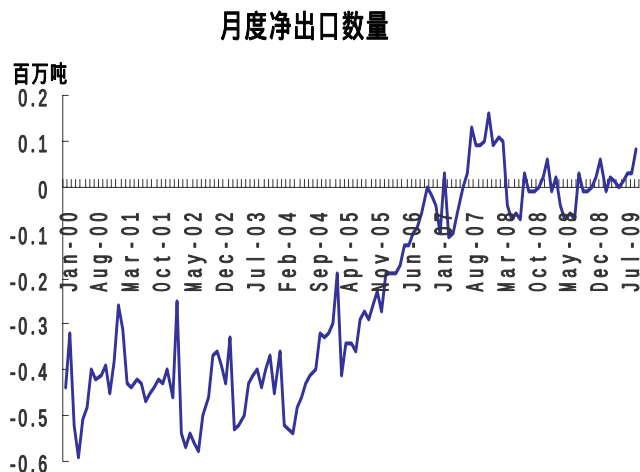
固定资产投资累计增速恢复到一个合理的平台。一方面是由于投资多数属于制浆生产线，另一方面可能是在淘汰中小纸厂过程中的更新改造投资，以及企业预期需求将会逐渐改善而在行业景气低点时的扩张。另外，设备原材料购置成本较低，国家优惠政策也是导致上升的重要原因。

图 16 纸与纸板月度进出口



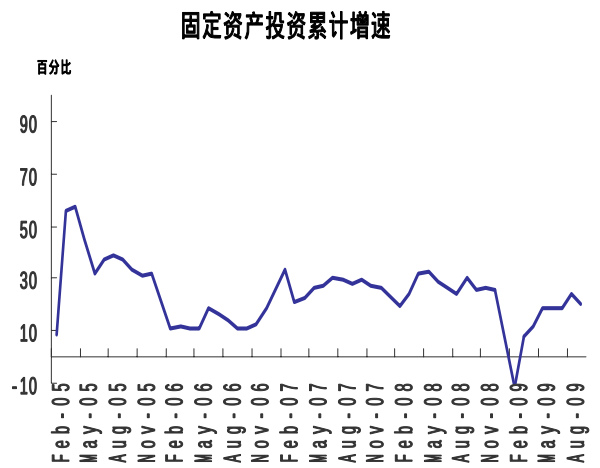
数据来源：Bloomberg 安信证券研究中心

图 17 月度净出口数量



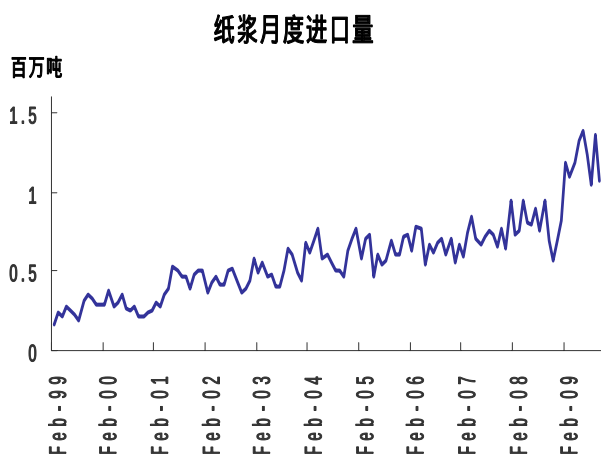
数据来源：Bloomberg 安信证券研究中心

图 18 固定资产投资累计增速



数据来源：Bloomberg 安信证券研究中心

图 19 纸浆月度进口量



数据来源：Bloomberg 安信证券研究中心

3.2. 外需值得期待

从目前国外的原材料与产成品价格水平来看，国外需求恢复的迹象已经出现，但复苏程度远小于国内的情况。首先，我们看一下国外原材料价格水平的变化。国外针叶浆与阔叶浆的价格在今年以来，一直处于上涨的通道中，主要源于去年底以及今年初的去库存，把价格拉到一个很低的水平，导致国内浆厂关闭供应减少。而国内厂商意愿存货投资水平的上升以及需求的拉动，导致国际木浆价格的持续上涨。相对而言，废纸的价格虽然也是在上升，但是上升的幅度小于木浆的上涨幅度。在今年原材料价格水平持续上涨的情况下，国外主要纸种的价格水平基本处于平稳的状态，部分纸种的价格水平还略有下降，显示国外需求回暖的迹象仍不是很明显。但是，根据我们宏观策略部门的判断，国外经济的复苏虽然慢于国内经济，但是外部需求的启动是迟早的事情。因此，我们看好明年外部需求的持续改善。

图 20 北方漂白软木牛皮浆价格



数据来源：Bloomberg 安信证券研究中心

图 21 北方漂白硬木牛皮浆价格



数据来源：Bloomberg 安信证券研究中心

图 22 废纸价格



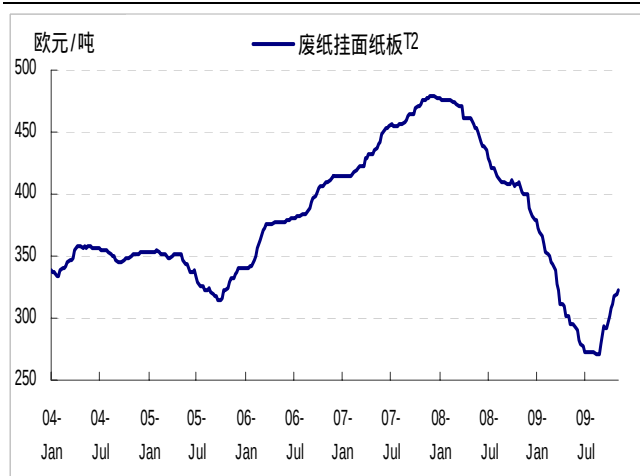
数据来源：Bloomberg 安信证券研究中心

图 23 废纸价格



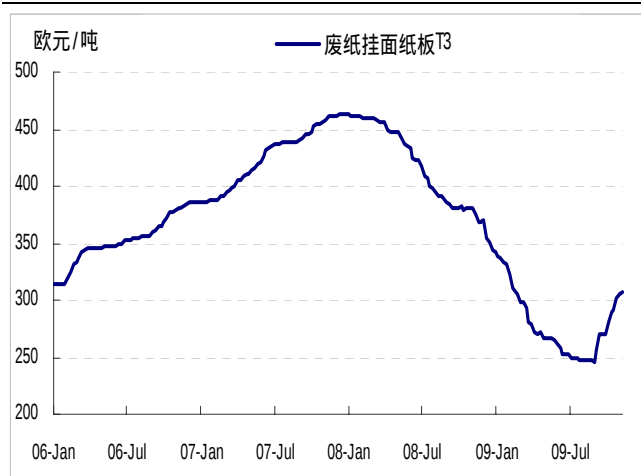
数据来源：Bloomberg 安信证券研究中心

图 24 废纸价格



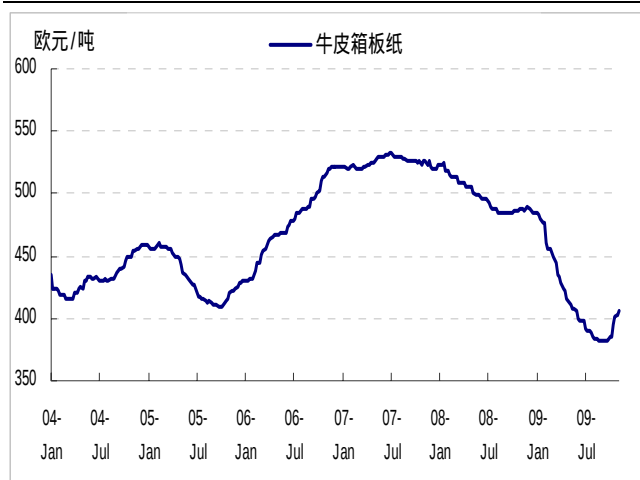
数据来源：Bloomberg 安信证券研究中心

图 25 废纸价格



数据来源：Bloomberg 安信证券研究中心

图 26 牛皮箱板纸价格



数据来源：Bloomberg 安信证券研究中心

图 27 轻涂杂志纸价格



数据来源：Bloomberg 安信证券研究中心

图 28 涂布道林纸价格



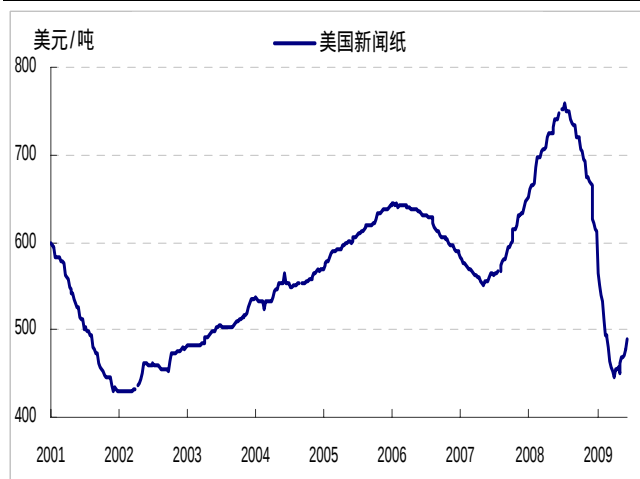
数据来源：Bloomberg 安信证券研究中心

图 29 复印纸价格



数据来源：Bloomberg 安信证券研究中心

图 30 美国新闻纸价格



数据来源：Bloomberg 安信证券研究中心

图 31 欧洲新闻纸价格



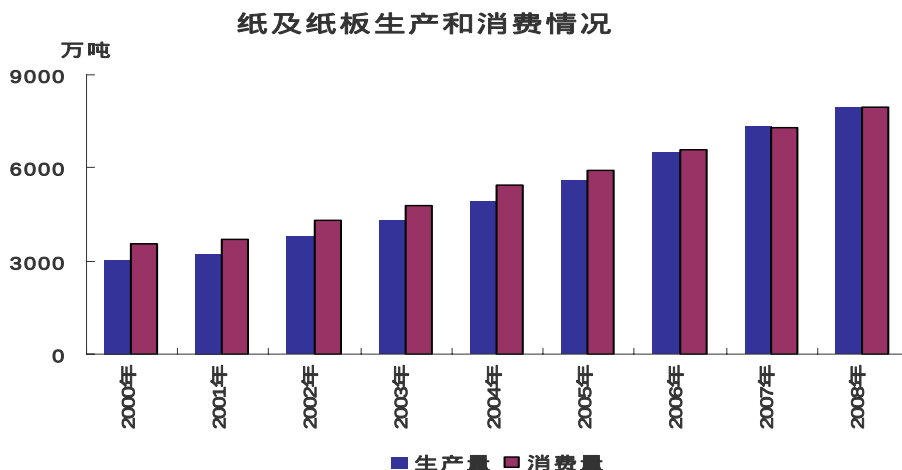
数据来源：Bloomberg 安信证券研究中心

4. 投资机会来自于基本面的改善

4.1. 产能过剩制约景气持续时间

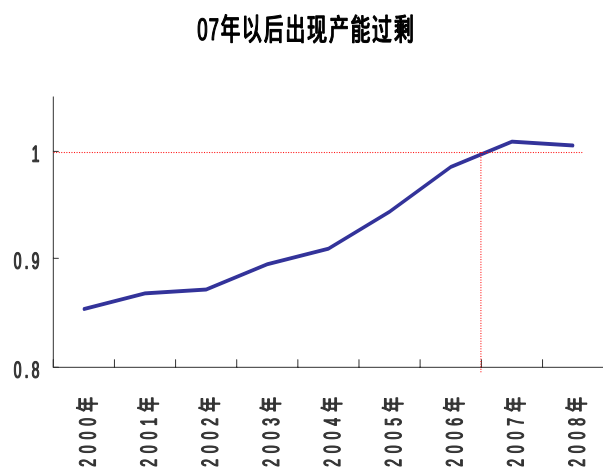
造纸行业自 2007 年以来，总体处于供大于求的状态，国内产能出现过剩。2000 年到 2008 年，生产量年均增长率 12.78%，消费量年均增长率 10.48%。由于多年来，造纸行业基本处于供不应求的局面，新增产能一直处于快速扩张的状况，因此到 07 年以后行业出现产能过剩，同时行业的净出口也由负变正。

图 32 纸及纸板生产和消费稳定增长



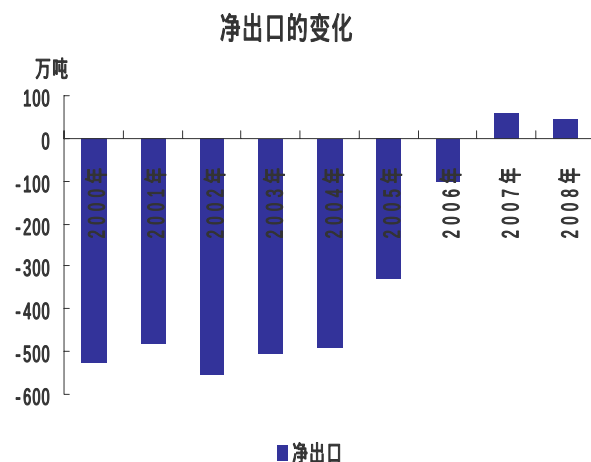
数据来源：造纸协会 安信证券研究中心

图 33 07 年以后产能过剩



数据来源：安信证券研究中心

图 34 07 年后净出口由负变正



数据来源：安信证券研究中心

除此以外，由于受造纸行业新上产能 1-2 年投资期限的影响，09、10 年仍有一些新增产能投放，这对于需求逐步恢复的行业景气带来负面的影响。

表 4 细分纸种的新增产能情况

纸种	09 年新增产能	新增的比例	10 年新增产能	新增的比例	08 年净出口
文化纸	40	2.57%	105	6.58%	15
白纸板	35	2.81%	32	2.50%	-11
铜版纸	25	4.89%	60	11.19%	59
新闻纸	30	5.87%	0	0.00%	34
箱板/瓦楞纸	300	8.85%	77	2.09%	15

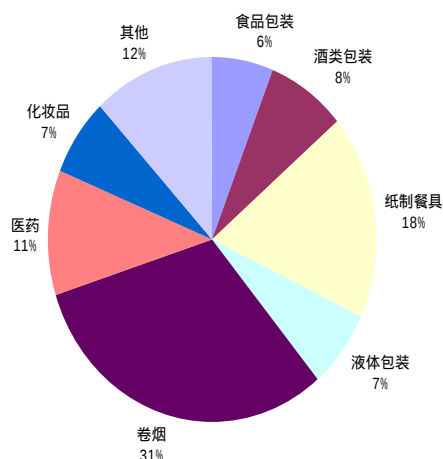
数据来源：造纸协会 安信证券研究中心

4.2. 包装纸景气反弹力度更大

造纸行业的下游需求很分散,与下游消费领域以及文化领域密切相关,一般认为与 GDP 增速的相关系数在 0.9 以上。本轮的经济复苏多少有一些特殊之处,在 08 年下半年经济危机的背景下,国内 09 年经济的增长很大程度上是由投资的拉动从而带动消费的增长。从前三季度的情况来看,应该说经济链条的传导作用已经取得成功,国内的下游消费已经启动,加上出口增速加快的预期,因此我们认为今后的一段时间与下游消费需求更加密切相关的纸品消费会有更大的弹性,比如包装纸等。

图 35 白卡纸下游需求

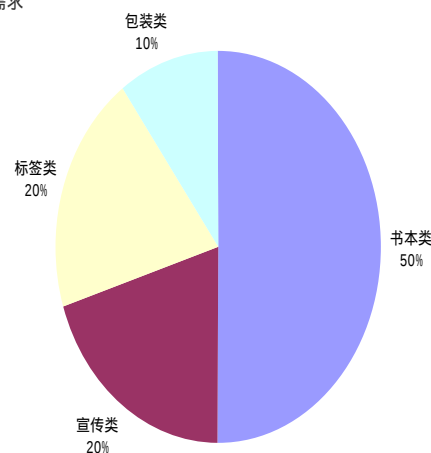
白卡纸下游需求分布



数据来源：安信证券研究中心

图 36 铜版纸下游需求

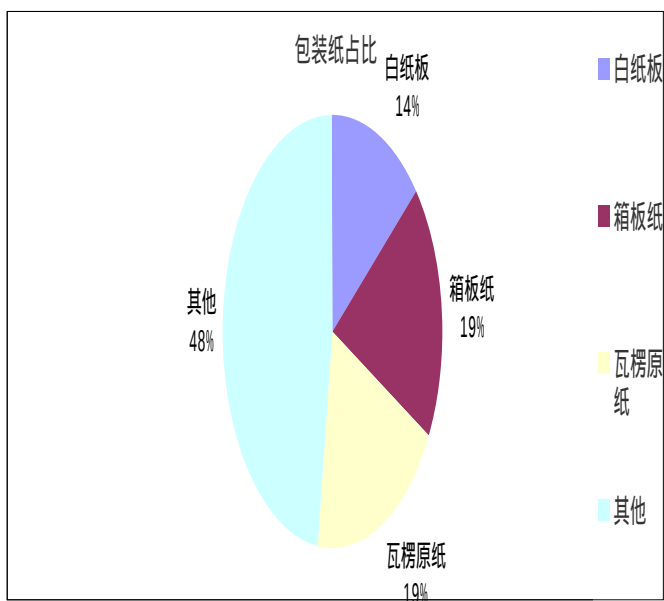
铜版纸下游需求



数据来源：安信证券研究中心

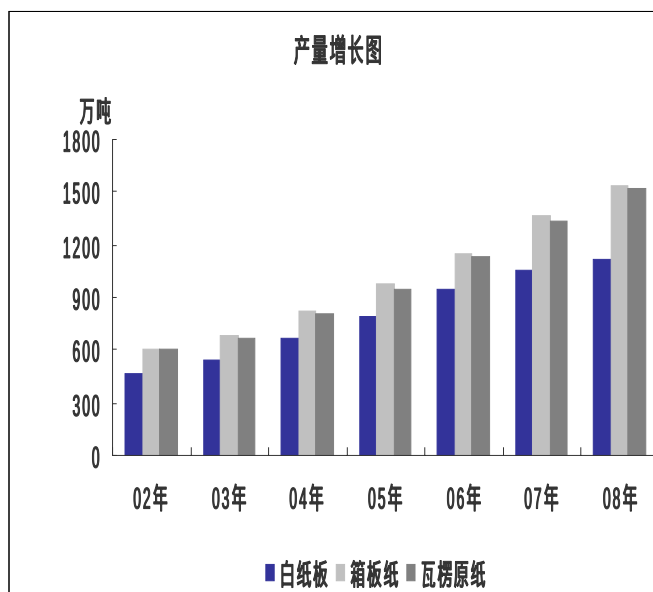
箱板纸主要用于瓦楞纸箱的制作和包装,白卡纸主要分为烟卡、食品卡(利乐包、食品类包装),社会卡(用于化妆品、药品和酒类等的包装)铜板卡(一般用于吊牌,如衣服标签,还有杂志封面、书皮等)。包装纸与下游消费的关联度更高,目前白卡的消费已经随着国内消费的复苏而加强,明年随着出口的增速,箱板纸的景气反弹力度会更大。铜版纸主要用于高档期刊、教材书本类、产品目录、广告海报宣传类、烟包酒标、食品标签以及纸制手袋、精美礼品包装盒等,部分受益于出口和下游消费的增速,但是“双反”政策以及后年产能的大幅投放削弱了该纸种景气复苏的程度。

图 37 包装纸明细占比



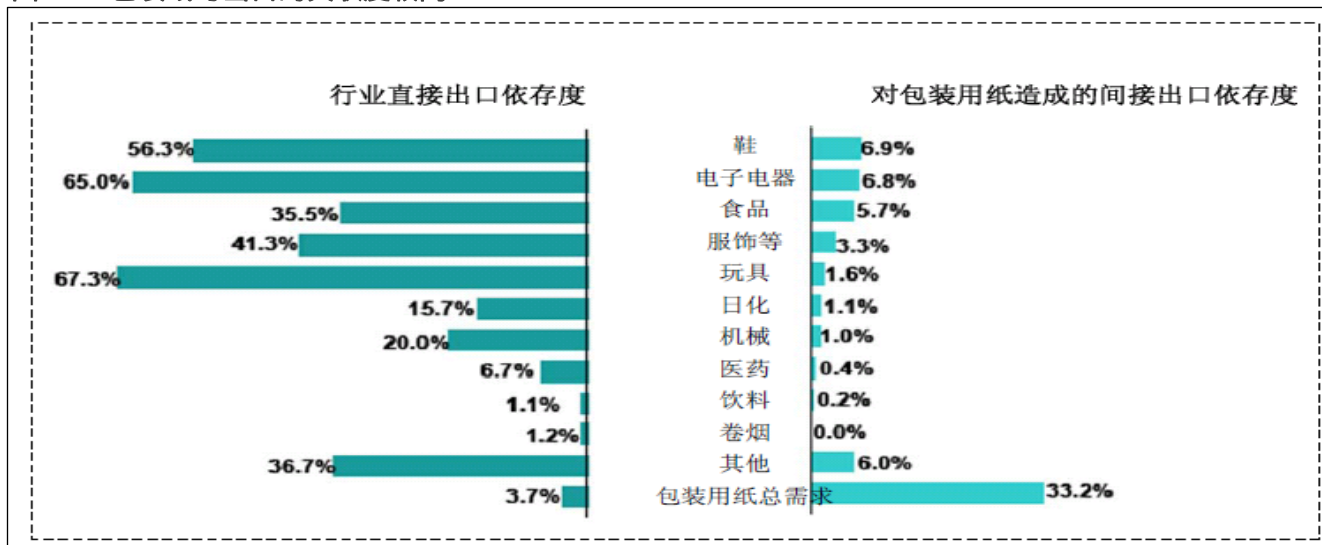
数据来源：安信证券研究中心

图 38 包装纸产量增速



数据来源：安信证券研究中心

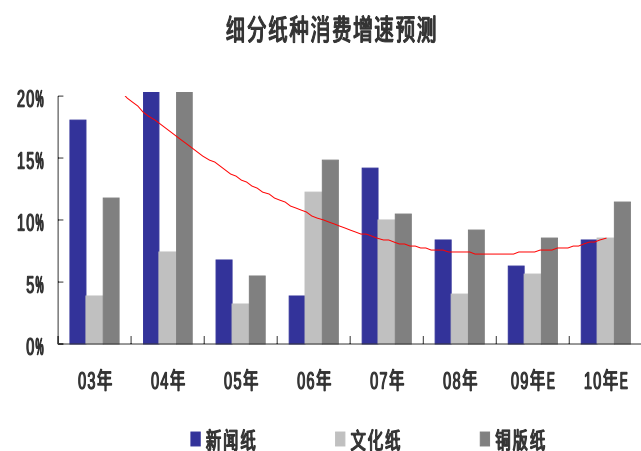
图 39 包装纸与出口的关联度较高



数据来源：安信证券研究中心

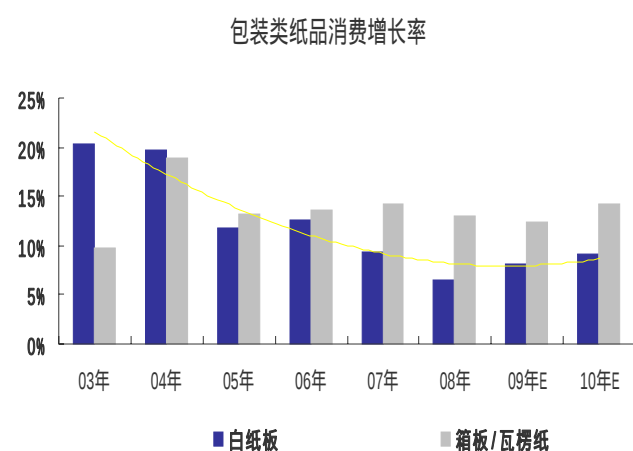
通过对上述细分纸种新增产能的分析，结合这两年对细分纸种消费增速的预测，总体上我们认为包装纸的景气程度在明年的反弹力度更大，其次是大类文化纸。具体到细分纸种的排序，分别为白卡纸、箱板纸、铜版纸、双胶纸及书写纸、新闻纸等。

图 40 大类文化纸消费增速



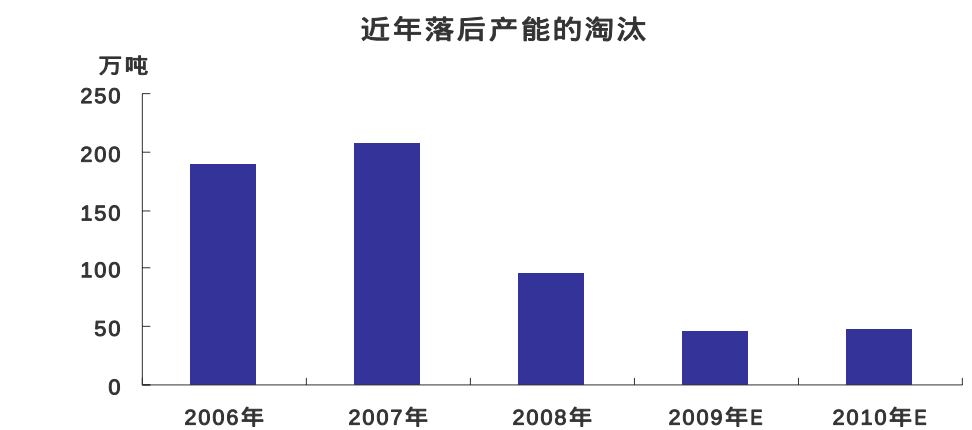
数据来源：安信证券研究中心

图 41 包装纸消费增速



数据来源：安信证券研究中心

图 42 近年落后产能的淘汰

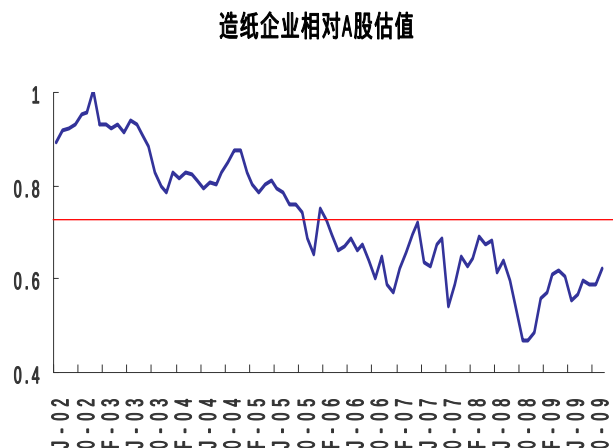


数据来源：安信证券研究中心

4.3. 给予行业同步大市-A 的投资评级

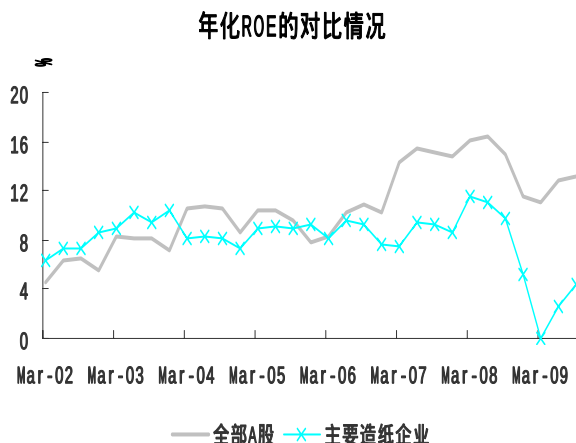
从目前造纸行业的相对估值水平来看，造纸板块的 PB 与 A 股的相对系数在 02 年以来的平均水平为 0.73，目前的相对估值系数大约为 0.6，处于历史的低位。但是，如果我们再来考察一下造纸板块盈利能力的变化，就会发现板块的 ROE 与 A 股的 ROE 相比较，大致从 06 年以后板块的 ROE 已经明显低于 A 股的 ROE 水平，偏离于 A 股的趋势越来越明显。因此，板块的相对估值系数略低于历史的平均位置也是比较合理的。

图 43 造纸企业相对 A 股估值



数据来源：WIND（截至 11 月 30 日收盘价）安信证券研究中心

图 44 年化 ROE 的对比情况



数据来源：WIND 安信证券研究中心

给予行业同步大市-A 的投资评级，板块的投资机会主要来自于基本面的改善。从目前的情况来看，随着宏观经济的复苏下游的消费需求已经启动，造纸行业的景气程度已经处于景气上升的通道之中。由于包装纸与消费需求的关联度更高，同时预期出口的增速会在明年加大。因此，我们认为包装纸的景气度在明年会有更好的表现，反弹力度会更大，其次看好文化纸。再结合上述对细分纸种新增产能以及消费增长率的对比分析，我们认为明年细分纸种的排序为白卡纸、箱板纸、铜版纸、双胶纸及书写纸、新闻纸等。根据细分子行业的景气排序情况，我们推荐的上市公司为：拥有优势纸种结构的景兴纸业、山鹰纸业、博汇纸业、太阳纸业，纸业指数代表及估值具有优势的晨鸣纸业，以及下游包装类公司劲嘉股份、陕西金叶、永新股份、紫江企业等。

表 5 主要企业的盈利与估值

简称	每股收益			市盈率 PE			市净率 PB (MRQ)
	TTM	09E	10E	TTM	09E	10E	
行业均值	0.0269	0.3521	0.4447	370.54	30.14	23.47	2.27
行业中值	0.1294	0.2367	0.3180	27.28	38.51	30.42	2.65
晨鸣纸业	0.1294	0.3735	0.5032	69.23	23.99	17.81	1.46
美利纸业	0.1359	0.0970	0.2468	76.94	107.80	42.39	1.73
景兴纸业	-0.5682	0.0696	0.1591	-12.11	98.82	43.23	1.58
太阳纸业	0.4536	0.8838	1.0968	42.01	21.56	17.38	3.38
银鸽投资	-0.0524	0.0869	0.1730	-180.76	109.09	54.81	2.63
民丰特纸	0.2404	0.2367	0.2831	37.80	38.40	32.11	2.65
华泰股份	0.3502	0.6877	0.7892	41.19	20.98	18.28	1.81
恒丰纸业	0.4945	0.4645	0.5056	27.28	29.04	26.68	2.36
山鹰纸业	-0.0543	0.1039	0.1859	-112.07	58.59	32.76	1.99
岳阳纸业	0.0230	0.1675	0.3076	416.14	57.19	31.15	2.09
博汇纸业	0.2556	0.3959	0.5974	42.16	27.23	18.04	1.94

数据来源：WIND（截至 12 月 3 日收盘价）安信证券研究中心

行业重点公司财务和估值汇总表

日期： 2009-11-30

证券 代码	公司 名称	上次 评级	最新 评级	每股收益(元)			市盈率(X)			ROE(%)			现价	目标价
				2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E		
纸制品														
000488	晨鸣纸业	增持-A	买入-B	0.52	0.36	0.53	16	24	16	8.8%	6.0%	8.0%	8.56	10.60
600308	华泰股份	增持-A	增持-A	0.56	0.68	0.87	25	21	16	9.8%	9.0%	11.0%	14.20	15.00
600963	岳阳纸业	买入-A	买入-A	0.42	0.69	0.80	22	13	12	7.0%	10.0%	10.0%	9.28	10.50
商业服务 与用品														
002191	劲嘉股份	买入-B	买入-B	0.35	0.51	0.65	44	30	24	12.9%	15.0%	17.0%	15.43	18.20
002117	东港股份	增持-A	增持-A	0.54	0.70	0.84	37	28	24	11.2%	14.0%	15.0%	19.88	21.00
002103	广博股份	增持-A	增持-A	0.31	0.35	0.45	31	27	21	10.4%	11.0%	13.0%	9.56	8.30
002229	鸿博股份	增持-B	增持-B	0.30	0.65	0.80	64	30	24	9.2%	11.0%	12.0%	19.20	24.00
000812	陕西金叶	增持-A	增持-A	0.05	0.14	0.26	141	51	28	3.7%	9.0%	15.0%	7.18	6.63
容器与包 装														
002014	永新股份	买入-B	增持-A	0.49	0.62	0.75	37	29	24	11.1%	13.0%	15.0%	17.94	15.50
002228	合兴包装	增持-B	增持-B	0.27	0.35	0.57	59	45	28	13.0%	14.0%	18.0%	15.81	14.25
600210	紫江企业	增持-A	增持-A	0.13	0.44	0.53	63	19	15	6.9%	21.0%	23.0%	8.17	9.00

劲嘉股份：2010 存在更大投资机会

报告关键点：

- ☞ 毛利率水平提升；
- ☞ 维持买入-B的投资评级，6个月目标价为18.2元。

报告摘要：

- 从公司前三季度的情况来看，公司前三季度实现营业收入15.6亿元，同比增长14.53%；实现净利润2.26亿元，同比增长34.26%。1-9月份实现每股收益0.35元，三季度实现每股收益0.11元，基本符合此前的市场预期。
- 盈利能力同比上升。09年1-9月份，公司的综合毛利率水平同比上升约4.4个百分点，主要得益于烟标产品结构的调整所导致的产品价格水平的提升以及设备工艺的改进所导致的成本的下降。同时，向上游延伸的产业链、烟标改款、技术进步等因素也造成了毛利率水平的提升。
- “劲嘉集团包装印刷及材料加工项目”进展有所推迟。由于原购置建设规划用地上拆迁工作部分受阻，该项目实施进度比原计划延迟10个月以上，预计2010年初完成建安安装工程、原有设备搬迁、新赛鲁迪生产线的购置及安装调试等工作，2010年5月新增生产线开始投入生产。贵阳新型印刷包装材料建设项目，主体工程已于2009年5月完工，部分项目预结转为固定资产，并进行了试生产，目前已经进入投产阶段。
- 公司控股60%股权的中丰田运营已正常化。受到国际金融危机的影响，以及没有及时进行设备改造提升PET产能，造成中丰田08年度产品合格率下降，毛利率下滑，经营业绩与预期有较大差异。目前中丰田的营运已正常化，由于产业链的延伸，公司盈利能力将得到明显的提升。
- 预期明年的并购将有更大的进展。尽管公司目前已储备了一些并购项目，但是公司对于被并购对象股权变更后能否保持原有业绩的增速更为关注，因此目前对于一些小规模并购开始更为谨慎。根据当前与公司的沟通情况，预计明年的收购力度更大。
- 维持原有盈利预测和投资评级，公司6个月目标价为18.2元。预计公司09-10年的每股收益分别是0.51元和0.65元，给予公司2010年28倍的PE，维持公司18.2元的目标价，及买入-B的投资评级。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,458.5	1,907.8	2,346.6	3,027.2	3,662.9
Growth(%)	8.6%	30.8%	23.0%	29.0%	21.0%
净利润	222.2	334.8	457.2	578.7	705.6
Growth(%)	1.7%	35.4%	44.8%	28.4%	24.5%
毛利率(%)	27.3%	31.7%	32.4%	32.2%	32.2%
净利润率(%)	11.4%	11.7%	13.8%	13.8%	14.2%
每股收益(元)	0.26	0.35	0.51	0.65	0.81
每股净资产(元)	3.04	3.77	4.70	5.43	6.32
市盈率	58.2	43.0	29.7	23.1	18.6
市净率	4.9	4.0	3.2	2.8	2.4
净资产收益率(%)	11.4%	13.8%	15.2%	16.6%	17.4%
ROIC(%)	28.9%	28.6%	21.1%	23.2%	27.4%
EV/EBITDA	10.2	13.9	14.7	11.4	9.2
股息收益率	0.0%	0.3%	0.4%	0.6%	0.9%

评级：
买入-B

上次评级： 买入-B

目标价格： **18.20 元**

期限： 6 个月 上次预测： 18.20 元

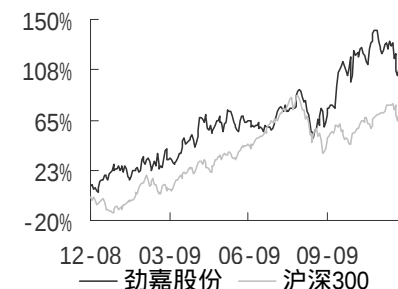
现价： 15.00 元

报告日期： **2009-12-04**

市场数据

总市值(百万元)	9,630.00
流通市值(百万元)	2,743.04
总股本(百万股)	642.00
流通股本(百万股)	182.87
12 个月最高/最低	10.36/18.67 元
十大流通股东(%)	25.29%
股东户数	19,132

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(14.75)	6.33	33.63
绝对收益	(10.78)	23.03	114.72

研究员

郭振举
助理行业分析师

010-66581621

guozj@essence.com.cn

前期研究成果

- 劲嘉股份：业绩的增速符合预期
2009-10-29
- 劲嘉股份：中期业绩高速增长
2009-08-26
- 劲嘉股份：业绩快速增长的烟标龙头
2009-06-29

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-12-3**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,458.5	1,907.8	2,346.6	3,027.2	3,662.9	成长性					
减: 营业成本	1,060.6	1,302.4	1,586.3	2,052.4	2,483.4	营业收入增长率	8.6%	30.8%	23.0%	29.0%	21.0%
营业税费	1.0	2.8	2.3	1.8	2.2	营业利润增长率	19.2%	56.0%	44.0%	26.6%	22.0%
销售费用	40.7	61.5	77.4	96.9	117.2	净利润增长率	1.7%	35.4%	44.8%	28.4%	24.5%
管理费用	95.2	155.6	185.4	227.0	274.7	EBITDA 增长率	19.0%	44.3%	36.5%	25.4%	21.2%
财务费用	24.7	3.2	-17.1	-31.3	-44.3	EBIT 增长率	16.5%	42.6%	38.2%	24.8%	21.0%
资产减值损失	-2.8	9.7	-24.6	0.5	0.5	NOPLAT 增长率	14.6%	38.1%	31.1%	24.7%	21.0%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	39.6%	77.9%	13.6%	2.3%	9.5%
投资和汇兑收益	-	0.2	-	-	-	净资产增长率	221.5%	24.0%	24.7%	15.6%	16.3%
营业利润	239.0	372.9	536.8	679.8	829.1	利润率					
加: 营业外净收支	8.3	24.2	1.0	1.0	1.0	毛利率	27.3%	31.7%	32.4%	32.2%	32.2%
利润总额	247.3	397.1	537.8	680.8	830.1	营业利润率	16.4%	19.5%	22.9%	22.5%	22.6%
减: 所得税	25.1	62.3	80.7	102.1	124.5	净利润率	11.4%	11.7%	13.8%	13.8%	14.2%
净利润	222.2	334.8	457.2	578.7	705.6	EBITDA/营业收入	23.1%	25.5%	28.3%	27.5%	27.5%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	18.1%	19.7%	22.1%	21.4%	21.4%
货币资金	1,288.5	956.0	837.7	1,291.9	1,682.6	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	150	170	206	192	183
应收帐款	220.1	261.8	372.9	481.0	582.0	流动营业资本周转天数	47	65	68	47	34
应收票据	43.2	222.5	160.7	124.4	130.5	流动资产周转天数	343	359	296	262	274
预付帐款	5.7	40.3	24.4	3.9	-21.0	应收帐款周转天数	58	43	46	48	50
存货	301.0	462.1	565.0	646.7	782.4	存货周转天数	75	75	81	72	70
其他流动资产	-0.0	0.0	-39.0	-59.4	-78.4	总资产周转天数	547	617	602	539	529
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	250	309	344	287	251
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	0.2	1.2	-	-	-	ROE	11.4%	13.8%	15.2%	16.6%	17.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	8.0%	8.9%	11.2%	11.6%	12.2%
固定资产	592.4	1,205.7	1,478.0	1,744.4	1,974.6	ROIC	28.9%	28.6%	21.1%	23.2%	27.4%
在建工程	109.2	167.0	220.2	222.1	223.3	费用率					
无形资产	221.5	308.2	308.2	308.3	308.4	销售费用率	2.8%	3.2%	3.3%	3.2%	3.2%
其他非流动资产	3.0	128.6	170.0	208.0	212.8	管理费用率	6.5%	8.2%	7.9%	7.5%	7.5%
资产总额	2,784.6	3,755.7	4,098.2	4,971.4	5,797.3	财务费用率	1.7%	0.2%	-0.7%	-1.0%	-1.2%
短期债务	213.0	369.8	17.7	-	-	三费/营业收入	11.0%	11.5%	10.5%	9.7%	9.5%
应付帐款	274.8	401.9	452.0	579.2	700.8	偿债能力					
应付票据	103.6	194.1	217.3	281.2	340.2	资产负债率	29.9%	35.6%	26.4%	29.8%	30.0%
其他流动负债	65.0	222.5	157.0	234.1	308.7	负债权益比	42.7%	55.3%	35.8%	42.5%	42.9%
长期借款	177.0	-	2.0	4.0	6.0	流动比率	2.83	1.63	2.28	2.27	2.28
其他非流动负债	-	148.3	235.4	385.1	385.1	速动比率	2.37	1.22	1.61	1.68	1.70
负债总额	833.4	1,336.7	1,081.4	1,483.6	1,740.8	利息保障倍数	10.69	117.77	-30.31	-20.72	-17.73
少数股东权益	178.3	676.7	789.4	927.1	1,086.1	分红指标					
股本	267.5	428.0	642.0	642.0	642.0	DPS(元)	-	0.04	0.06	0.10	0.13
留存收益	1,504.1	1,316.0	1,585.4	1,918.7	2,328.4	分红比率	0.0%	11.9%	12.0%	15.0%	16.0%
股东权益	1,951.2	2,419.0	3,016.8	3,487.8	4,056.5	股息收益率	0.0%	0.3%	0.4%	0.6%	0.9%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	222.2	334.8	457.2	578.7	705.6	EPS(元)	0.26	0.35	0.51	0.65	0.81
加: 折旧和摊销	76.7	117.1	144.0	184.0	224.2	BVPS(元)	3.04	3.77	4.70	5.43	6.32
资产减值准备	-2.8	9.7	-24.6	0.5	0.5	PE(X)	58.2	43.0	29.7	23.1	18.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.9	4.0	3.2	2.8	2.4
财务费用	29.4	28.3	8.0	-17.1	-31.3	P/FCF	-	-15.8	-22.5	27.1	33.2
投资收益	-	-0.2	-	-	-	P/S	6.6	5.0	4.1	3.2	2.6
少数股东损益	56.6	110.7	132.6	162.0	187.0	EV/EBITDA	10.2	13.9	14.7	11.4	9.2
营运资金的变动	-151.1	198.0	123.7	305.3	56.3	CAGR(%)	37.6%	28.2%	23.0%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	191.2	470.4	815.8	1,199.2	1,129.3	PEG	1.5	1.5	1.3	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-255.8	-682.2	-498.9	-470.1	-430.1	ROIC/WACC	3.9	3.8	2.8	3.1	3.7
融资活动产生现金流量	1,170.0	-178.2	-274.3	-46.9	-36.7	REP	0.8	0.8	1.5	1.3	1.0

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

晨鸣纸业：投资价值已经显现

报告关键点：

- 明显受益于行业景气的逐步上升；
- 盈利能力环比继续提升；
- 维持原有盈利预测、10.6元的目标价和买入-B投资评级。

报告摘要：

- 公司的纸种齐全，将明显受益于行业景气的逐步上升。从前三季度的情况来看，公司前三季共实现营业收入107.96亿元，同比增长-13%；实现净利润4.62亿元，同比增长-63.65%。1-9月份实现每股收益0.22元，三季度实现每股收益0.14元，符合此前的市场预期。
- 公司擅长的资本运作，是最近几年公司快速发展的保证。基于公司过往的扩张模式，我们认为在行业景气低迷时期，正是公司低成本收购、兼并扩张其它中小纸企的最好时机。公司的业绩与造纸行业的景气程度息息相关，从公司的估值水平来看处于低位（PB是1.4倍）。
- 行业回暖趋势明显。三季度以来行业基本面继续回暖，1-9月份公司共计生产纸张225万吨（其中三季度生产79万吨，环比二季度上升15万吨），销售240万吨（其中三季度和二季度基本相同约88万吨左右），公司产成品存货水平进一步下降（公司存货账面价值由年初的34亿下降到三季度末的24.5亿元），基本恢复到比较合理的位置。
- 盈利能力继续回升。1-9月份公司综合毛利率水平达到17.7%，三季度环比二季度上升0.9个百分点（二季度为20.1%，三季度为21%）。毛利率水平的上升主要得益于纸种价格水平的增长。同时，三季度资产减值准备的冲回也是构成三季度环比二季度净利润大幅增长的重要因素。
- 湛江项目在顺利进展中。该项目的目标是拥有300万亩林地，70万吨木浆和45万吨高档文化纸的生产能力。目前项目的土建正在进行，林业储备已达90万亩以上，项目资金筹集已结束，预计2011年投产。
- 维持原有的盈利预测、10.6元的目标价和买入-B的投资评级。预计公司09、10年的每股收益分别是0.36元和0.53元，随着行业的逐步回暖，主要纸种的价格都有了一定程度的上调，公司将明显受益于行业景气程度的恢复。同时，公司目前的估值水平较低（PB约为1.4倍）。另外公司的外汇借款较多，有可能因人民币升值而导致汇兑损益的增加。据此我们认为目前公司的投资价值已显现。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	15,164.7	15,529.6	14,737.6	17,125.1	20,584.3
Growth(%)	26.5%	2.4%	-5.1%	16.2%	20.2%
净利润	1,218.5	1,259.5	843.2	1,252.1	1,602.7
Growth(%)	171.1%	11.1%	-31.8%	48.5%	28.0%
毛利率(%)	20.4%	19.1%	17.5%	19.2%	19.5%
净利润率(%)	6.4%	6.9%	5.0%	6.4%	6.8%
每股收益(元)	0.47	0.52	0.36	0.53	0.68
每股净资产(元)	5.13	6.80	7.36	7.95	8.59
市盈率	19.1	17.2	25.2	17.0	13.3
市净率	1.7	1.3	1.2	1.1	1.0
净资产收益率(%)	11.5%	9.0%	5.6%	7.6%	9.0%
ROIC(%)	9.5%	7.8%	5.4%	7.3%	8.7%
EV/EBITDA	9.6	9.2	11.9	9.3	7.8
股息收益率	1.1%	1.5%	1.0%	1.5%	1.9%

评级：
买入-B

上次评级： 买入-B

目标价格： **10.60 元**

期限： 6 个月 上次预测： 10.60 元

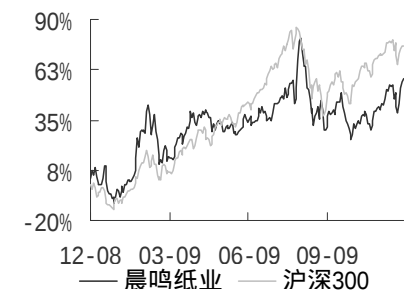
现价： 8.96 元

报告日期： **2009-12-04**

市场数据

总市值(百万元)	18,475.93
流通市值(百万元)	7,249.92
总股本(百万股)	2,062.05
流通股本(百万股)	809.14
12 个月最高/最低	5.13/10.53 元
十大流通股东(%)	34.38%
股东户数	110,095

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	8.60	(3.86)	(23.80)
绝对收益	12.57	12.84	57.29

研究员

郭振举

010-66581621

助理行业分析师

guozj@essence.com.cn

前期研究成果

晨鸣纸业：投资机会已经来临

2009-10-31

晨鸣纸业：业绩的改善看行业复苏的进程

2009-08-28

晨鸣纸业：被低估的行业龙头

2009-06-29

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-12-3**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	15,164.7	15,529.6	14,737.6	17,125.1	20,584.3	成长性					
减: 营业成本	12,074.5	12,556.8	12,158.5	13,837.1	16,570.4	营业收入增长率	26.5%	2.4%	-5.1%	16.2%	20.2%
营业税费	17.9	12.6	14.7	17.1	20.6	营业利润增长率	96.3%	0.6%	-19.5%	48.5%	28.0%
销售费用	783.3	705.6	751.6	873.4	1,049.8	净利润增长率	171.1%	11.1%	-31.8%	48.5%	28.0%
管理费用	530.8	561.2	560.0	650.8	782.2	EBITDA 增长率	31.8%	0.7%	-23.6%	26.5%	17.9%
财务费用	392.2	287.1	211.7	200.6	182.2	EBIT 增长率	51.6%	-5.8%	-20.7%	39.4%	23.7%
资产减值损失	102.2	93.1	-0.2	0.4	0.5	NOPLAT 增长率	72.5%	-3.1%	-32.0%	39.4%	23.7%
加: 公允价值变动收益	30.4	2.7	-0.2	-	-	投资资本增长率	17.9%	-3.0%	4.4%	3.9%	3.7%
投资和汇兑收益	-9.5	-23.1	-	-	-	净资产增长率	34.1%	32.5%	8.2%	8.0%	8.1%
营业利润	1,284.8	1,292.8	1,041.0	1,545.8	1,978.6	利润率					
加: 营业外净收支	204.5	262.6	-	-	-	毛利率	20.4%	19.1%	17.5%	19.2%	19.5%
利润总额	1,489.3	1,555.3	1,041.0	1,545.8	1,978.6	营业利润率	8.5%	8.3%	7.1%	9.0%	9.6%
减: 所得税	270.8	295.8	197.8	293.7	375.9	净利率	6.4%	6.9%	5.0%	6.4%	6.8%
净利润	1,218.5	1,259.5	843.2	1,252.1	1,602.7	EBITDA/营业收入	17.7%	17.4%	14.0%	15.3%	15.0%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	11.1%	10.2%	8.5%	10.2%	10.5%
货币资金	740.6	2,853.4	2,862.6	3,247.1	3,802.3	运营效率					
交易性金融资产	6.0	-	-	-	-	固定资产周转天数	270	318	348	302	252
应收帐款	1,856.2	1,888.3	2,144.0	2,280.2	2,487.0	流动营业资本周转天数	68	75	66	67	68
应收票据	1,676.7	974.0	928.7	1,079.1	1,297.1	流动资产周转天数	149	189	231	205	194
预付帐款	574.0	462.5	584.1	722.5	888.2	应收帐款周转天数	45	44	51	48	43
存货	1,744.5	3,397.8	2,938.0	2,972.1	3,114.3	存货周转天数	43	61	80	63	54
其他流动资产	0.0	152.0	-241.2	-26.3	319.6	总资产周转天数	505	560	641	563	494
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	421	438	465	417	360
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	96.3	92.7	93.1	93.1	93.1	ROE	11.5%	9.0%	5.6%	7.6%	9.0%
投资性房地产	29.9	28.2	29.0	29.0	29.0	ROA	5.5%	4.8%	3.2%	4.6%	5.5%
固定资产	13,243.2	14,213.4	14,316.9	14,383.1	14,396.5	ROIC	9.5%	7.8%	5.4%	7.3%	8.7%
在建工程	904.8	431.4	558.8	605.3	573.2	费用率					
无形资产	822.3	1,277.1	1,277.2	1,277.3	1,277.4	销售费用率	5.2%	4.5%	5.1%	5.1%	5.1%
其他非流动资产	316.8	528.7	696.5	742.4	765.9	管理费用率	3.5%	3.6%	3.8%	3.8%	3.8%
资产总额	22,011.1	26,299.5	26,187.7	27,404.8	29,043.6	财务费用率	2.6%	1.8%	1.4%	1.2%	0.9%
短期债务	3,594.0	1,516.9	1,500.0	1,200.0	1,100.0	三费/营业收入	11.3%	10.0%	10.3%	10.1%	9.8%
应付帐款	1,961.8	2,988.5	1,965.3	2,236.7	2,678.5	偿债能力					
应付票据	130.1	367.6	266.5	303.3	363.2	资产负债率	51.9%	46.7%	42.1%	40.2%	39.0%
其他流动负债	1,681.6	3,322.1	3,210.0	3,205.5	3,109.3	负债权益比	108.0%	87.6%	72.6%	67.3%	63.9%
长期借款	4,056.2	4,019.3	4,019.3	4,019.3	4,019.3	流动比率	0.90	1.19	1.33	1.48	1.64
其他非流动负债	6.9	63.3	56.8	56.8	56.8	速动比率	0.66	0.76	0.90	1.04	1.20
负债总额	11,430.5	12,277.7	11,017.9	11,021.6	11,327.1	利息保障倍数	4.28	5.50	5.92	8.71	11.86
少数股东权益	1,835.5	1,762.7	1,861.4	2,007.8	2,195.4	分红指标					
股本	1,706.3	2,062.0	2,062.0	2,062.0	2,062.0	DPS(元)	0.10	0.13	0.09	0.13	0.17
留存收益	7,038.4	10,196.2	11,246.4	12,313.3	13,459.1	分红比率	21.2%	25.4%	25.0%	25.0%	25.0%
股东权益	10,580.6	14,021.8	15,169.8	16,383.2	17,716.5	股息收益率	1.1%	1.5%	1.0%	1.5%	1.9%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	1,218.5	1,259.5	843.2	1,252.1	1,602.7	EPS(元)	0.47	0.52	0.36	0.53	0.68
加: 折旧和摊销	1,043.1	1,158.6	812.9	866.6	920.3	BVPS(元)	5.13	6.80	7.36	7.95	8.59
资产减值准备	102.2	93.1	-0.2	0.4	0.5	PE(X)	19.1	17.2	25.2	17.0	13.3
公允价值变动损失	-30.4	-2.7	-0.2	-	-	PB(X)	1.7	1.3	1.2	1.1	1.0
财务费用	452.5	349.5	289.6	211.7	200.6	P/FCF	-	-184.3	-96.8	-236.6	54.4
投资收益	9.5	23.1	-	-	-	P/S	1.2	1.2	1.3	1.1	0.9
少数股东损益	250.9	184.2	109.6	162.8	208.4	EV/EBITDA	9.6	9.2	11.9	9.3	7.8
营运资金的变动	-2,663.4	353.5	-906.6	-276.2	-489.0	CAGR(%)	0.9%	8.4%	31.9%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	1,324.3	1,934.1	1,070.4	2,206.2	2,425.1	PEG	21.0	2.1	0.8	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-977.0	-1,503.9	-1,150.6	-950.1	-850.1	ROIC/WACC	1.1	0.9	0.7	0.9	1.0
融资活动产生现金流量	-513.0	1,661.1	-0.2	-622.9	-730.8	REP	1.2	1.4	1.9	1.4	1.1

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

合兴包装：明后两年有望实现高增长

报告关键点：

- 产能扩张速度高于预期；
- 明后两年的高增长值得期待；
- 上调6个月目标价到17.1元，上调投资评级至增持-A。

报告摘要：

- 公司前三季度实现营业收入610,111,590.47元，同比增长27.67%；实现净利润47,618,665.73元，同比增长28.83%。1-9月份实现每股收益0.25元，三季度实现每股收益0.11元，高于此前的市场预期。
- 收入和净利润的增长主要来自于行业的回暖和公司产出规模的扩张。三季度以来，随着经济的复苏瓦楞纸箱包装行业回暖迹象明显。同时，公司今年产能扩张步伐加快，目前已投产和在建产能合计5.2亿平方米。标准化工厂数量的扩张在今明两年会高速进行，预计明年将达到20家。
- 公司盈利能力略有提升。09年1-9月份公司综合毛利率同比上升0.7个百分点，盈利能力得到一定的上升。另外，我们推测随着预印工艺的推广和应用，公司的盈利能力将会有较大程度的提高，同时运输半径将会扩大。
- 拟重新启动原厦门年产9000万m²纸箱扩建项目。因经济形势有所好转，公司闽南地区业务回升，公司拟重新启动原厦门年产9000万m²纸箱扩建项目，建设规模不变，预计于2010年下半年投产，资金自筹。同时，改建的三个标准化工厂进展顺利。其中，青岛合兴已实现生产并产生效益、佛山合信已实现生产、郑州合兴计划于10月底投产。
- 非公开增发正在进展中。筹集资金主要用于在长三角地区海宁合兴年产10,000万m²纸箱新建项目、京津冀地区天津世凯威年产10,000万m²纸箱新建项目和补充公司流动资金。目前，两个项目均已取得项目土地使用权，并签订《国有建设用地使用权出让合同》。两个项目投产后，公司产能将提升38.5%，预计年增净利润约4300万元（主要在2010年开始业绩贡献）。
- 上调盈利预测及目标价。按照非公开增发摊薄后的股本计算，预计公司09、10、11年的每股收益分别是0.35元、0.57和0.72元，公司未来两年的高增长值得期待。考虑目前的市场情况以及标准化工厂的快速速度，给予公司2010年30倍的PE，上调公司6个月目标价为17.1元，上调投资评级至增持-A。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	463.8	637.5	841.5	1329.6	1,662.0
Growth(%)	82.6%	37.5%	32.0%	58.0%	25.0%
净利润	39.2	57.4	84.1	137.3	175.0
Growth(%)	72.9%	45.5%	63.7%	63.3%	27.5%
毛利率(%)	19.2%	18.8%	19.8%	19.5%	19.5%
净利润率(%)	7.6%	8.0%	9.9%	10.3%	10.5%
每股收益(元)	0.35	0.51	0.35	0.57	0.72
每股净资产(元)	1.42	3.96	2.58	3.15	3.88
市盈率	44.1	30.3	44.5	27.2	21.4
市净率	10.9	3.9	6.0	4.9	4.0
净资产收益率(%)	27.6%	14.5%	13.6%	18.1%	18.8%
ROIC(%)	24.4%	26.7%	20.9%	19.5%	20.3%
EV/EBITDA	20.9	19.1	36.6	23.4	18.5
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

评级：
增持-A

上次评级： 增持-B

目标价格： **17.10 元**

期限： 6 个月 上次预测： 14.25 元

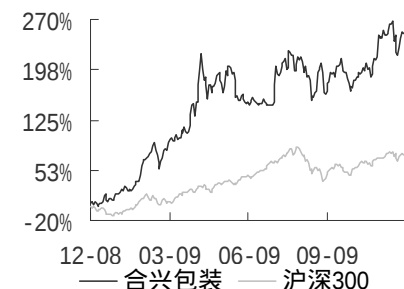
现价： 15.49 元

报告日期： **2009-12-04**

市场数据

总市值(百万元)	2,943.10
流通市值(百万元)	735.77
总股本(百万股)	190.00
流通股本(百万股)	47.50
12 个月最高/最低	8.45/28.00 元
十大流通股东(%)	8.90%
股东户数	15,039

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	7.44	6.94	167.12
绝对收益	12.93	25.35	250.86

研究员

郭振举
助理行业分析师

010-66581621

guozj@essence.com.cn

前期研究成果

合兴包装：公司产能仍保持高的扩张速度

2009-10-25

合兴包装：增发将增厚明年的业绩

2009-09-09

合兴包装：公司的扩张速度高于预期

2009-08-18

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-12-4**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	463.8	637.5	841.5	#####	1,662.0	成长性					
减: 营业成本	374.9	517.5	674.9	1,070.3	1,337.9	营业收入增长率	82.6%	37.5%	32.0%	58.0%	25.0%
营业税费	0.3	0.6	0.7	1.1	1.3	营业利润增长率	80.9%	41.1%	52.6%	64.5%	28.3%
销售费用	16.8	26.0	32.8	51.9	63.2	净利润增长率	72.9%	45.5%	63.7%	63.3%	27.5%
管理费用	22.2	28.8	37.9	59.8	74.8	EBITDA 增长率	78.5%	32.5%	27.2%	57.0%	27.0%
财务费用	7.6	6.6	-1.9	-4.3	-5.8	EBIT 增长率	76.5%	32.7%	34.2%	63.2%	28.2%
资产减值损失	0.9	-0.0	8.5	4.9	3.4	NOPLAT 增长率	89.7%	36.8%	29.6%	61.9%	27.3%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	24.8%	66.1%	73.5%	22.2%	21.5%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	30.3%	177.8%	56.6%	22.2%	23.1%
营业利润	41.2	58.1	88.6	145.9	187.2	利润率					
加: 营业外净收支	0.0	3.1	1.0	1.0	1.0	毛利率	19.2%	18.8%	19.8%	19.5%	19.5%
利润总额	41.2	61.2	89.6	146.9	188.2	营业利润率	8.9%	9.1%	10.5%	11.0%	11.3%
减: 所得税	2.0	3.8	5.6	9.5	13.2	净利润率	7.6%	8.0%	9.9%	10.3%	10.5%
净利润	39.2	57.4	84.1	137.3	175.0	EBITDA/营业收入	13.2%	12.8%	12.3%	12.2%	12.4%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	10.5%	10.1%	10.3%	10.6%	10.9%
货币资金	61.2	189.6	218.1	258.6	349.9	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	102	81	68	50	45
应收帐款	122.1	162.8	203.6	322.1	402.6	流动营业资本周转天数	56	83	139	137	139
应收票据	0.4	0.4	0.7	1.1	1.4	流动资产周转天数	178	211	242	202	211
预付帐款	6.9	56.3	59.7	65.1	71.8	应收帐款周转天数	80	79	77	71	78
存货	55.8	91.4	146.1	205.3	256.6	存货周转天数	39	42	51	48	50
其他流动资产	0.0	0.6	2.6	7.5	10.8	总资产周转天数	289	307	334	271	274
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	166	179	231	206	201
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	27.6%	14.5%	13.6%	18.1%	18.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	10.0%	8.3%	9.7%	12.1%	12.6%
固定资产	136.1	150.3	169.3	196.3	216.7	ROIC	24.4%	26.7%	20.9%	19.5%	20.3%
在建工程	0.3	2.8	18.5	26.1	27.6	费用率					
无形资产	9.7	36.7	36.8	36.9	37.0	销售费用率	3.6%	4.1%	3.9%	3.9%	3.8%
其他非流动资产	1.2	1.7	13.2	16.3	18.2	管理费用率	4.8%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
资产总额	393.7	692.4	868.6	#####	1,392.6	财务费用率	1.6%	1.0%	-0.2%	-0.3%	-0.3%
短期债务	47.2	119.8	50.0	65.0	70.0	三费/营业收入	10.0%	9.6%	8.2%	8.1%	8.0%
应付帐款	62.3	77.0	77.7	123.5	154.3	偿债能力					
应付票据	62.3	76.6	96.2	152.5	190.6	资产负债率	63.8%	42.9%	28.7%	33.3%	33.1%
其他流动负债	33.7	23.3	25.1	37.3	45.6	负债权益比	176.4%	75.0%	40.2%	50.0%	49.4%
长期借款	45.7	-	-	-	-	流动比率	1.20	1.69	2.53	2.27	2.37
其他非流动负债	-	0.1	-	-	-	速动比率	0.93	1.38	1.95	1.73	1.82
负债总额	251.3	296.8	248.9	378.2	460.5	利息保障倍数	6.45	9.86	-46.40	-33.12	-31.54
少数股东权益	25.5	2.5	3.0	3.9	5.0	分红指标					
股本	75.0	100.0	240.0	240.0	240.0	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	41.9	293.1	376.7	513.1	687.1	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	142.4	395.6	619.7	757.0	932.1	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	39.2	57.4	84.1	137.3	175.0	EPS(元)	0.35	0.51	0.35	0.57	0.72
加: 折旧和摊销	13.0	17.6	16.7	20.9	24.9	BVPS(元)	1.42	3.96	2.58	3.15	3.88
资产减值准备	0.9	-0.0	8.5	4.9	3.4	PE(X)	44.1	30.3	44.5	27.2	21.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	10.9	3.9	6.0	4.9	4.0
财务费用	4.8	7.6	9.4	-1.9	-4.3	P/FCF	-	-17.7	-13.3	#####	#####
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	3.3	2.4	4.4	2.8	2.2
少数股东损益	4.2	6.3	0.5	0.9	1.1	EV/EBITDA	20.9	19.1	36.6	23.4	18.5
营运资金的变动	-35.8	-77.4	-84.0	-78.9	-68.2	CAGR(%)	51.8%	45.0%	35.8%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	23.0	16.6	24.0	80.9	130.5	PEG	0.9	0.7	1.2	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	-19.1	-129.3	-60.1	-55.1	-45.1	ROIC/WACC	2.4	2.6	2.0	1.9	2.0
融资活动产生现金流量	-5.7	237.4	68.8	19.3	10.8	REP	2.3	1.5	2.7	2.4	1.9

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

景兴纸业:明显受益于出口的复苏

报告关键点：

- 受益于外部需求的改善和出口的复苏；
- 新增产能的投放是利润增长点；
- 给予公司买入-B的投资评级，6个月目标价8.7元。

报告摘要：

- 前三季度的经营情况略低于此前市场预期。09年前三季度，公司实现营业收入13.96亿元，比去年同期下降13.34%；实现利润总额0.05亿元，同比下降89.55%；归属母公司净利润0.16亿元，同比下降47.08%，每股收益全面摊薄0.03元。
- 公司的盈利能力将逐步上升。我们预计从四季度开始，公司毛利率将有所回升，主要受益于纸价的上涨。目前箱板纸的价格涨幅与年初相比还不大，但是由于出口复苏迹象非常明显，加上箱板纸景气度与出口的关联度非常大，因此明年公司将明显由此获益。
- 新项目的投产是公司新的利润增长点。公司目前拥有92万吨高档包装纸的产能，其中45万吨高档牛皮箱板纸生产线尚未全面达产，随着行业回暖该业务产能利用率会大幅提升。另外，20万吨白面牛卡纸项目已于09年10月底投产，这将成为公司明年的业绩增长点。
- 根据我们策略会的观点，随着宏观经济的复苏下游的消费需求已经启动，造纸行业的景气程度已经处于景气上升的通道之中。由于包装纸与消费需求的关联度更高，同时预期出口的增速会在明年加大。因此，我们认为包装纸的景气度在明年会有更好的表现，反弹力度会更大，这将明显提升公司的业绩水平。
- 给予公司买入-B的投资评级，6个月目标价8.7元。预计公司09、10、11年的每股收益分别是0.07元、0.29元和0.44元，随着造纸行业的复苏，特别是出口复苏的加速，包装纸在明年的景气反弹力度将会很大，拥有优势纸种的景兴纸业将会明显受益。由此我们判断公司在今后2年将会有较大的业绩增速，因此我们给予公司买入-B的投资评级，对应明年30倍的PE，6个月目标价为8.7元。

评级：
买入-B

上次评级： 增持-A

目标价格：
8.70元

期限： 6个月 上次预测： 7.00元

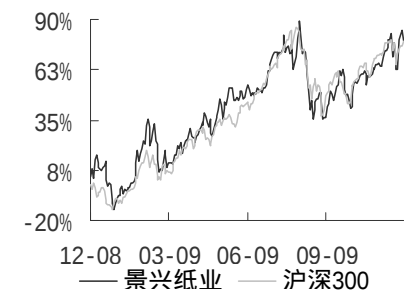
现价： 6.65元

报告日期：
2009-12-04

市场数据

总市值(百万元)	2,606.80
流通市值(百万元)	2,188.10
总股本(百万股)	392.00
流通股本(百万股)	329.04
12个月最高/最低	3.18/7.25元
十大流通股东(%)	43.58%
股东户数	36,855

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	4.08	4.99	(5.83)
绝对收益	9.57	23.40	77.91

研究员

郭振举
助理行业分析师

010-66581621

guozj@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,130.3	2,054.7	1,982.7	2,280.2	2,850.2
Growth(%)	14.9%	81.8%	-3.5%	15.0%	25.0%
净利润	83.0	-259.1	29.4	114.5	175.3
Growth(%)	41.3%	-352.2%	-113.9%	289.2%	53.0%
毛利率(%)	19.3%	7.3%	14.0%	18.0%	18.5%
净利润率(%)	7.3%	-10.1%	1.5%	4.9%	6.1%
每股收益(元)	0.21	-0.53	0.07	0.29	0.44
每股净资产(元)	4.94	4.37	4.42	4.59	4.86
市盈率	32.7	-13.0	93.1	23.9	15.6
市净率	1.4	1.6	1.6	1.5	1.4
净资产收益率(%)	4.3%	-15.1%	1.7%	6.4%	9.2%
ROIC(%)	9.3%	-5.5%	2.8%	5.9%	7.5%
EV/EBITDA	16.6	-332.5	19.0	12.6	10.1
股息收益率	0.9%	0.0%	0.4%	1.7%	2.6%

前期研究成果

景兴纸业：林纸一体化整装待发

2007-10-30

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-12-3**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,130.3	2,054.7	1,982.7	2,280.2	2,850.2	成长性					
减: 营业成本	912.5	1,903.8	1,705.2	1,869.7	2,322.9	营业收入增长率	14.9%	81.8%	-3.5%	15.0%	25.0%
营业税费	7.6	5.2	5.2	5.9	7.4	营业利润增长率	3.4%	-390.6%	-112.7%	312.0%	53.0%
销售费用	47.1	103.0	99.1	118.6	142.5	净利润增长率	41.3%	-352.2%	-113.9%	289.2%	53.0%
管理费用	37.9	83.0	79.3	93.5	114.0	EBITDA 增长率	12.4%	-106.0%	-1745.6%	56.4%	27.1%
财务费用	41.1	119.4	61.5	57.3	56.7	EBIT 增长率	7.2%	-206.2%	-168.4%	103.9%	36.9%
资产减值损失	-4.3	97.2	-0.2	0.4	0.5	NOPLAT 增长率	45.3%	-214.8%	-161.7%	92.6%	36.9%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	95.3%	18.7%	-7.1%	6.8%	6.5%
投资和汇兑收益	-0.0	-0.1	-	-	-	净资产增长率	185.7%	-11.5%	1.0%	4.0%	5.9%
营业利润	88.4	-257.0	32.7	134.7	206.2	利润率					
加: 营业外净收支	4.7	2.9	-	-	-	毛利率	19.3%	7.3%	14.0%	18.0%	18.5%
利润总额	93.1	-254.1	32.7	134.7	206.2	营业利润率	7.8%	-12.5%	1.6%	5.9%	7.2%
减: 所得税	10.1	5.0	3.3	20.2	30.9	净利率	7.3%	-10.1%	1.5%	4.9%	6.1%
净利润	83.0	-259.1	29.4	114.5	175.3	EBITDA/营业收入	17.7%	-0.6%	10.0%	13.6%	13.8%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	11.5%	-6.7%	4.8%	8.4%	9.2%
货币资金	993.7	870.1	611.2	402.4	308.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	305	278	323	298	251
应收帐款	415.0	420.2	445.4	512.3	601.3	流动营业资本周转天数	177	138	125	96	89
应收票据	117.2	178.5	-	-	-	流动资产周转天数	420	328	288	204	160
预付帐款	136.2	60.6	65.7	71.3	78.3	应收帐款周转天数	102	71	76	74	69
存货	263.6	285.2	299.0	307.4	381.8	存货周转天数	67	53	59	48	44
其他流动资产	-0.0	-0.0	-61.1	-64.1	-69.8	总资产周转天数	850	672	687	562	458
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	605	482	523	453	387
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	2.1	17.0	-	-	-	ROE	4.3%	-15.1%	1.7%	6.4%	9.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	2.3%	-6.5%	0.8%	3.2%	4.7%
固定资产	1,445.5	1,725.3	1,835.5	1,943.6	2,030.0	ROIC	9.3%	-5.5%	2.8%	5.9%	7.5%
在建工程	182.5	300.0	210.0	216.0	204.6	费用率					
无形资产	105.8	136.2	136.3	136.4	136.5	销售费用率	4.2%	5.0%	5.0%	5.2%	5.0%
其他非流动资产	3.2	9.6	20.5	28.3	27.0	管理费用率	3.4%	4.0%	4.0%	4.1%	4.0%
资产总额	3,664.7	4,002.7	3,562.5	3,553.5	3,697.6	财务费用率	3.6%	5.8%	3.1%	2.5%	2.0%
短期债务	804.1	1,249.7	968.7	856.8	804.8	三费/营业收入	11.2%	14.9%	12.1%	11.8%	11.0%
应付帐款	193.1	247.6	177.5	194.7	241.8	偿债能力					
应付票据	18.6	42.3	140.2	153.7	190.9	资产负债率	47.2%	57.2%	51.4%	49.3%	48.4%
其他流动负债	32.0	219.2	16.9	19.9	25.6	负债权益比	89.3%	133.6%	105.8%	97.3%	93.9%
长期借款	678.7	527.8	527.8	527.8	527.8	流动比率	1.84	1.03	1.04	1.00	1.03
其他非流动负债	2.6	2.5	-0.0	-0.0	-0.0	速动比率	1.59	0.83	0.81	0.75	0.73
负债总额	1,729.0	2,289.1	1,831.2	1,752.9	1,791.0	利息保障倍数	3.15	-1.15	1.53	3.35	4.64
少数股东权益	41.6	27.7	28.1	29.8	32.3	分红指标					
股本	392.0	392.0	392.0	392.0	392.0	DPS(元)	0.06	-	0.03	0.11	0.18
留存收益	1,502.1	1,293.8	1,311.2	1,378.8	1,482.3	分红比率	27.9%	0.0%	40.0%	40.0%	40.0%
股东权益	1,935.7	1,713.6	1,731.4	1,800.6	1,906.6	股息收益率	0.9%	0.0%	0.4%	1.7%	2.6%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	83.0	-259.1	29.4	114.5	175.3	EPS(元)	0.21	-0.53	0.07	0.29	0.44
加: 折旧和摊销	71.6	128.8	103.6	117.3	130.4	BVPS(元)	4.94	4.37	4.42	4.59	4.86
资产减值准备	-4.3	97.2	-0.2	0.4	0.5	PE(X)	32.7	-13.0	93.1	23.9	15.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.4	1.6	1.6	1.5	1.4
财务费用	38.1	44.9	120.3	61.5	57.3	P/FCF	-	-14.8	-11.1	-14.3	-36.7
投资收益	0.0	0.1	-	-	-	P/S	2.4	1.3	1.4	1.2	0.9
少数股东损益	0.5	-51.0	0.5	1.8	2.8	EV/EBITDA	16.6	-332.5	19.0	12.6	10.1
营运资金的变动	-447.5	-42.5	220.0	-44.2	-74.7	CAGR(%)	11.3%	-187.8%	104.7%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	-251.6	-8.0	414.8	247.2	291.0	PEG	2.9	0.1	0.9	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-791.7	-427.5	-88.1	-230.1	-195.1	ROIC/WACC	1.2	-0.7	0.4	0.8	1.0
融资活动产生现金流量	1,765.5	240.4	-555.6	-214.4	-177.6	REP	1.1	-1.9	3.7	1.7	1.3

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

紫江企业：包装与地产业务齐向好

报告关键点：

- 包装业务盈利能力明显改善；
- 房地产业务已实现销售目标；
- 维持增持-A的投资评级，上调6个月目标价至10.50元。

报告摘要：

- 公司09年的包装和地产业务齐向好。截至到前三季度，公司共实现净利润5,272.4万元，三季度单季实现净利润2,995.6万元，分别比去年同期增长156.83%、291.54%，实现每股收益0.367元，三季度每股收益0.209元，高于此前的市场预期。根据目前与公司的沟通情况，预计09年全年业绩仍可能将超过原市场预期，同时参股企业的先后上市将使公司的创投概念具有更实质的意义。
- 今年以来的综合毛利率水平上升。09年前三季度营业收入同比增长-3.44%，但前三季度的综合毛利率水平上升明显，由08年的7.63%上升到09年的18%，升幅达到十个百分点以上。综合毛利率水平上升的主要原因是09年房地产业务收入的增加，以及由于原材料价格水平的下降所导致的包装业务盈利能力的提升。
- 房地产业务回暖。公司的余山别墅项目，截至到目前销售约40套，已经完成今年的销售任务。其中，前三季度确认收入25套，共计贡献净利润大约1.3亿元以上。余山别墅二期预计明年初销售完毕，三期的开发目前正在进行，共计建设130套别墅，四期开发高档别墅共计43套，预计该项目可以持续运作5年。同时，大股东持有50.25%股权的紫竹科学园，其住宅部分的紫竹半岛有注入上市公司的预期。紫竹半岛项目一旦注入，将大幅增强公司地产业务的可持续性。
- 包装业务改善明显。包装业务销量同比有一定程度的上涨，但毛利率水平的改善是包装业务利润上升的主要因素。09年前三季度公司原材料价格水平同比大幅下降，而产品价格水平相对降幅较小，导致包装业务盈利能力的较大提升。
- 投资收益和营业外收入大幅增加。09年前三季度公司的营业外收入6766万元，同比增长458.73%，主要原因是上海紫泉包装有限公司的拆迁补偿。投资收益同比大幅增长，09年前三季度共计实现3013万元，同比增幅达366.17%。
- 微幅上调公司的盈利预测和目标价，维持原有投资评级。上调公司09、10年的盈利预测分别是0.45元和0.54元，其中包装业务09年0.24元，给予28倍的PE，房地产业务09年0.21元，考虑未来公司该业务的持续性，给予18倍的PE，对应公司的目标价为10.50元，依然维持增持-A的投资评级。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	4,968.8	5,077.1	6,549.4	8,448.8	10,054.1
Growth(%)	20.7%	2.2%	29.0%	29.0%	19.0%
净利润	376.1	235.6	733.2	908.9	1,035.0
Growth(%)	156.9%	-45.4%	246.4%	20.4%	13.9%
毛利率(%)	21.1%	19.8%	23.8%	23.5%	22.5%
净利润率(%)	6.8%	3.6%	9.8%	9.1%	8.8%
每股收益(元)	0.24	0.13	0.45	0.54	0.61
每股净资产(元)	2.21	2.13	2.41	2.76	3.16
市盈率	34.5	63.1	18.2	15.1	13.3
市净率	3.7	3.8	3.4	2.9	2.6
净资产收益率(%)	11.8%	7.7%	21.2%	22.9%	22.8%
ROIC(%)	9.3%	6.7%	14.5%	16.8%	17.1%
EV/EBITDA	13.6	15.8	12.3	10.3	9.0
股息收益率	0.6%	1.2%	2.7%	3.3%	3.8%

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格： **10.50 元**

期限： 6个月 上次预测： 9.00 元

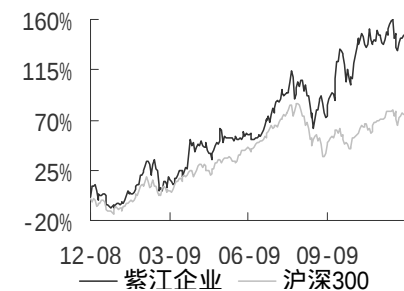
现价： 8.14 元

报告日期： **2009-12-04**

市场数据

总市值(百万元)	11,695.03
流通市值(百万元)	11,695.03
总股本(百万股)	1,436.74
流通股本(百万股)	1,436.74
12个月最高/最低	3.00/8.71 元
十大流通股东(%)	32.99%
股东户数	231,369

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(1.60)	13.73	64.97
绝对收益	2.37	30.43	146.06

研究员

郭振举
助理行业分析师

010-66581621

guozj@essence.com.cn

前期研究成果

紫江企业：公司业绩实现大幅增长

2009-10-13

紫江企业：中报业绩大幅增长

2009-08-10

紫江企业：公司业绩同比大幅下滑

2009-03-20

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-12-3**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	4,968.8	5,077.1	6,549.4	8,448.8	10,054.1	成长性					
减: 营业成本	3,918.8	4,073.2	4,990.7	6,463.3	7,791.9	营业收入增长率	20.7%	2.2%	29.0%	29.0%	19.0%
营业税费	33.5	12.5	16.4	21.1	25.1	营业利润增长率	152.9%	-44.3%	207.4%	31.2%	14.6%
销售费用	146.2	156.4	203.0	261.9	311.7	净利润增长率	156.9%	-45.4%	246.4%	20.4%	13.9%
管理费用	221.4	302.2	353.7	447.8	522.8	EBITDA 增长率	203.0%	-16.3%	27.1%	22.0%	10.8%
财务费用	196.4	230.1	156.8	146.5	134.8	EBIT 增长率	88.0%	-27.1%	99.4%	25.4%	12.0%
资产减值损失	9.3	17.5	-15.9	-	-	NOPLAT 增长率	100.7%	-18.6%	104.3%	19.5%	11.3%
加: 公允价值变动收益	-1.2	-	-	-	-	投资资本增长率	13.3%	-5.8%	3.2%	9.6%	0.2%
投资和汇兑收益	60.6	-5.5	15.0	20.0	25.0	净资产增长率	-0.1%	-3.7%	13.1%	14.6%	14.5%
营业利润	502.4	279.7	859.8	1,128.1	1,292.8	利润率					
加: 营业外净收支	23.8	13.5	51.0	1.0	1.0	毛利率	21.1%	19.8%	23.8%	23.5%	22.5%
利润总额	526.3	293.1	910.8	1,129.1	1,293.8	营业利润率	10.1%	5.5%	13.1%	13.4%	12.9%
减: 所得税	150.1	57.5	177.6	220.2	258.8	净利率	6.8%	3.6%	9.8%	9.1%	8.8%
净利润	376.1	235.6	733.2	908.9	1,035.0	EBITDA/营业收入	22.7%	18.6%	18.3%	17.3%	16.1%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	14.1%	10.0%	15.5%	15.1%	14.2%
货币资金	464.2	785.5	1,372.1	1,449.9	2,131.5	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	262	248	188	142	116
应收帐款	699.9	684.0	897.2	1,203.7	1,432.4	流动营业资本周转天数	104	124	96	95	93
应收票据	71.8	56.2	89.7	138.9	165.3	流动资产周转天数	213	224	215	212	217
预付帐款	188.5	203.2	253.1	317.7	395.7	应收帐款周转天数	50	48	42	43	45
存货	1,476.3	1,621.9	1,777.5	2,302.0	2,348.2	存货周转天数	98	110	94	87	83
其他流动资产	16.5	38.4	52.0	90.0	122.1	总资产周转天数	557	551	457	390	364
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	427	432	330	272	240
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	586.5	547.6	550.0	580.0	580.0	ROE	11.8%	7.7%	21.2%	22.9%	22.8%
投资性房地产	241.1	233.0	-	-	-	ROA	5.0%	3.0%	8.5%	9.4%	9.7%
固定资产	3,538.7	3,451.3	3,375.9	3,293.6	3,202.0	ROIC	9.3%	6.7%	14.5%	16.8%	17.1%
在建工程	97.7	119.6	101.8	91.1	84.6	费用率					
无形资产	168.1	173.4	173.5	173.6	173.6	销售费用率	2.9%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
其他非流动资产	26.9	43.3	12.0	13.8	14.9	管理费用率	4.5%	6.0%	5.4%	5.3%	5.2%
资产总额	7,576.2	7,957.4	8,654.7	9,654.2	10,650.3	财务费用率	4.0%	4.5%	2.4%	1.7%	1.3%
短期债务	2,576.1	2,294.4	2,288.8	2,283.5	2,274.6	三费/营业收入	11.4%	13.6%	10.9%	10.1%	9.6%
应付帐款	511.6	553.7	574.3	743.7	896.6	偿债能力					
应付票据	325.6	283.7	410.2	531.2	640.4	资产负债率	58.1%	61.5%	60.0%	58.9%	57.3%
其他流动负债	561.5	681.1	843.9	1,052.3	1,222.9	负债权益比	138.5%	160.0%	149.9%	143.2%	134.4%
长期借款	399.0	1,065.0	1,065.0	1,065.0	1,065.0	流动比率	0.73	0.89	1.08	1.19	1.31
其他非流动负债	25.9	18.9	7.8	7.8	7.8	速动比率	0.36	0.46	0.65	0.69	0.84
负债总额	4,399.6	4,896.8	5,189.9	5,683.6	6,107.2	利息保障倍数	3.56	2.22	6.48	8.70	10.59
少数股东权益	501.4	382.9	463.6	583.5	720.2	分红指标					
股本	1,436.7	1,436.7	1,436.7	1,436.7	1,436.7	DPS(元)	0.05	0.10	0.22	0.27	0.31
留存收益	1,238.4	1,240.9	1,561.7	1,948.0	2,387.9	分红比率	21.2%	77.6%	50.0%	50.0%	50.0%
股东权益	3,176.6	3,060.6	3,462.0	3,968.3	4,544.8	股息收益率	0.6%	1.2%	2.7%	3.3%	3.8%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	376.1	235.6	733.2	908.9	1,035.0	EPS(元)	0.24	0.13	0.45	0.54	0.61
加: 折旧和摊销	438.5	445.6	181.8	187.8	193.5	BVPS(元)	2.21	2.13	2.41	2.76	3.16
资产减值准备	9.3	17.5	-15.9	-	-	PE(X)	34.5	63.1	18.2	15.1	13.3
公允价值变动损失	1.2	-	-	-	-	PB(X)	3.7	3.8	3.4	2.9	2.6
财务费用	-	200.5	232.3	156.8	146.5	P/FCF	-	19.1	25.9	60.7	13.6
投资收益	-60.6	5.5	-15.0	-20.0	-25.0	P/S	2.4	2.3	1.8	1.4	1.2
少数股东损益	36.9	50.4	91.6	136.3	155.3	EV/EBITDA	13.6	15.8	12.3	10.3	9.0
营运资金的变动	-769.5	274.1	-152.4	-493.9	21.3	PEG	34.2%	63.8%	18.2%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	684.4	785.4	980.2	865.7	1,514.9	CAGR(%)	1.0	1.0	1.0	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-554.5	-638.3	-72.5	-95.1	-60.1	ROIC/WACC	1.1	0.8	1.7	2.0	2.0
融资活动产生现金流量	-456.1	164.4	-474.2	-528.1	-583.6	REP	2.2	3.2	1.4	1.1	1.1

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易,并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布,需注明出处为安信证券研究中心,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险,未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险,未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤 021-67865293	上海联系人 zhuxian@essence.com.cn	凌洁 021-68765237	上海联系人 lingjie@essence.com.cn
梁涛 021-68766067	上海联系人 liangtao@essences.com.cn	李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essence.com.cn
南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn	张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn
周蓉 010-66581676	北京联系人 zhourong@essence.com.cn	马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essence.com.cn
李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essence.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essence.com.cn	王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essence.com.cn
李瑾 0755-82558084	深圳联系人 lijin@essence.com.cn		

安信证券研究中心

上海
上海市浦东新区 528 号上海证券大厦北塔 2008 室
邮编: 200120
电话: 021-68801200

北京
北京市西城区金融大街 28 号院盈泰中心二楼楼三层
邮编: 100032
电话: 010-66578819

深圳
深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 35 层
邮编: 518026
电话: 0755-82825555