

景兴纸业(002067)

公司研究/跟踪报告

短期风险仍存，长期发展可期

跟踪报告/造纸印刷行业

2012 年 07 月 20 日

一、分析与判断

➤ 行业景气度短期难有改善

受宏观经济影响下游行业需求出现回落，导致纸包装行业相关企业订单出现下滑；同时，原纸价格却依然维持在高位，在下游需求放缓的情况下，使得行业毛利受到大量侵蚀。并且近年工业包装产业产能快速扩张，也在一定程度上使得行业毛利收到侵蚀。市场信心依然不足、下游需求持续萎缩，使得行业经营环境短期内难有明显改善。

➤ 公司盈利能力存在继续下滑风险

受到纸包装行业景气度的影响，公司产品的销量及价格出现下滑，公司毛利继续受到侵蚀，日前公司发布上半年业绩修正公告称公司 2012 年上半年归属母公司净利润预计同比下降 55%-65%。预计下半年公司盈利能力仍存在继续下滑可能。

➤ 再生生活用纸项目有助于平抑周期波动

2011 年公司定增募投 6.8 万吨再生生活用纸项目，其产品已顺利在消费品中心的上海易初莲花、家乐福、易买得等大型超市实现上架销售，同时在特殊渠道（一号店）也已开始销售，目前仍在进行品牌建设和渠道（特殊通路和传统商超）。我国生活用纸市场未来仍有着较大的上升空间，相关预计显示 2015 年前中国生活用纸消费量的年均增长率将为 7.8%，公司投资生活用纸项目可以改善公司现有的产品结构，提升公司的市场竞争力，有益于平抑公司现有箱板纸产品周期波动对公司带来的影响。

➤ 纸包装行业发展潜力巨大

数据显示，在 2006 年至 2012 年我国纸包装行业增速保持在 18% 左右，超过 GDP 增速将近一倍。横向比较人均消费量和经济发达程度，当前我国纸包装行业仍处于成长期，且“以纸代木”成为包装行业的一个发展趋势，可以肯定纸包装行业未来增长潜力巨大。

二、盈利预测与投资建议

虽然公司投资再生生活用纸项目来平抑周期波动的影响，但项目投产仍需时间，且新产品新品牌的市场开拓需要资源较大，有利于公司长期发展，但短期内无法为公司业绩情况带来改善；而公司所处行业仍尚属成长期，公司未来成长性可期，可以长期关注。维持“中性”评级，预计 2012-2014 年营业收入为 36.13 亿元、40.13 亿元、45.57 亿元，按最新股本计算基本每股收益为 0.11 元、0.12 元、0.15 元，合理估值为 5-7 元。

三、风险提示：

1) 行业景气度持续低迷；2) 再生生活用纸项目进展缓慢；

盈利预测与财务指标

项目/年度	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	3,451	3,613	4,013	4,557
增长率(%)	31.27%	4.69%	11.07%	13.56%
归属母公司股东净利润(百万元)	125	117	132	165
增长率(%)	1.14%	-6.39%	12.91%	24.54%
每股收益(元)	0.11	0.11	0.12	0.15
PE	20.87	22.29	19.74	15.85
PB	/	7.38	7.10	6.77

资料来源：民生证券研究所

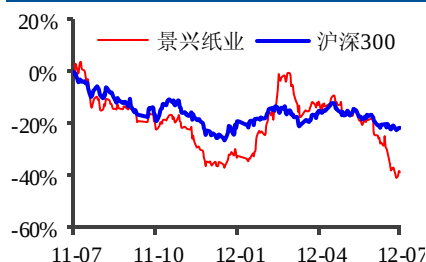
中 性 维持评级

合理估值： 5—7 元

交易数据(2012-07-20)

收盘价(元)	2.39
近 12 个月最高/最低	19/2.29
总股本(百万股)	1,093.95
流通股本(百万股)	960.53
流通股比例%	87.80%
总市值(亿元)	26.15
流通市值(亿元)	22.96

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：王力

执业证书编号：S0100511010013

电话：(8610)85127680

Email: wangli@mszq.com

相关研究

1. 《景兴纸业(002067) 2012 年一季度报告点评：行业景气度低迷，业绩短期难改善》 2012.04.22

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
一、营业总收入	3,451	3,613	4,013	4,557
减：营业成本	2,969	3,082	3,400	3,849
营业税金及附加	10	10	11	13
销售费用	118	134	148	169
管理费用	119	125	139	158
财务费用	120	157	194	213
资产减值损失	1	1	1	1
加：投资收益	17	18	19	21
二、营业利润	131	122	139	176
加：营业外收支净额	11	11	11	11
三、利润总额	143	133	151	188
减：所得税费用	4	3	4	5
四、净利润	139	130	147	183
归属于母公司的利润	125	117	132	165
五、基本每股收益 (元)	0.11	0.11	0.12	0.15

主要财务指标				
项目	2011A	2012E	2013E	2014E
EV/EBITDA	11.01	9.68	8.42	7.44
成长能力:				
营业收入同比	31.27%	4.69%	11.07%	13.56%
营业利润同比	8.7%	-7.1%	14.1%	26.5%
净利润同比	1.92%	-6.39%	12.91%	24.5%
营运能力:				
应收账款周转率	6.32	7.48	7.70	7.78
存货周转率	7.88	7.75	7.68	7.80
总资产周转率	0.70	0.55	0.55	0.58
盈利能力与收益质量:				
毛利率	14.0%	14.7%	15.3%	15.5%
净利率	3.6%	3.2%	3.3%	3.6%
总资产净利率 ROA	2.8%	2.0%	2.0%	2.3%
净资产收益率 ROE	5.7%	3.9%	4.0%	4.7%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.21	1.19	1.31	1.27
资产负债率	45.8%	58.1%	51.4%	59.5%
长期借款/总负债	5.1%	2.8%	3.6%	2.4%
每股指标 (元)				
每股收益	0.11	0.11	0.12	0.15
每股经营现金流量	0.21	0.08	0.26	0.26
每股净资产	5.41	3.33	3.46	3.63

资料来源：民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	1,224	3,252	2,408	4,102
应收票据	665	770	856	972
应收账款	472	494	549	623
预付账款	76	119	132	149
其他应收款	5	9	10	11
存货	436	497	548	620
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	2,877	5,141	4,502	6,478
长期股权投资	68	68	68	68
固定资产	2,308	2,249	2,150	2,031
在建工程	56	86	96	96
无形资产	151	136	121	106
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	2,585	2,539	2,435	2,300
资产总计	5,462	7,680	6,937	8,778
短期借款	1,445	3,620	2,692	4,296
应付票据	34	35	39	44
应付账款	270	280	309	350
预收账款	27	28	31	35
其他应付款	44	44	45	49
应交税费	23	24	24	25
其他流动负债	400	300	300	300
流动负债合计	2,373	4,331	3,441	5,098
长期借款	127	127	127	127
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	127	127	127	127
负债合计	2,501	4,458	3,568	5,225
股本	547	1,094	1,094	1,094
资本公积	2,078	2,078	2,078	2,078
留存收益	230	348	480	645
少数股东权益	106	119	134	152
所有者权益合计	2,961	3,638	3,785	3,968
负债和股东权益合计	5,462	8,097	7,353	9,193

现金流量表				
项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流量	115	82	289	282
投资活动现金流量	(113)	(72)	(11)	21
筹资活动现金流量	814	2,018	(1,122)	1,391
现金及等价物净增加	813	2,028	(844)	1,694

分析师与联系人简介

王力，毕业于中南大学电子信息工程专业。曾就任于中国电子科技集团信息化工程总体研究中心，任软件工程师、系统分析师，从事信息化系统规划、设计、咨询等工作。2008年6月，加盟民生证券有限责任公司，曾覆盖家电、计算机及信息服务等行业，目前覆盖造纸印刷行业。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
韦珂嘉	北京	010-85127772	13701050353	weikejia@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
蔡虹	广深	0755-22662056	18665333929	caihong@mszq.com
刘毅	广深	0755-22662101	13760348848	liuyi_sz@mszq.com
许力平	广深	020-87374866	18601368846	xuliping@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyang@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层； 100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 518040