

2010年04月07日

景兴纸业 (002067.SZ)

市场数据(人民币)

市价(元)	8.90
已上市流通A股(百万股)	329.04
总市值(百万元)	3,488.80
年内股价最高最低(元)	8.91/4.58
沪深300指数	3386.95
中小板指数	6364.66
2008年股息率	0.00%


相关报告

- 《公司业绩一季度大幅增长,符合预期》, 2010.3.24
- 《行业反转,公司受益》, 2010.2.1

分析师:万友林
(8621)61038259
wanyl@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷
泰滨江大厦 15A 层 (200011)

——低谷已过,高速增长值得期待


公司基本情况(人民币)

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.210	-0.531	0.081	0.486	0.595	0.682
净利润增长率	41.52%	-352.25%	-115.32%	510.34%	22.39%	14.62%
先前预期每股收益(元)			0.0810	0.486	0.595	
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.396	0.441	N/A
市盈率(倍)	71.08	N/A	82.36	18.31	14.96	13.05
行业优化市盈率(倍)	45.19	13.42	26.85	26.85	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	45.72	15.55	29.70	29.70	N/A	N/A
PE/G(倍)	1.71	N/A	N/A	0.04	0.67	N/A
已上市流通A股(百万股)	193.00	193.00	388.00	388.00	388.00	388.00
总股本(百万股)	392.00	392.00	392.00	392.00	392.00	392.00

来源:公司年报、国金证券研究所 注:“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

- 公司公布 2009 年年报: 全年实现销售收入 19.36 亿元, 同比下降 5.75%; 归属上市公司股东的净利润为 3189 万元 (08 年同期为 -2.08 亿元); 摊薄 EPS 为 0.08 元, 符合我们的预期。
 - ◆ 受危机影响, 2009 年公司产品价格在前三季度处于低位, 自第四季度起, 受益于出口的恢复, 箱板纸行业扭转前期颓势 (箱板纸在年底连续提价两次, 上涨幅度合计为 500 元/吨), 由于前三季度箱板纸盈利能力处于低位, 以及年底的涨价效应对业绩的贡献未能在当期完全体现, 因此, 公司虽然在 09 年成功实现了扭亏, 但净利润水平依然维持在低位。
- 公司是我国主要的包装纸生产企业之一, 目前拥有高档包装纸 (箱板纸+瓦楞纸) 产能为 92 万吨, 今年下半年 20 万吨白面牛卡投产后, 公司总产能将达到 112 万吨。

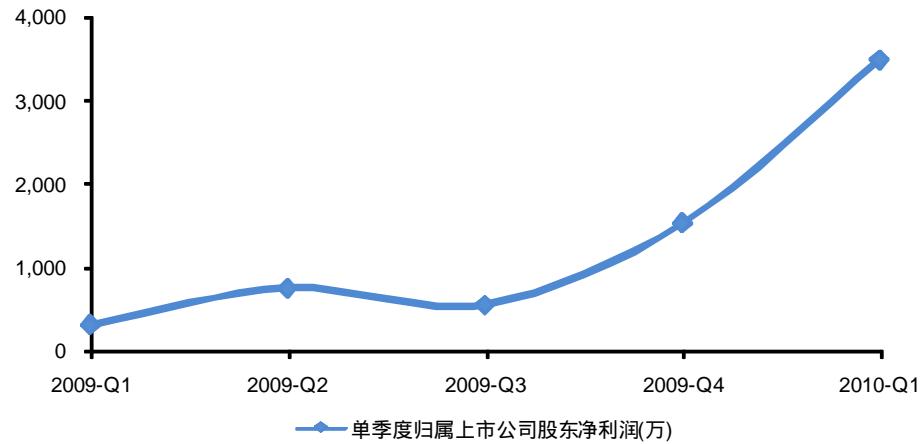
图表1: 公司主要纸种及产能明细

纸种	产能 (万吨)	分布	备注
箱板纸	45	景兴纸板	
箱板纸	20	母公司	
瓦楞纸或箱板纸	15	浙江日纸	2010年4月将技改
瓦楞纸及其他	8	母公司	
瓦楞纸	3	母公司	
白面牛卡	20	母公司	预计2010年3季度投产

来源:国金证券研究所

- 我们认为箱板纸未来两年的景气度高，这有利于公司的盈利增长。
 - 自09年底箱板纸行业出现向上的景气拐点以来，目前整个行业的景气回升还在延续。今年一季度，公司再次上调出厂价600元/吨（1月和3月各涨300元），目前公司箱板纸均价在4000元/吨左右，公司的业绩大幅提升迹象已现。

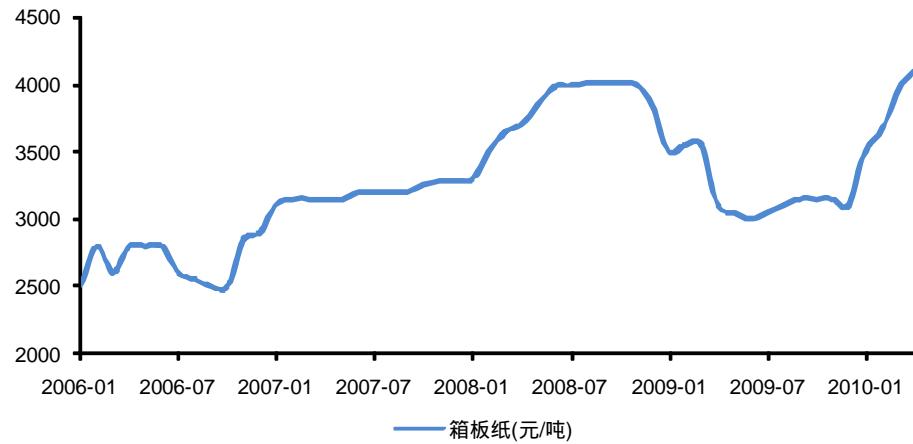
图表2：09年以来公司单季度净利润比较



来源：国金证券研究所（2010年1季度为公司预测值）

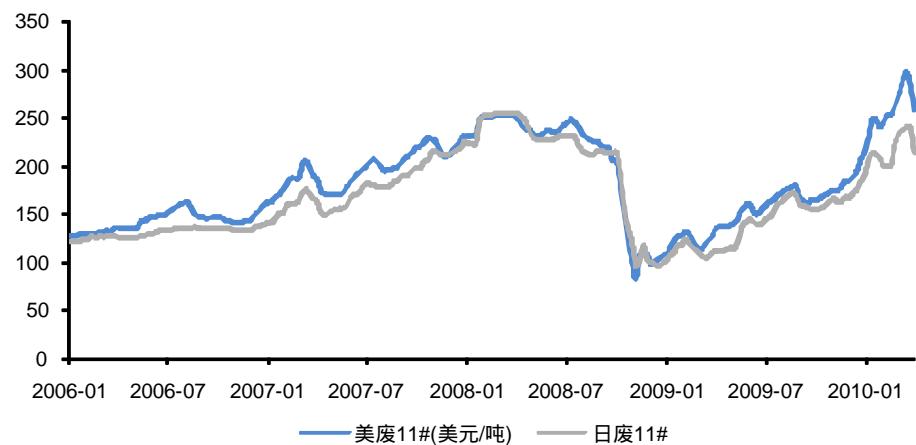
- 行业景气回升趋势还将延续，这主要是行业供需好转决定的。（详见附录：箱板纸行业供需分析）
- 由箱板纸的价格走势和废纸走势判断，二季度的吨纸盈利还将提升。

图表3：06年以来箱板纸价格走势



来源：国金证券研究所

图表4：06年以来11#废纸价格走势



来源：国金证券研究所

■ 公司未来的看点：

- ◆ 箱板纸行业复苏带来公司盈利的内涵式增长；
- ◆ 下半年将投产的 20 万吨白面牛卡纸项目有望为公司带来新的利润增长点；
- ◆ 公司与中国邮政在包装纸箱业务方面的合作将逐渐走向收获期。

■ 我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.486 元、0.595 元和 0.682 元，维持“买入”评级。

附录：箱板纸行业供需分析（详见我们 2010 年 1 月 18 日的行业报告《供需皆好转，看好箱板纸子行业》）

■ 产能：07、08 产能大幅扩张后，09-11 年新增产能有限

- ◆ 07、08 年箱板纸新增产能快速释放，对整个行业造成了较大的负面冲击（我们估计 07、08 年新增产能分别为 382 万吨和 234 万吨）。

图表5：07、08年新增产能及分布

公司	产能 (万吨)	试产日期	分布	公司	产能 (万吨)	试产日期
理文	45	2007-02	江苏	理文	32	2008-02
永丰余	30	2007-02	江苏扬州	美利纸业	15	2008-02
玖龙	80	2007-05	广州东莞	玖龙	35	2008-03
和泰纸业	15	2007-05	湖南衡阳	玖龙	30	2008-03
景兴	45	2007-06	浙江平湖	玖龙	45	2008-03
理文	43	2007-06	广州东莞	金河	20	2008-05
理文	32	2007-08	江苏	永新	30	2008-06
长丰	15	2007-10	江苏张家港	启东造纸	12	2008-08
吉安	45	2007-10	浙江	长丰	15	2008-10
理文	32	2007-11	广州东莞			
07年合计	382			08年合计	234	

来源：国金证券研究所

- ◆ 而按照计划的产能投放，我们估计 09-11 年国内箱板纸的新增产能分别为 140 万吨，50 万吨和 98 万吨。近三年产能投放速度的大幅回落，将减轻未来行业的产能压力。

图表6：09-11年新增产能及分布

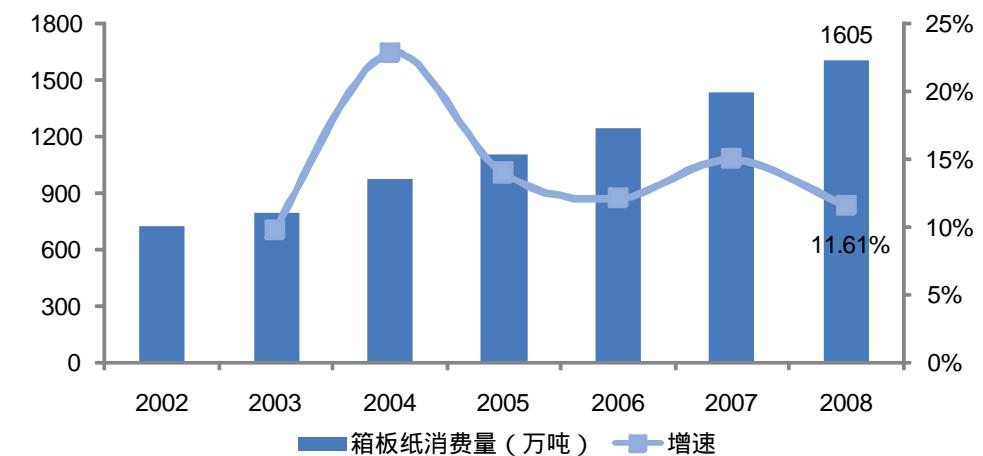
公司	产能 (万吨)	试产日期	分布	公司	产能 (万吨)	试产日期	分布
银州	25	2009-01	广东	阳光纸业	50	2010-11	山东
河北永新	30	2009-04	溧南	永丰余	23	2011年	江苏扬州
台湾荣成	40	2009-07	平湖	玖龙	75	2011年中	江苏、天津
玖龙	45	2009-09	天津	2010年合计	50		
09年合计	140			2011年合计	98		

来源：国金证券研究所

- 出口复苏，将带动需求明显回升

- ◆ 2008 年我国共消费箱板纸 1605 万吨，在 2002-2008 年间的复合增长率达到了 14.2%。
- ◆ 在出口复苏的前提下（国金宏观研究最新预计 2010 年出口增速将在 25% 左右），我们保守预计箱板纸年均需求增量将在 160 万吨以上，

图表7：02年以来箱板纸消费量及增速



来源：国金证券研究所

- 综合上述分析，我们预计箱板纸行业的产能利用率将由 2009 年的 81% 左右上升到 2011 年的 90%，我们对未来两年整个箱板纸行业的景气程度持乐观判断。

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	1	2
买入	0	2	2	3	5
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	1.88	1.88

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-02-01	买入	7.59	9.70 ~ 12.00
2 2010-03-24	买入	8.22	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10% - 10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。