

公司简评研究报告 景兴纸业 (002067.SZ) ► 2010 年 4 月 8 日

公司效益显著改善

无评级

分析师: 张迪 ✉: zhangdi_zb@chinastock.com.cn ☎: 010-66568757 执业证书编号: S0130110014639

1. 事件

2010 年 4 月 8 日, 景兴纸业公布 2009 年年度报告。公司全年实现营业收入 19.4 亿元, 同比减少 5.75%。报告期内公司成功实现扭亏, 利润总额 1813 万元, 经营活动产生净现金 2.92 亿元; 归属于上市公司股东的净利润 3189 万元。基本每股收益 0.08 元。

2. 我们的分析与判断

(1) 公司效益显著改善

09 年前三季度, 受行业需求疲软的影响, 公司主营的箱板纸业务持续低迷, 产品价格一直在历史低位徘徊。尽管报告期内产品销量较上年有所提高, 但营业收入还是出现了小幅下降, 牛皮箱板纸业务贡献的收入同比减少了 6.85%。09 年四季度, 长期受到压抑的箱板纸价格出现了大幅上涨。截止报告期末, 牛皮箱板纸价格已恢复至历史较高水平, 行业景气度显著提升。

报告期内公司销售毛利率为 13.19%, 较上年增长了近 6 个百分点。主要是由于 09 年公司原材料平均采购价格远低于 08 年。主要原材料日废 11# 经历了 08 年底的跳水后, 在历史低位徘徊了近半年时间才开始逐步回升, 09 年平均价格仅为 08 年价格的 68%。另外, 公司在四季度及时对产品进行了提价, 也促进了毛利率的稳定提升。牛皮箱板纸毛利率回升至 15.58%, 同比提高了 8.78%, 但较之往年平均盈利水平还存在一定差距。

(2) 行业供求关系有待进一步改善

箱板纸的需求自 04 年以来一直呈现出较快的增速, 即使是在行业景气度下降的 08 年也保持了两位数的增长。然而, 受金融危机的影响, 宏观经济增速放缓, 与之高度相关的包装用纸行业需求也急剧萎缩。此外, 08 年箱板纸和瓦楞纸产能集中释放, 也导致行业由长期以来的供不应求急剧转变为供过于求。在行业产能过剩的背景下, 多数企业推迟了产能扩张计划, 以缓解失衡的供求关系。受此影响, 公司也及时终止了原 60 万吨募投项目中的 40 万吨牛皮箱板纸项目, 甩掉了产能扩张所伴随的资金压力。

箱板纸行业需求于 08 年末至 09 年初期间触底, 后随着宏观经济的企稳, 下游需求有所恢复, 但短时期内还无法消化现有过剩产能。来自海关总署的数据显示, 09 年国内出口贸易总额同比减少 16%, 前 11 个月单月出口额同比负增长, 直到 12 月份才转为正增长。尽管近期出口已经出现明显的复苏迹象, 但后续的增长还存在不确定性。可以肯定的是, 一旦全球经济持续回升, 公司所处的箱板纸行业将优先受益。

近日公布的《国务院进一步加强淘汰落后产能工作的通知》指出, 轻工业将在 2011 年底前, 淘汰以废纸为原料、年产 1 万吨以下造纸生产线。这对于箱板纸行业恢复健康的供求关系将产生积极的作用。在未来两年新增产能明显减少的前提下, 箱板纸行业有望较早恢复供求平衡。

(3) 盈利能力有望持续提升

受经济复苏的影响, 09 年 12 月以来, 公司主营的箱板纸已连续多次提价, 累计涨价幅度近 30%。同一时期内,

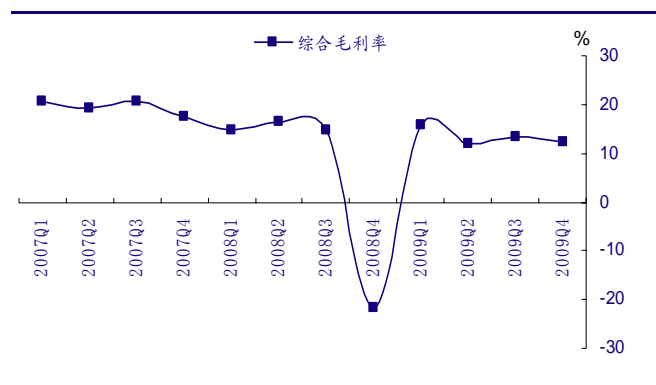
公司主要原材料日废 11# 价格则上涨了 40% 左右。箱板纸价格的上升，一方面是由于原材料价格上升所推动，另一方面也体现出行业供求关系正逐步改善。由于前期购入的原材料价格较低，且产品提价较为及时，公司的盈利能力得到了进一步的提高。近期，公司发布 2010 年 1 季度业绩预增公告，预计 1 季度实现归属于母公司所有者的净利润 3300-3600 万元，折每股 0.08-0.09 元，与上年同期相比增长 900%-1000%。

几轮提价过后，箱板纸价格已处于历史高位，废纸价格近期也刷新了历史高价。尽管原材料价格上涨给公司后期的经营带来了一定的成本压力，但公司在行业内较强的提价能力仍能保证未来的盈利能力稳定增长。

3. 投资建议

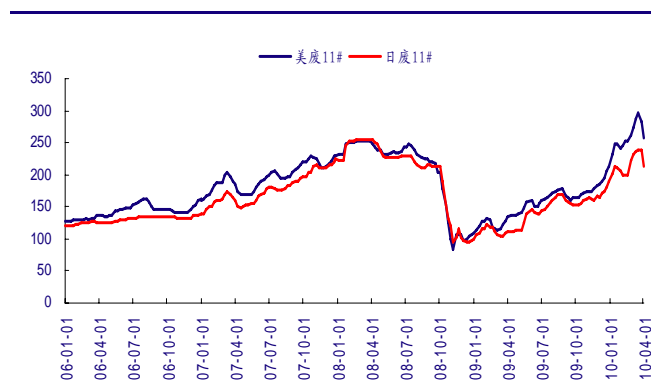
我们预计公司 10-11 年营业收入分别为 26.3 亿元和 31.9 亿元，净利润分别为 0.7 亿元和 1.2 亿元，摊薄 EPS 分别为 0.33 元和 0.54 元。目前股价对应的 10-11 年动态市盈率分别为 27.3X 和 16.5X。暂不给予投资评级。

图 1：公司毛利率走势



资料来源：公司资料，中国银河证券研究所

图 2：废纸 11# 价格走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究所

附录 1：公司关键指标预测

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入(百万元)	2055	1936	2625	3187
收入增长率%	81.8%	-5.8%	35.5%	21.4%
EBITDA(百万元)	-125	152	200	259
净利润(百万元)	-259	18	72	120
摊薄 EPS(元)	-0.53	0.08	0.33	0.54
PE	-16.8	109.4	27.3	16.5
EV/EBITDA(X)	-32.8	29.5	25.7	19.3
PB	2.1	2.0	1.9	1.7
ROIC	-13.7%	1.3%	5.2%	5.5%
总资产周转率	0.52	0.51	0.68	0.82

资料来源：中国银河证券研究所

附录二：公司财务报表预测

资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E
货币资金	857	454	262	319	营业收入	2055	1936	2625	3187
应收票据及账款	584	572	708	846	营业成本	1904	1680	2249	2704
预付款项	61	50	168	94	营业税金及附加	5	3	4	5
其他应收款	14	8	0	0	销售费用	103	96	130	157
存货	285	278	284	257	管理费用	83	63	85	104
长期股权投资	17	16	16	16	财务费用	119	82	77	80
固定资产	1725	1713	2253	2211	资产减值损失	97	6	0	0
在建工程	300	536	0	0	营业利润	-257	7	80	137
无形资产	136	155	152	149	营业外收支净额	3	11	0	0
资产总计	3989	3782	3848	3898	税前利润	-254	18	80	137
					减：所得税	5	0	8	17
短期借款	1250	1188	1277	1377	净利润	-259	18	72	120
应付票据及账款	221	217	369	336	归属于母公司的净利润	-208	32	128	212
预收款项	6	14	14	20	少数股东损益	1	-51	-14	-55
其他应付款	1	1	0	0	基本每股收益	-0.53	0.08	0.33	0.54
其他流动负债	2	2	0	0	稀释每股收益	-0.53	0.08	0.33	0.54
长期借款	528	352	342	218	财务指标				
预计负债	0	0	0	0	成长性				
负债合计	2275	1997	2002	1952	营收增长率	81.8%	-5.8%	35.5%	21.4%
					EBIT 增长率	-244.0%	107.1%	767.6%	38.0%
股东权益合计	1714	1786	1846	1947	净利润增长率	-412.1%	107.0%	300.1%	65.8%
现金流量表					盈利性				
净利润	-259	18	72	120	销售毛利率	7.3%	13.2%	14.3%	15.2%
折旧与摊销	129	134	42	42	销售净利率	-12.6%	0.9%	2.8%	3.8%
经营活动现金流	111	374	-135	180	ROE	-12.3%	1.9%	7.0%	10.5%
投资活动现金流	-428	-352	-46	0	ROIC	-13.7%	1.3%	5.2%	5.5%
融资活动现金流	240	-306	-11	-124	估值倍数				
现金净变动	-74	-283	-192	56	PE	-16.8	109.4	27.3	16.5
期初现金余额	983	789	454	262	P/B	2.1	2.0	1.9	1.7
期末现金余额	789	454	262	319	EV/EBITDA	-32.8	29.5	25.7	19.3

资料来源：中国银河证券研究所

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908