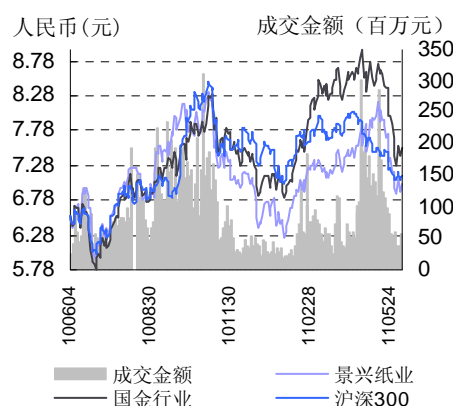


**景兴纸业 (002067.SZ) 造纸行业**
**评级: 买入 维持评级**
**公司研究**

市价(人民币): 7.02 元

**新项目带来新机遇**
**长期竞争力评级: 等于行业均值**
**市场数据(人民币)**

已上市流通 A 股(百万股)	329.04
总市值(百万元)	2,751.84
年内股价最高最低(元)	8.33/5.93
沪深 300 指数	2986.35
中小板指数	6291.88


**公司基本情况(人民币)**

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.081	0.316	0.464	0.604	0.779
每股净资产(元)	4.37	4.69	5.30	5.73	6.29
每股经营性现金流(元)	0.75	0.12	0.56	0.45	0.67
市盈率(倍)	82.36	21.04	15.22	11.68	9.06
行业优化市盈率(倍)	26.91	21.78	22.32	22.32	22.32
净利润增长率(%)	N/A	288.45%	46.82%	30.29%	28.95%
净资产收益率(%)	1.86%	6.74%	6.21%	7.49%	8.80%
总股本(百万股)	392.00	392.00	392.00	392.00	392.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

**投资逻辑**

- **中长期看箱板纸趋好:** 综合考虑新增产能及落后产能淘汰, 2011 年我国箱板/瓦楞纸产能净增加 134 万吨, 2012 年净增加 185 万吨, 年均增加 160 万吨, 产能净增加量与过去几年相比处于低位。箱板/瓦楞纸需求年增 350-400 万吨, 箱板/瓦楞纸的供求未来 2 年将持续好转, 企业开工将上升。我们预计 2011 年箱板/瓦楞纸行业的开工率将达到 90.3%、2012 年将达到 91.9%;
- **环保生活用纸是一个极具前景的产品:** 环保型生活用纸是欧美及日本等国家广泛使用的生活用纸, 占比达 50%以上, 但在我国仍属于新生事物, 发展历史较短, 占比非常小。环保生活用纸采用进口美废 37#及国产办公废纸为原料, 按目前废纸价格测算, 成本可比国内主要生活用纸公司低 20%-30%, 成本优势明显。环保型生活用纸符合循环经济的发展理念, 有助于公司产品的推广。公司招募的销售人才具有多年生活用纸、快销等行业经验, 可确保公司产品渠道的迅速拓展;

**投资建议**

- 我们测算公司 2011-2013 年净利润分别为 182、237、306 百万元, EPS 分别为 0.464、0.604、0.779 元。假设公司增发 1.6 亿股, 对应的 EPS 分别为 0.33、0.43、0.55 元。考虑到主业的转好、未来新产品良好的前景以及股权投资未来可能带来的收益, 我们给予公司“买入”评级, 目标价 8.6 元, 相当于 2012 年 20 倍 PE。

**风险**

- 箱板纸的行业风险; 环保生活纸的市场推广风险。

**万友林** 分析师 SAC 执业编号: S1130511030016  
 (8621)61038259  
 wanyl@gjzq.com.cn

## 内容目录

箱板纸景气向好.....	4
箱板纸产业链 .....	4
需求长期看好 .....	4
供给，在淘汰落后产能的背景下，箱板瓦楞纸产能增速将放缓.....	7
箱板纸景气趋势向好 .....	10
公司将受益于箱板纸好转 .....	12
新的环保生活用纸项目具有较好的前景 .....	13
转型是公司的方向 .....	16
盈利预测 .....	17
附录：三张报表预测摘要 .....	20

## 图表目录

图表 1：箱板纸主要用来生产包装用纸箱 .....	4
图表 2：箱板纸消费与 GDP 具有较强相关性 .....	5
图表 3：00-10 年我国箱板纸需求复合增长 14.6% .....	5
图表 4：瓦楞纸消费与 GDP 强相关 .....	5
图表 5：00-10 瓦楞纸需求复合增长 11.2% .....	5
图表 6：纸张包装是全球使用最广泛的包装材料 .....	6
图表 7：我国包装工业总产值高速增长 .....	6
图表 8：我国纸包装仍有提高空间 .....	6
图表 9：箱板纸消费与我国货物出口相关性 .....	7
图表 10：瓦楞纸箱产量增速维持 15%-20% .....	7
图表 11：瓦楞纸箱与社会消费品零售额增速比较 .....	7
图表 12：2011-2012 年国内箱板纸新增产能 .....	8
图表 13：落后产能淘汰逐年加码（万吨） .....	9
图表 14：河南、河北是 2011 落后产能淘汰重点区域 .....	9
图表 15：箱板瓦楞纸是 2011 年落后产能淘汰最受益品种（淘汰子行业比例） .....	9
图表 16：箱板纸瓦楞纸净增加产能并不多（万吨） .....	10
图表 17：箱板瓦楞纸供需向好 .....	11
图表 18：国内箱板瓦楞纸市场集中度大幅提升 .....	11
图表 19：箱板纸价格趋于上升 .....	11
图表 20：以全进口美废 11#测算的箱板纸毛利率% .....	11
图表 21：公司产能及产量预测 .....	12
图表 22：公司主营业务收入（亿元） .....	12

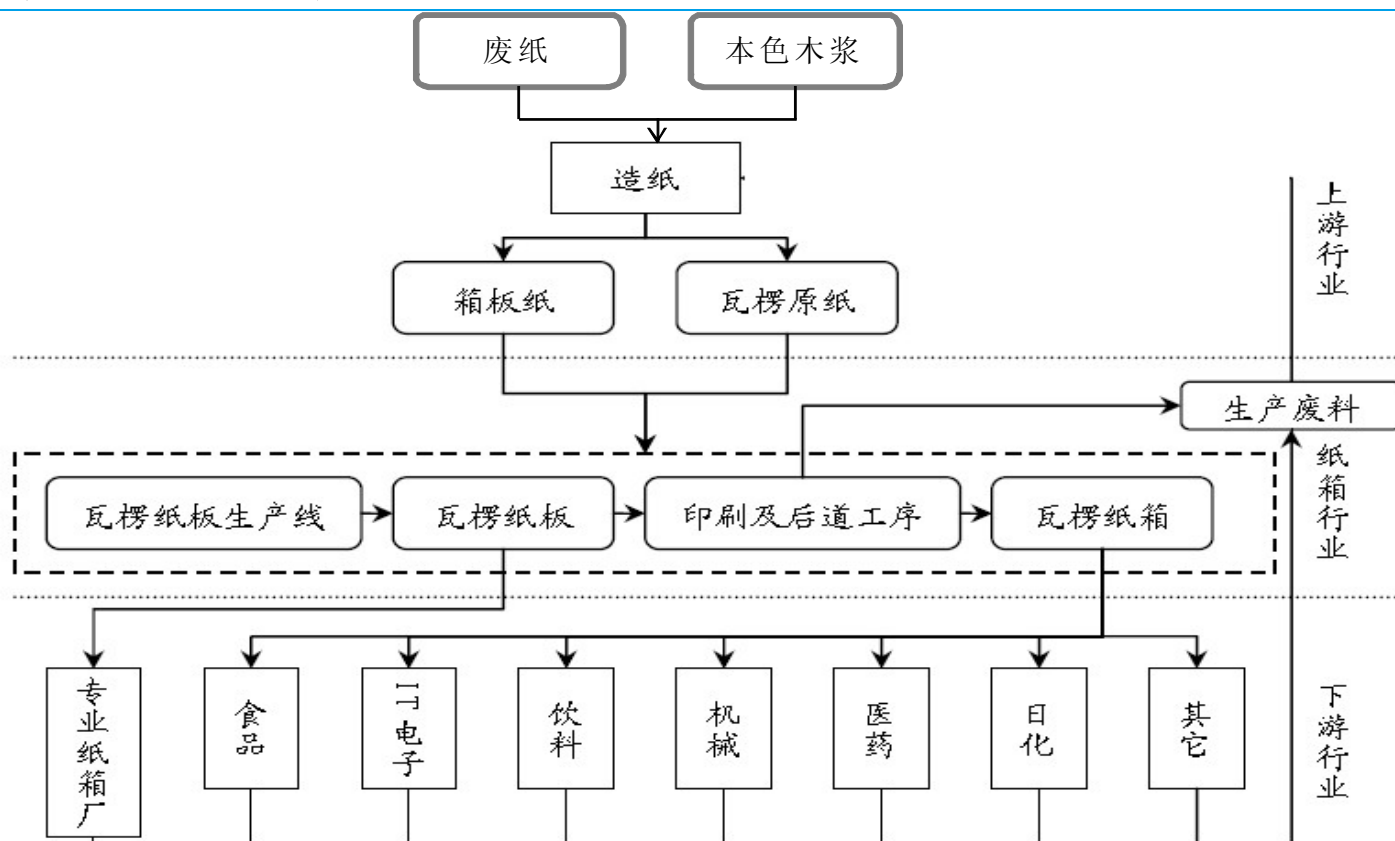
图表 23: 净利润及销售净利率 .....	12
图表 24: 我国生活用纸消费量 (万吨) .....	13
图表 25: 人均生活用纸消费具有较大提高空间 .....	13
图表 26: 我国生活用纸消费结构 .....	13
图表 27: 公司环保型生活用纸成本优势明显 .....	14
图表 28: 公司环保型生活用纸主要质量指标 .....	14
图表 29: 区域市场容量测算 .....	15
图表 30: 公司环保型生活用纸销售渠道 .....	15
图表 31: 生活用纸不同销售渠道费用 .....	15
图表 32: 莎普爱思药业股权结构 .....	错误! 未定义书签。
图表 33: 莎普爱思药业营业收入及净利润 .....	错误! 未定义书签。
图表 34: 公司环保型生活用纸盈利预测 .....	17
图表 35: 一些假设 .....	17
图表 36: 销售预测表 .....	18

## 箱板纸景气向好

### 箱板纸产业链

- 箱板纸按照原料使用不同，可分为牛皮箱板纸（原料为本色木浆及废纸）、再生箱板纸（纯废纸制造）、白面牛皮箱板纸（原料为漂白化学木浆及废纸）。就产品质量而言，白面牛皮箱板纸优于牛皮箱板纸，牛皮箱板纸又优于再生箱板纸。目前国内企业生产的大部分是再生箱板纸，其它两类占比相对较小。
- 箱板纸纸机设备以芬兰 METSO、德国 VOITH 为主，尤其是近几年投产的大型设备大多是这两家企业生产，单台设备规模普遍在 40 万吨以上，具有幅宽大、车速快的特征。国内设备虽发展较快，但差距仍较大，国产设备用户主要是中小型企业，单台设备规模 20 万吨或以下，设备生产企业包括上海轻良、辽机等。
- 箱板纸的原材料是废纸及木浆，其中高质量的废纸主要依靠进口，进口国家及地区包括美国、欧洲及日本。近几年由于废纸价格上涨较多，企业也开始加大对国内废纸的使用量。
- 箱板纸的用途是与瓦楞纸粘合后制成商品包装用的瓦楞纸箱，对箱板纸的质量要求是具有较好的抗压强度、坚韧耐破、抗撕裂、纸面平整，以及良好的外观等。瓦楞纸箱的下游行业包括食品饮料、日化、医药保健品、家用电器、机械、电子产品等。

图表1：箱板纸主要用来生产包装用纸箱



来源：国金证券研究所

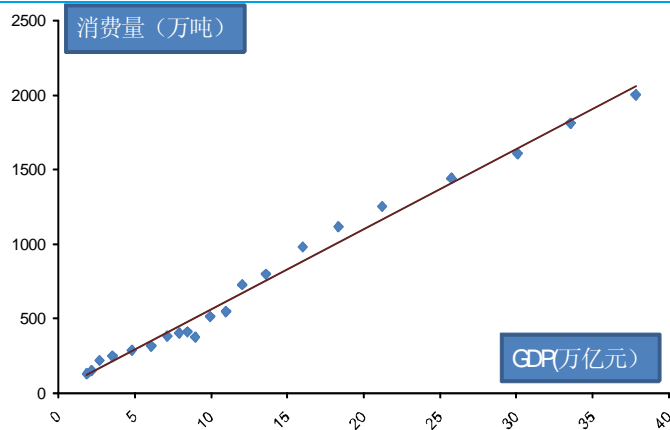
### 需求长期看好

- 我国箱板/瓦楞纸年需求增加 350-400 万吨。
  - 箱板纸作为广泛使用的一种基础原材料，主要用于制造各种商品的包装用纸箱，其消费量与 GDP 之间存在高度相关性。我们对 1990-

2010 年期间中国箱板/瓦楞纸纸消耗量与我国 GDP 进行了回归分析，二者的相关度高达 95%以上。2000-2010 年，我国箱板/瓦楞纸消费复合增速分别达到 14.6%、11.2%，同期 GDP 复合增速为 14.3%，GDP 与两纸种消费增速基本同步。

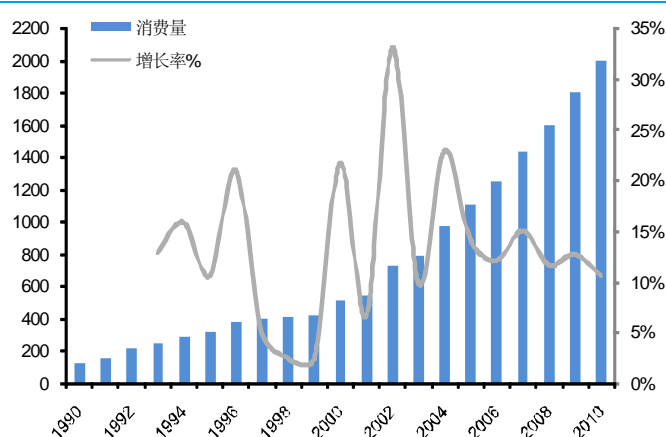
- 我国 GDP 未来 5-10 年依然可维持 8%-10%左右的增速，因此我们预计国内箱板/瓦楞纸的消费增速可同步 GDP，年增 350-400 万吨。

图表2：箱板纸消费与 GDP 具有较强相关性

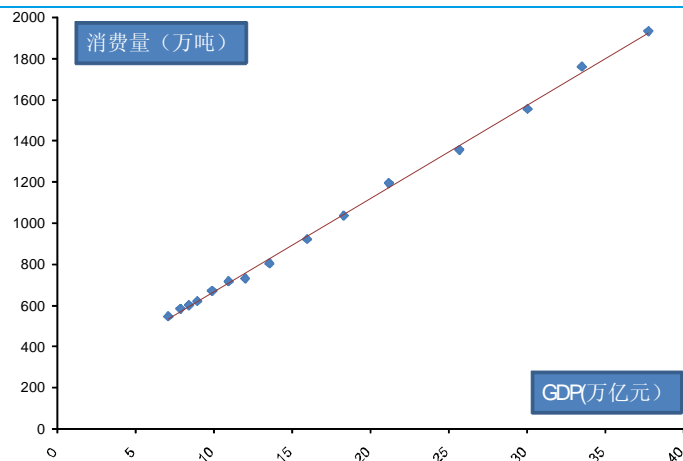


来源：国金证券研究所

图表3：00-10 年我国箱板纸需求复合增长 14.6%

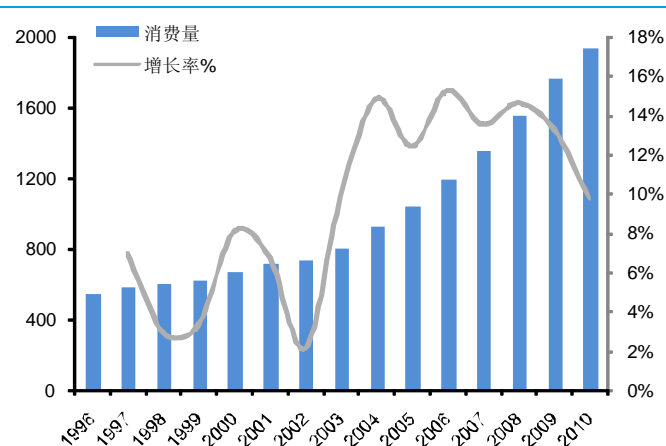


图表4：瓦楞纸消费与 GDP 强相关



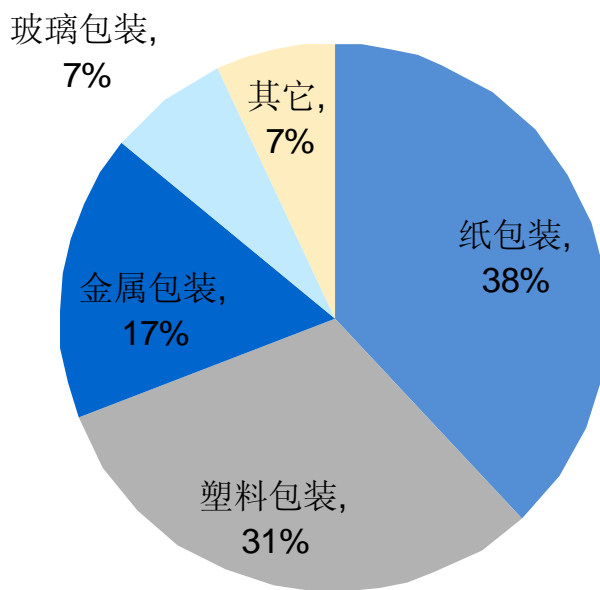
来源：国金证券研究所

图表5：00-10 瓦楞纸需求复合增长 11.2%



- 我们认为箱板纸的需求增速能够持续。
- 纸包装是使用最广泛的包装材料，国内纸包装份额还有上升空间。
- 纸箱包装具有经济便宜、重量轻、便于贮存、易加工、废弃物可自行降解且可回收循环利用，被公认为“绿色包装材料”，广泛用于各种消费品包装。据世界包装组织统计，2009 年世界包装产业总规模为 5638 亿美元，其中纸包装市场 2160 亿美元，占比 38%，是使用最多的包装材料。

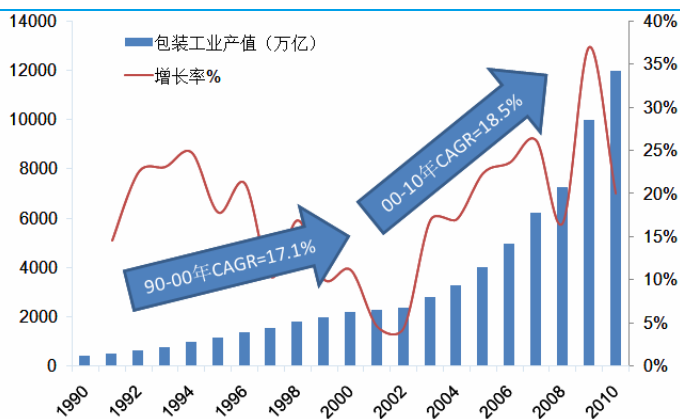
图表6: 纸张包装是全球使用最广泛的包装材料



来源: 国金证券研究所

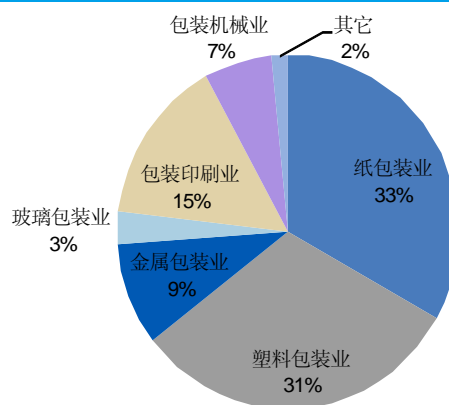
- 据中国包装联合会统计: 最近十年我国包装工业产值复合增长率达到19%左右, 2010年包装工业总产值达到1.2万亿元, 占国内生产总值3%左右。在我国包装工业产值结构中, 纸包装约占33%左右的市场份额, 合3960亿元产值, 与世界平均水平相比, 仍有上升空间。

图表7: 我国包装工业总产值高速增长



来源: 国金证券研究所

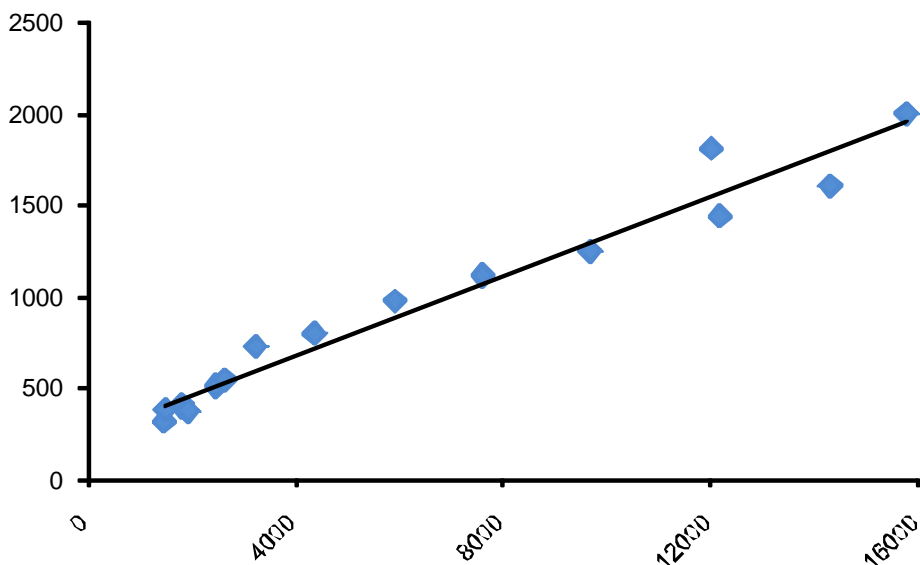
图表8: 我国纸包装仍有提高空间



- 出口包装黄金期已过, 但低速增长仍可维持; 内需拉动将逐渐显现。
- 过去二十年, 我国箱板纸的高速增长的驱动因素主要有两个方面: 一是全球产业转移所带来的包装需求; 二是国内内需市场包装的快速发展。
- 随着全球制造业中心向中国转移, 作为商品包装的纸张生产中心也随之转移到中国。从某种程度上说, 中国箱板纸的高增长是以其它地区的产量下滑为代价, 是此消彼长的过程。因此部分箱板纸虽然是在中国生产, 但真正消费者是欧美等国家。我们认为箱板纸出口包装的黄金期已过, 今后出口包装的需求可能维持相对低速增长。



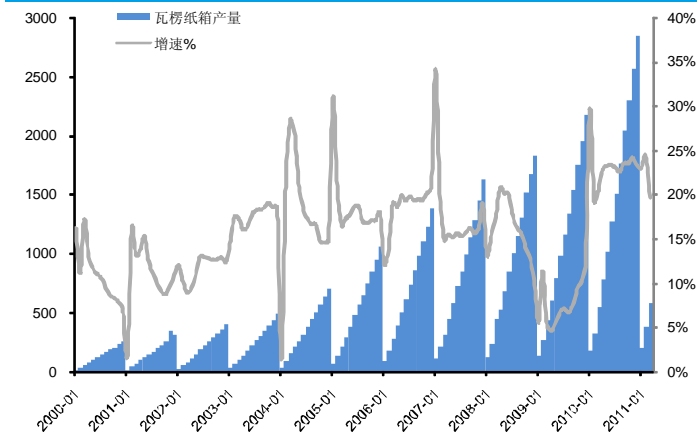
图表9: 箱板纸消费与我国货物出口相关性



来源: 国金证券研究所

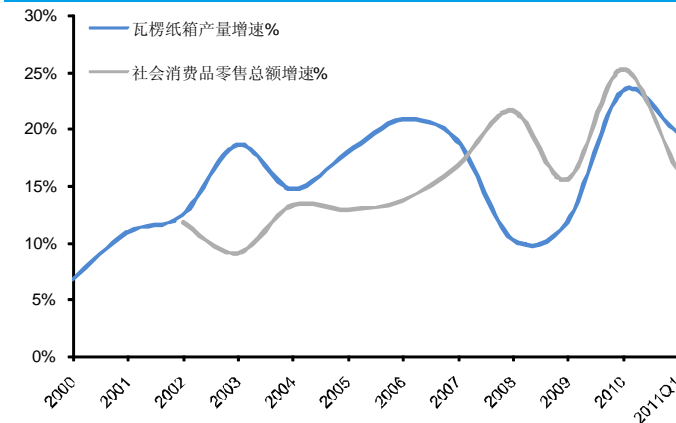
- 金融危机后, 出口转内销的企业大幅增加, 箱板/瓦楞纸消费与内需相关度也明显上升, 我们可以看到在 2008 年后瓦楞纸箱与社会消费品零售总额增速基本一致, 这也说明现阶段推动箱板/瓦楞纸消费增长主要是国内市场需求。
- 我们认为国内市场对箱板/瓦楞纸的需求空间仍非常广阔。随着国内经济逐步转为消费拉动, 下游消费如食品饮料、家用电器、电子、日化等行业依然会保持 10%-15% 左右的增速。因此, 我们预计国内市场对箱板/瓦楞纸的需求增速仍可保持 10% 左右。

图表10: 瓦楞纸箱产量增速维持 15%-20%



来源: 国金证券研究所

图表11: 瓦楞纸箱与社会消费品零售额增速比较



供给, 在淘汰落后产能的背景下, 箱板瓦楞纸产能增速将放缓

- 新增产能集中于大型企业, 市场已经发生分化。
- 在新增产能方面, 据我们对国内 2011-2012 年投产及在建的项目统计: 2011 年箱板纸新增产能 395 万吨、瓦楞纸为 126 万吨; 2012 年箱板纸新增产能 235 万吨、瓦楞纸 150 万吨。
- 从数据看, 我国在建的箱板纸项目主要集中于大型企业, 未来 2 年玖龙、理文投产的纸机规模占箱板纸新增产能近一半, 中小企业新增产能较少, 市场已经发生分化。

**图表12：2011-2012 年国内箱板纸新增产能**

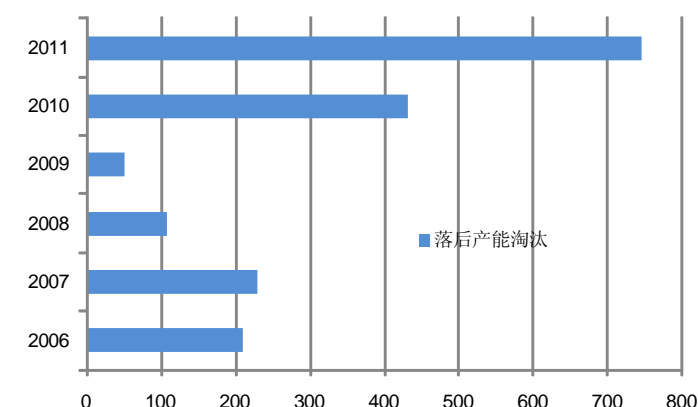
公司	产能	投产时间	幅宽及车速	备注
2011-箱板纸				
玖龙太仓-天津	45	2011Q2		#31
玖龙太仓-天津	45	2011Q2		#32
理文纸业-重庆	45	2011		#16
理文纸业-洪梅	45	2011	7250/1150	#17, METSO设备
理文纸业-洪梅	45	2011	7250/1150	#15, METSO设备
永泰纸业	20	2011Q2		白面牛卡
吉安纸业	50	2011	7.25/1200	#3, 白面牛卡
黑龙江-安庆工业园	10	2011.9		秸秆产纸浆箱板纸
河南恒远纸业	10	2011.4		
江门丰达纸业	15	2011.4		仿牛卡
东莞潢涌纸业	40	2011		2台设备
江苏长丰	25	2011年10月		
合计	395			
2011-瓦楞纸				
山东任丰纸业	10	2011.5		
吉安纸容器	10	2011Q2		
罗山恒远纸业	10	2011.4		
东莞潢涌纸业	40	2011		2台设备
河南龙源纸业	20	2011		三期项目
河北东方纸业	36	2011.7		
合计	126			
2012-箱板纸				
玖龙纸业-衡山	40	2012		#33; METSO设备
玖龙纸业-泉州	35	2012.6		#35; METSO设备
玖龙纸业-泉州	30	2012.6		#36
晨鸣纸业	60	2012		白面牛卡
抚矿集团	30	2012		
福建联盛纸业	40	2012Q1	7.25/1200	metso机器
合计	235			
2012-瓦楞纸纸				
恒立纸业-山东	30	2012		
福建联盛纸业	40	2012Q1	7.25	METSO设备
抚矿集团	30	2012		
河北昌泰纸业	30	2012		高强瓦楞纸
吉林琦祥纸业	20	2012		
合计	150			

来源：国金证券研究所

- 政府于 2006 年开始推行“节能减排政策”大力淘汰落后造纸产能。2006-2010 年我国已淘汰 1000 万吨左右落后造纸产能，按照工信部要求，2011 年我国将淘汰 745 万吨落后造纸产能，占当年纸张总产能 7%左右，如果考虑到一些落后产能几乎没有的子行业（如铜版纸、白卡纸），此次淘汰量占行业总体的 10%左右，显著高于“十一五”期间。

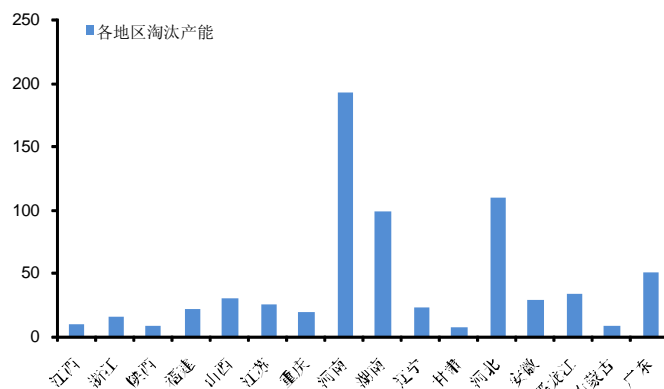


图表13: 落后产能淘汰逐年加码 (万吨)



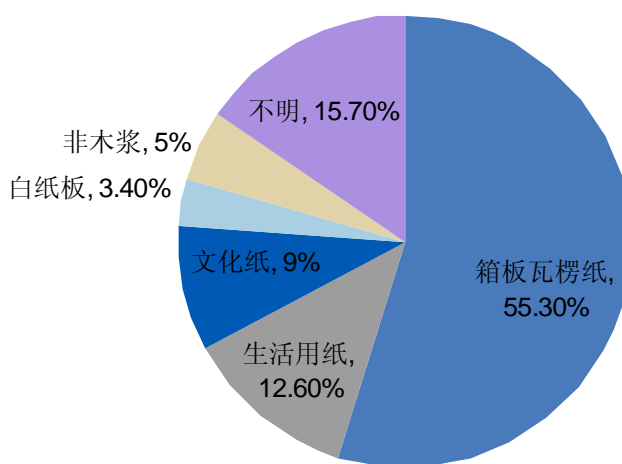
来源: 国金证券研究所

图表14: 河南、河北是2011落后产能淘汰重点区域



- 此次淘汰产能任务为各级政府上报计划，工信部核准汇总而成。为了更好地推动落后产能淘汰工作，财政部、工信部、国家能源局联合颁布了《淘汰落后产能中央财政奖励资金管理办法》，因此我们预计此次落后产能淘汰的执行可能好于以往。
- 根据对各地方政府公布的拟淘汰企业名单分析，2011 年淘汰总产能 745 万吨中，箱板瓦楞纸将占到 55.2%，达 412 万吨，占箱板瓦楞纸总产能 10%左右，因此箱板瓦楞纸将是 2011 年淘汰的最大受益品种。
- 在国家经济转型的大背景下，传统的高耗能、高污染过剩行业淘汰是一个明确的方向。据我们从造纸协会了解：“十二五”期间造纸业落后产能淘汰仍将是重点工作之一，我们预计 2012 年箱板瓦楞纸落后产能淘汰仍有 200 万吨左右。

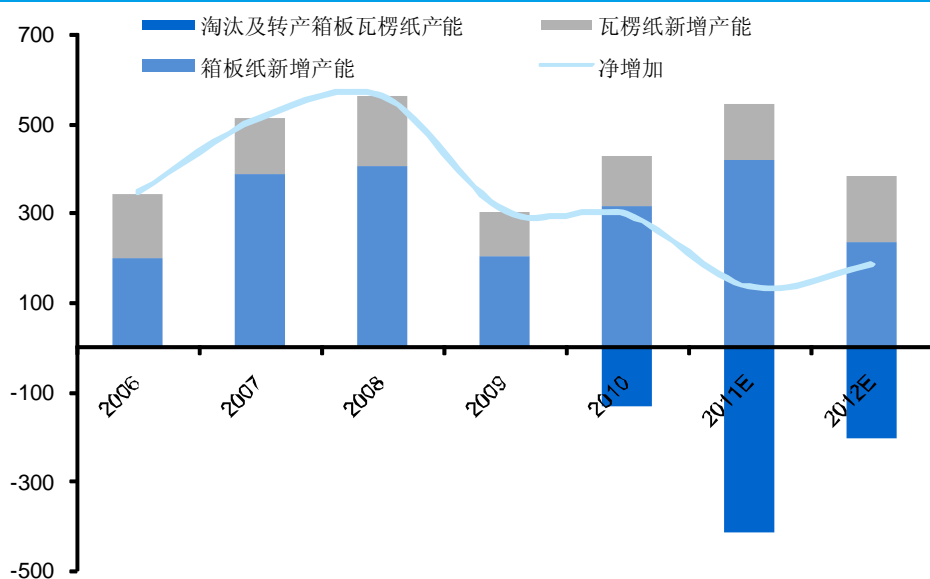
图表15: 箱板瓦楞纸是2011年落后产能淘汰最受益品种 (淘汰子行业比例)



来源: 国金证券研究所

- 供给小结: 2011-2012 年箱板/瓦楞纸年均净增 160 万吨。
- 综合考虑新增产能及落后产能淘汰，2011 年我国箱板/瓦楞纸产能净增加 134 万吨，2012 年净增加 185 万吨，年均增加 160 万吨，产能净增加量与过去几年相比处于低位。

图表16: 箱板纸瓦楞纸净增加产能并不多(万吨)

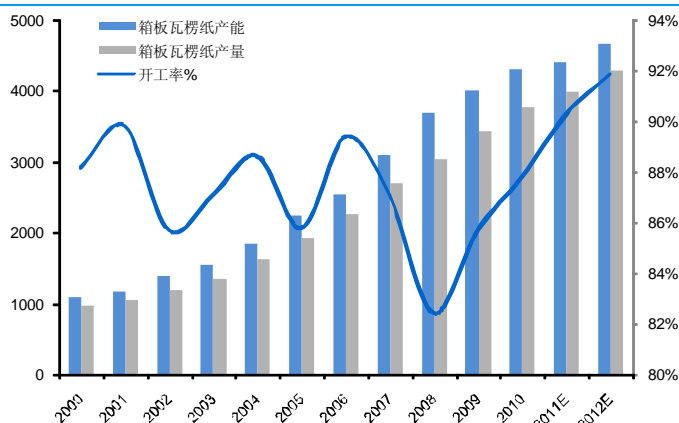


来源: 国金证券研究所

### 箱板纸景气趋势向好

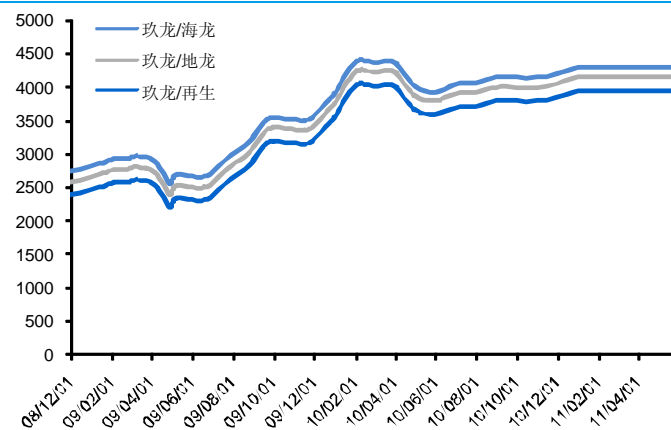
- 根据以上分析, 箱板/瓦楞纸需求年增 350-400 万吨, 增速保持在 8%-10% 左右。而供给则年均净增 160 万吨(考虑落后产能淘汰), 低于需求增加, 因此箱板/瓦楞纸的供求未来 2 年将持续好转, 企业开工将上升。我们预计 2011 年箱板/瓦楞纸行业的开工率将达到 90.3%、2012 年将达到 91.9%。
- 此外, 我们看好箱板/瓦楞纸行业另一个原因是行业集中度提升, 所带来的行业竞争关系的改善。集中度提升后, 龙头企业对市场的控制力度增强, 企业具有较强的能力, 合力转嫁成本。目前玖龙、理文纸业占国内箱板/瓦楞纸总产能的 31% 左右, 前十大企业合计约占行业市场份额的 50% 左右。但在箱板纸子行业, 玖龙、理文合计约占 40% 市场份额。

图表17: 箱板瓦楞纸供需向好



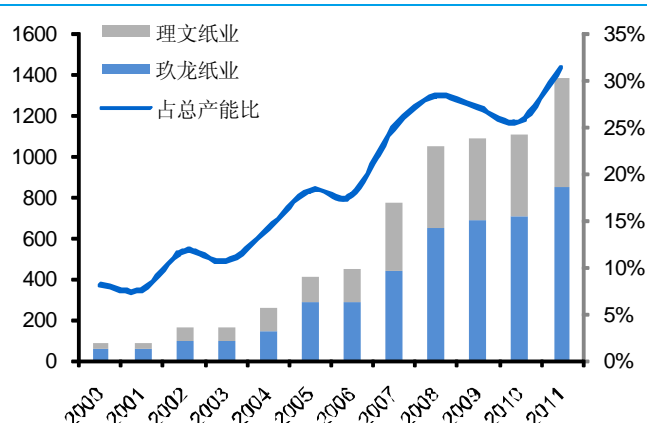
来源: 国金证券研究所

图表19: 箱板纸价格趋于上升

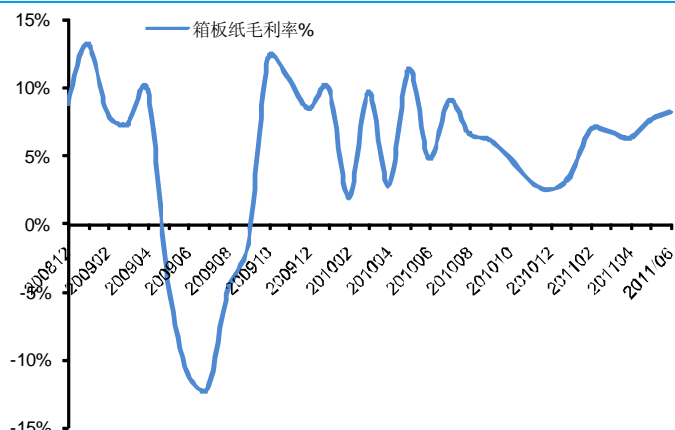


来源: 国金证券研究所

图表18: 国内箱板瓦楞纸市场集中度大幅提升



图表20: 以全进口美废 11#测算的箱板纸毛利率%



## 公司将受益于箱板纸好转

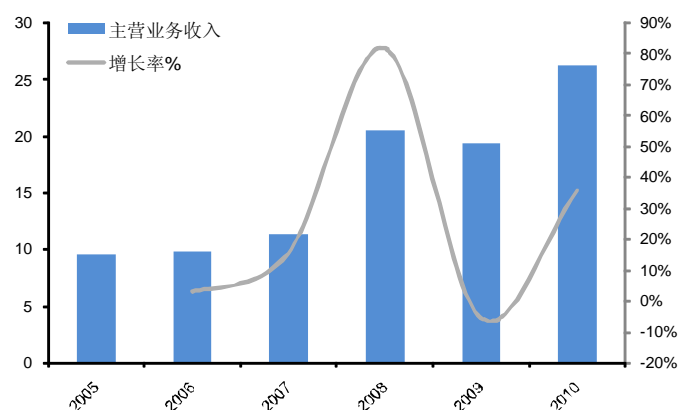
- 公司是华东地区包装纸板龙头企业之一，总产能近 117 万吨（其中箱板纸 69 万吨，白面牛卡纸 25 万吨，瓦楞纸 10 万吨，其它 13 万吨），规模仅次于玖龙纸业-太仓、理文纸业-常熟，在华东地区的市场占有率近 13%。目前公司正在对 10 号机改造，改造后公司总产能将达到 123 万吨。
- 公司主业鲜明，一直致力于为客户提供高质量的工业原纸和业务一体化。其中，原纸销售占公司收入 81% 左右，纸箱业务占 17.5%。
- 公司产品集中于高端市场，大多是 A 级、AA 级箱板纸及白面牛卡纸。

图表21：公司产能及产量预测

品种	产能	技改后产能	2011产量预测	2012产量预测	2013产量预测	备注
箱板纸	19	25	20	25	25	10号机，主要生产卷烟包装用纸箱
箱板纸	45	45	35	45	45	12号机
瓦楞及牛卡线	15	15	12	15	15	13号机，年优质牛卡产量5万吨左右
白面牛卡纸	25	25	16	22	25	15号机
其他	13	13	13	13	13	纱管，灰卡，瓦楞，石膏护面纸等
合计	117	123	96	120	123	

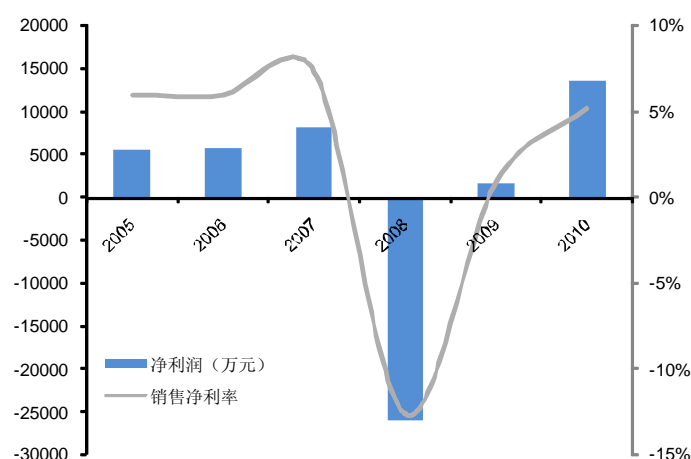
来源：国金证券研究所

图表22：公司主营业务收入（亿元）



来源：国金证券研究所

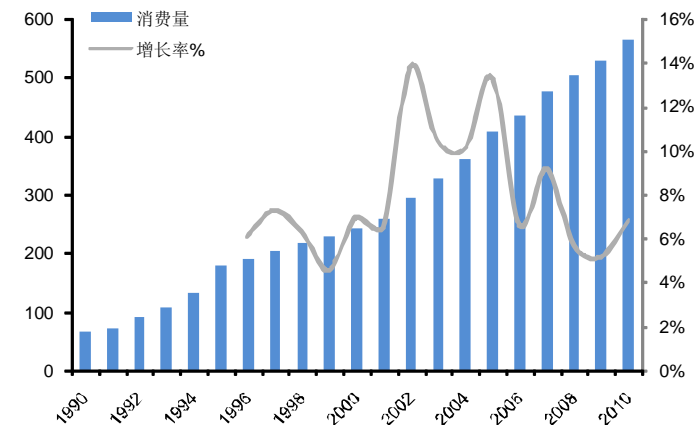
图表23：净利润及销售净利率



## 新的环保生活用纸项目具有较好的前景

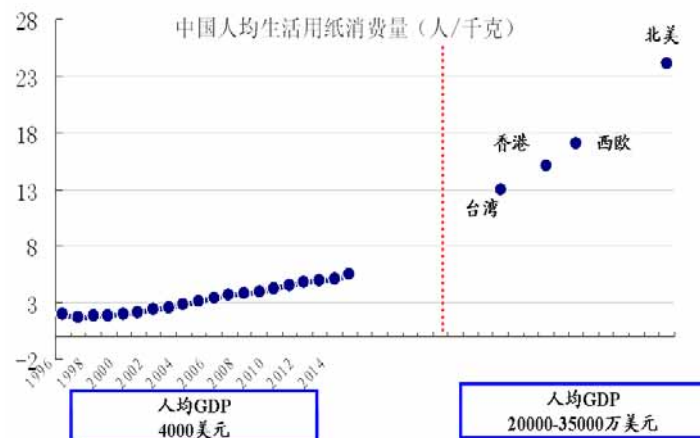
- 生活用纸是纸张行业中稳健发展的一个子行业，2010 年国内消费量为 560 万吨，年增长率保持在 6%-8%。目前我国人均生活用纸消费量 4.2 千克/人，我们认为未来 10-15 年中国大陆人均生活用纸消费量将达到 10 千克/人，与香港、台湾人均消费水平接近，也就是说 2025 年左右我国生活用纸市场容量将达到 1400 万吨左右，较目前增加 840 万吨。

图表24：我国生活用纸消费量（万吨）



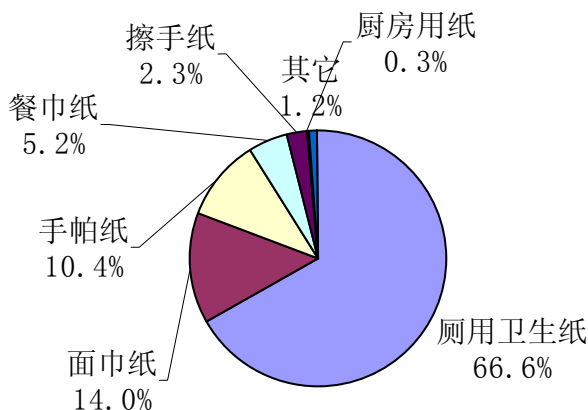
来源：国金证券研究所

图表25：人均生活用纸消费具有较大提高空间



- 我国生活用纸的结构是全木浆型生活用纸占 32%、木浆+非木浆配比制造的生活用纸占 48%、全部非木浆制造生活用纸（主要是草浆等）占 20%。
- 我们报告中所说的环保型生活用纸是指使用废纸制造的生活用纸。虽然环保型生活用纸是欧美及日本等国家广泛使用的生活用纸，占比达 50%以上，但在我国仍属于新生事物，发展历史较短，占比非常小。目前华东地区主要是上海东冠纸业生产全废纸环保型生活用纸，但量不大。
- 我们认为无论是从节约资源的角度，还是从性价比的角度，环保型生活用纸都具有较强的竞争力，消费者对环保型生活用纸的认可度也会越来越高，我们预计未来 10-15 年，环保型生活用纸在国内的市场份额可达到 15%-20%，即 210-280 万吨。

图表26：我国生活用纸消费结构

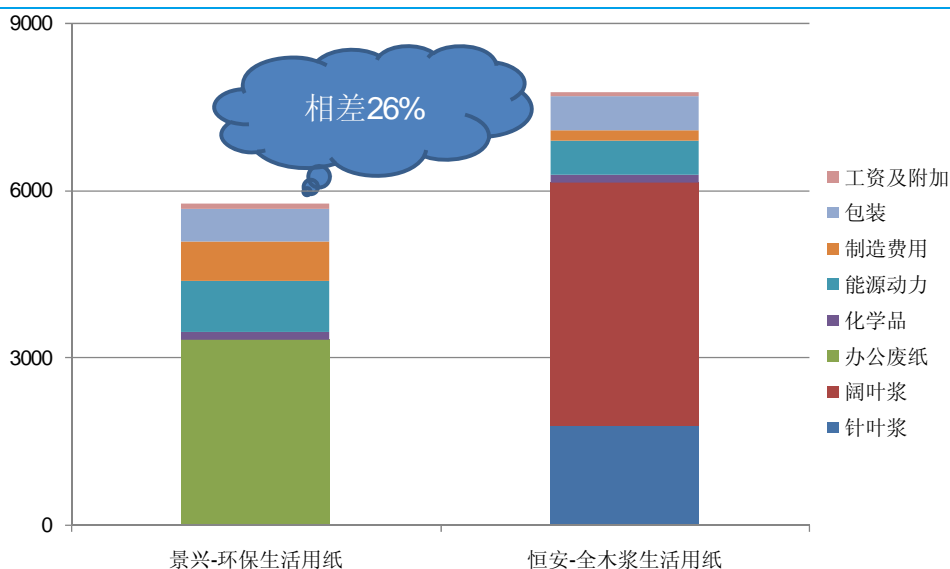


来源：国金证券研究所

- 环保型生活用纸具有明显的成本优势。

- 原料是生活用纸最主要成本，全木浆生活用纸吨纸耗浆达 1.02-1.03 万吨浆，按照目前的木浆价格测算，木浆成本将占到生活用纸总成本的 75%-80%。
- 公司的环保生活用纸采用进口美废 37#及国产办公废纸为原料，按目前废纸价格测算，成本可比恒安、中顺等公司低 20%-30%，成本优势非常明显。而且，我们认为木浆价格在 2011-2012 年将稳步上涨（具体可看报告“未来 2 年浆价持续上涨”，因此公司环保型生活用纸具有非常强的竞争力。

图表27：公司环保型生活用纸成本优势明显



来源：国金证券研究所

- 环保型生活用纸：质量有保证，竞争力强。
  - 来源于日本的技术。公司环保型生活用纸技术引进于日本龙头企业，该公司是日本环保型生活用纸的主要生产商，具有较高的市场占有率，在环保型生活用纸领域具有较强的技术实力。
  - 公司与日本合作方签订了五年排他性合作协议。日本合作方提供环保型生活用纸的生产技术并对公司员工进行培训。依靠日本合作方的技术，公司产环保型生活用纸无论是在抗张强度、柔软度指标上，还是在纸张白度方面，都达到与全木浆产品相接近的水准。

图表28：公司环保型生活用纸主要质量指标

项目		国家标准（卫生纸）	公司产品
抗张强度	优等品	>=3.5	4.7
柔软度	优等品	<=180	49.3
亮度	一等品	>=75	77.5
细菌含量	优等品	<=600	90.33

来源：国金证券研究所

- 公司生活用纸计划销售区域主要集中于华东的上海、浙江、江苏以及安徽等省市。我们测算了目前华东市场生活用纸市场容量，目前仍有 35 万吨左右的需求缺口，公司靠近市场，而且成本相对木浆产品要低，具有明显的竞争优势。

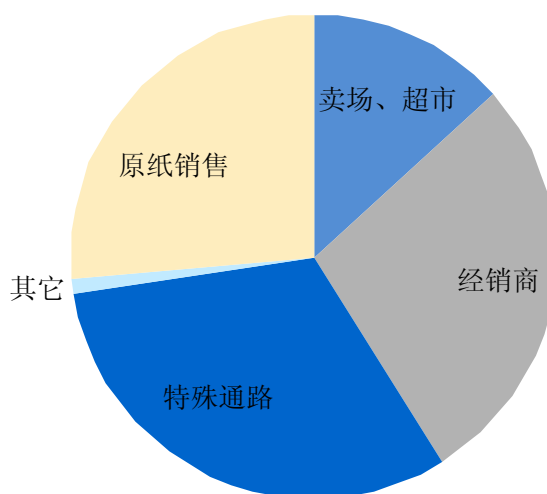
图表29：区域市场容量测算

	上海	江苏	浙江	安徽
常住人口（万人）	2300	7725	5232	6131
人均生活用纸消费量（千克/年）	9	5	5	3
市场容量（万吨/年）	20.7	38.63	26.16	18.4
区域总消费量（万吨）	103.9			
品牌厂商产能（万吨）	东冠华洁 8	APP 26	维达 4	比伦 3
	金佰利 5.7	双灯 6	中顺 3.5	
	潜利纸业 7	永丰余 4		
		王子 2		
区域品牌产能（万吨）	69.2			
区域需求缺口（万吨）	34.7			

来源：国金证券研究所

- 公司销售前期将以大型超市、卖场为主，快速扩大产品的知名度。募项目投产后，则主要发展居家外市场等特殊渠道，如政府机关、高等院校、大型企业等。居家外市场的营销费用比卖场及大型超市低 60%-80%，因此盈利性相对会高。
- 环保型生活用纸符合循环经济的发展理念，无论是政府、还是大型企业认可度会比较高，也有助于公司产品的推广。公司的销售人才主要来自 APP 金红叶、恒安、康师傅等企业，具有多年生活用纸、快销等行业经验，可确保公司产品渠道的迅速拓展。

图表30：公司环保型生活用纸销售渠道



来源：国金证券研究所

图表31：生活用纸不同销售渠道费用

渠道	渠道费用占收入比例	优点	缺点
大型超市、卖场	25%-30%	铺货快，消费接触率高	费用大
经销商	10%-12%	费用较低，可依靠经销商终端网络	品牌影响力弱的产品，经销商要求提成高，忠诚度低
居家外（特殊通路）	5%-10%	费用低	开发难度大，时间长
网络	15%-20%	进入门槛低	促销方案设计难度较高

来源：国金证券研究所



## 转型是公司的方向

- 转型一：环保型生活用纸，该产品本质上是快速消费品。
  - 公司此次增发是生产 6.8 万吨绿色环保再生生活用纸，继续推进公司向消费服务型领域进军战略。与现有企业生产的生活用纸不同的是，环保型生活用纸的原料全部采用废纸（办公废纸），这也是该项目的一大特色。
- 转型二：景特彩业务。
  - 以 2007 年组建浙江景特彩包装有限公司为标志，公司转型的大幕已经拉开，开始由单纯的制造业向服务型业务转型。景特彩业务对公司意义重大，这是公司向下游一体化发展的重要一步，同时亦可消化部分公司箱板纸和瓦楞纸产品，缓解销售压力。
  - 景特彩是采用冷胶覆膜技术生产的彩箱，属于技术创新类产品，在国内处于领先水平，可广泛用于国内高端水果、器械等包装领域，符合行业向中高端发展的趋势，市场空间较大。
  - 虽然该产品推广不甚理想，但我们期待公司获得进展。
- 转型三：创投业务。
  - 公司参股公司——浙江莎普爱思药业主要产品包括滴眼液、大输液及其他普药类产品，核心产品为抗白内障药物莎普爱思，是国家二类新药。2010 年该产品在国内苕达赖氨酸滴眼液产品市场占有率达 92.1%，在全国白内障用药市场占有率 15.9%，排名全国第一。大输液及其他产品：主要包括葡萄糖注射液、氯化钠注射液、乳酸左氧氟沙星氯化钠注射液、甲磺酸帕珠沙星氯化钠注射液等。

## 盈利预测

- 我们测算，公司环保型生活用纸的销售毛利率将达到 35%左右，盈利能力与一线全木浆生活用纸生产企业基本相当或更高。

**图表32：公司环保型生活用纸盈利预测**

	景兴环保型生活用纸盈利预测	中顺2010H1
产品规模(万吨)	6.8	
销售单价(元/吨)	9000	10005
单位成本(元/吨)	5770	7100
销售收入(万元)	61200	
销售成本(万元)	39236	
毛利率	35.89%	29.02%
销售费用(万元)	6591.24	
利润总额(万元)	15372.76	
净利润(万元)	11529.57	
销售净利率	18.84%	

来源：国金证券研究所

- 具体的销售假设详见销售预测表
- 费用假设

**图表33：一些假设**

项 目	2010	2011E	2012E	2013E
营业费用/销售收入	4.16%	4.20%	4.20%	5.50%
管理费用/销售收入	2.74%	2.30%	2.30%	2.30%
投资收益(百万元)	10.07	16.00	22.00	27.00
所得税税率	8.50%	16.00%	20.00%	20.00%

来源：国金证券研究所

图表34: 销售预测表

项 目	2010	2011E	2012E	2013E
<b>牛皮箱板纸</b>				
平均售价 (元/吨)	3,155.97	3,280.00	3,300.00	3,300.00
增长率 (YOY)		3.93%	0.61%	0.00%
销售数量 (千吨)	566.92	660.00	830.00	850.00
增长率 (YOY)		16.42%	25.76%	2.41%
销售收入 (百万元)	1,789.18	2,164.80	2,739.00	2,805.00
增长率 (YOY)	42.94%	20.99%	26.52%	2.41%
毛利率	15.97%	15.50%	16.00%	16.00%
销售成本 (百万元)	1,503.45	1,829.26	2,300.76	2,356.20
增长率 (YOY)	42.28%	21.67%	25.78%	2.41%
毛利 (百万元)	285.73	335.54	438.24	448.80
增长率 (YOY)	46.52%	17.43%	30.61%	2.41%
占总销售额比重	68.05%	58.72%	59.37%	51.07%
占主营业务利润比重	72.31%	58.83%	61.47%	47.69%
<b>白面牛卡</b>				
平均售价 (元/吨)	3,753.84	3,800.00	3,900.00	3,900.00
增长率 (YOY)		1.23%	2.63%	0.00%
销售数量 (千吨)	20.97	130.00	180.00	220.00
增长率 (YOY)		519.93%	38.46%	22.22%
销售收入 (百万元)	78.72	494.00	702.00	858.00
增长率 (YOY)	13.36%	527.56%	42.11%	22.22%
毛利率	15.64%	15.95%	16.00%	16.00%
销售成本 (百万元)	66.41	415.21	589.68	720.72
增长率 (YOY)	7.92%	525.25%	42.02%	22.22%
毛利 (百万元)	12.31	78.79	112.32	137.28
增长率 (YOY)	55.66%	540.00%	42.55%	22.22%
占总销售额比重	2.99%	13.40%	15.22%	15.62%
占主营业务利润比重	3.12%	13.81%	15.75%	14.59%
<b>高强瓦楞纸</b>				
平均售价 (元/吨)	2,556.89	2,860.00	2,900.00	2,900.00
增长率 (YOY)	31.12%	11.85%	1.40%	0.00%
销售数量 (千吨)	60.40	64.00	35.00	35.00
增长率 (YOY)	-35.74%	5.95%	-45.31%	0.00%
销售收入 (百万元)	154.45	183.04	101.50	101.50
增长率 (YOY)	-15.74%	18.51%	-44.55%	0.00%
毛利率	13.66%	16.00%	15.00%	15.00%
销售成本 (百万元)	133.35	153.75	86.28	86.28
增长率 (YOY)	-22.63%	15.30%	-43.89%	0.00%
毛利 (百万元)	21.10	29.29	15.23	15.23
增长率 (YOY)	92.79%	38.82%	-48.01%	0.00%
占总销售额比重	5.87%	4.96%	2.20%	1.85%
占主营业务利润比重	5.34%	5.13%	2.14%	1.62%
<b>纸箱</b>				
平均售价 (元/平米)	2.80	2.90	3.00	3.00
增长率 (YOY)		3.42%	3.45%	0.00%
销售数量 (万平米)	15,021.00	21,000.00	26,000.00	30,000.00
增长率 (YOY)		39.80%	23.81%	15.38%
销售收入 (百万元)	421.19	609.00	780.00	900.00
增长率 (YOY)	33.38%	44.59%	28.08%	15.38%
毛利率	7.10%	8.52%	9.00%	9.00%
销售成本 (百万元)	391.28	557.11	709.80	819.00
增长率 (YOY)	35.65%	42.38%	27.41%	15.38%
毛利 (百万元)	29.90	51.89	70.20	81.00
增长率 (YOY)	9.48%	73.51%	35.29%	15.38%
占总销售额比重	16.02%	16.52%	16.91%	16.39%
占主营业务利润比重	7.57%	9.10%	9.85%	8.61%
<b>其他纸</b>				
平均售价 (元/吨)	2,422.76	2,870.00	2,900.00	2,900.00
增长率 (YOY)		18.46%	1.05%	0.00%
销售数量 (千吨)	64.50	70.00	90.00	120.00
增长率 (YOY)		8.53%	28.57%	33.33%
销售收入 (百万元)	156.27	200.90	261.00	348.00
增长率 (YOY)	56.97%	28.56%	29.92%	33.33%
毛利率	26.94%	35.00%	28.00%	28.00%
销售成本 (百万元)	114.17	130.59	187.92	250.56
增长率 (YOY)	30.58%	14.38%	43.91%	33.33%
毛利 (百万元)	42.10	70.32	73.08	97.44
增长率 (YOY)	247.48%	67.02%	3.93%	33.33%
占总销售额比重	5.94%	5.45%	5.66%	6.34%
占主营业务利润比重	10.65%	12.33%	10.25%	10.35%
<b>生活用纸</b>				
平均售价 (元/吨)				9,000.00
销售数量 (千吨)				50.00
销售收入 (百万元)				450.00
毛利率				35.00%
销售成本 (百万元)				292.50
毛利 (百万元)				157.50
占总销售额比重				8.19%
占主营业务利润比重				16.73%
销售总收入 (百万元)	2629.11	3686.74	4613.50	5492.50
销售总成本 (百万元)	2233.96	3116.36	3900.54	4551.36
毛利 (百万元)	395.15	570.38	712.97	941.15
平均毛利率	15.03%	15.47%	15.45%	17.14%

来源: 国金证券研究所

- 我们测算公司 2011-2013 年净利润分别为 182、237、306 百万元，EPS 为 0.464、0.604、0.779 元。假设公司增发 1.6 亿股，对应的 EPS 分别为 0.33、0.43、0.55 元。考虑到主业的转好、未来新产品良好的前景以及股权投资未来可能带来的收益，我们给予公司“买入”评级，目标价 8.6 元，相当于 2012 年 20 倍 PE。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	2,055	1,936	2,629	3,687	4,614	5,493
增长率		-5.8%	35.8%	40.2%	25.1%	19.1%
主营业务成本	-1,904	-1,680	-2,234	-3,116	-3,901	-4,551
%销售收入	92.7%	86.8%	85.0%	84.5%	84.5%	82.9%
毛利	151	256	395	570	713	941
%销售收入	7.3%	13.2%	15.0%	15.5%	15.5%	17.1%
营业税金及附加	-5	-3	-3	-6	-7	-8
%销售收入	0.3%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-103	-96	-109	-155	-194	-302
%销售收入	5.0%	4.9%	4.2%	4.2%	4.2%	5.5%
管理费用	-83	-63	-72	-85	-106	-126
%销售收入	4.0%	3.3%	2.7%	2.3%	2.3%	2.3%
息税前利润 (EBIT)	-40	95	211	325	406	504
%销售收入	n.a	4.9%	8.0%	8.8%	8.8%	9.2%
财务费用	-119	-82	-96	-103	-94	-97
%销售收入	5.8%	4.2%	3.7%	2.8%	2.0%	1.8%
资产减值损失	-97	-6	-3	-4	-5	-6
公允价值变动收益	0	0	-1	0	0	0
投资收益	0	0	10	16	22	27
%税前利润	n.a	1.2%	6.8%	6.8%	6.7%	6.3%
营业利润	-257	7	121	234	329	428
营业利润率	n.a	0.4%	4.6%	6.4%	7.1%	7.8%
营业外收支	3	11	28	0	0	0
税前利润	-254	18	149	234	329	428
利润率	n.a	0.9%	5.7%	6.4%	7.1%	7.8%
所得税	-5	0	-13	-37	-66	-86
所得税率	n.a	0.3%	8.5%	16.0%	20.0%	20.0%
净利润	-259	18	136	197	263	343
少数股东损益	-51	-14	12	15	26	37
归属于母公司的净利润	-208	32	124	182	237	306
净利率	n.a	1.6%	4.7%	4.9%	5.1%	5.6%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	-259	18	136	197	263	343
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	226	140	147	172	179	206
非经营收益	122	100	99	99	85	77
营运资金变动	-97	34	-338	-161	-276	-258
经营活动现金净流	-8	292	45	308	251	368
资本开支	-353	-385	-362	-135	-850	-70
投资	-28	-14	-11	0	0	0
其他	-46	46	0	16	22	27
投资活动现金净流	-428	-352	-373	-119	-828	-43
股权募资	6	66	0	908	0	0
债权募资	369	-273	340	-474	84	-171
其他	-133	-98	-118	-116	-107	-104
筹资活动现金净流	242	-305	222	318	-23	-275
现金净流量	-194	-365	-105	507	-600	50

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	870	463	393	900	300	350
应收款项	599	580	863	1,094	1,370	1,630
存货	285	278	440	495	620	723
其他流动资产	61	50	61	84	105	123
流动资产	1,815	1,370	1,757	2,574	2,395	2,827
%总资产	45.3%	36.1%	40.0%	49.7%	42.2%	47.3%
长期投资	17	16	50	50	50	50
固定资产	2,025	2,248	2,432	2,402	3,081	2,953
%总资产	50.6%	59.3%	55.3%	46.4%	54.3%	49.4%
无形资产	145	157	157	152	150	147
非流动资产	2,188	2,421	2,640	2,607	3,283	3,153
%总资产	54.7%	63.9%	60.0%	50.3%	57.8%	52.7%
资产总计	4,003	3,791	4,398	5,181	5,678	5,979
短期借款	1,451	1,354	1,810	1,337	1,420	1,249
应付款项	296	290	444	562	703	824
其他流动负债	11	6	-15	16	20	23
流动负债	1,759	1,651	2,239	1,914	2,143	2,095
长期贷款	528	352	236	236	236	237
其他长期负债	2	2	1	0	0	0
负债	2,289	2,005	2,476	2,150	2,379	2,332
普通股股东权益	1,686	1,712	1,838	2,928	3,165	3,470
少数股东权益	28	73	84	99	125	162
负债股东权益合计	4,003	3,791	4,398	5,177	5,669	5,964

**比率分析**

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	-0.531	0.081	0.316	0.464	0.604	0.779
每股净资产	4.301	4.368	4.688	5.304	5.733	6.286
每股经营现金净流	-0.021	0.746	0.115	0.558	0.455	0.667
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	-12.34%	1.86%	6.74%	6.21%	7.49%	8.80%
总资产收益率	-5.20%	0.84%	2.82%	3.51%	4.18%	5.12%
投入资本收益率	-1.11%	2.71%	4.86%	5.94%	6.57%	7.89%
增长率						
主营业务收入增长率	81.78%	-5.75%	35.77%	40.22%	25.14%	19.05%
EBIT增长率	N/A	-335.24%	122.05%	54.26%	24.89%	24.21%
净利润增长率	N/A	N/A	288.45%	46.82%	30.29%	28.95%
总资产增长率	9.22%	-5.29%	16.00%	17.80%	9.59%	5.31%
资产管理能力						
应收账款周转天数	72.3	80.4	74.1	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	52.6	61.2	58.6	58.0	58.0	58.0
应付账款周转天数	26.4	40.0	36.6	36.0	36.0	36.0
固定资产周转天数	311.4	327.2	333.2	231.1	179.1	195.1
偿债能力						
净负债/股东权益	64.72%	69.64%	85.96%	22.21%	41.22%	31.25%
EBIT利息保障倍数	-0.3	1.2	2.2	3.2	4.3	5.2
资产负债率	57.19%	52.89%	56.29%	41.53%	41.96%	39.09%

来源：公司年报、国金证券研究所

### 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	0	0
买入	0	0	2	3	5
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	2.00	2.00	2.00

来源：朝阳永续

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

### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

### 优化市盈率计算的说明：

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。

### 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。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券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，国金证券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。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹  
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号  
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号  
金中环商务大厦 921 室