

# 公司产能集中投放及行业减速导致业绩下滑

2012年3月29日

中性/首次

晨鸣纸业

财报点评

## ——晨鸣纸业（000488）2011年度财报点评

王明德

分析师

执业证书编号：S1480511100001

联系人：孙玉姣

010-6655 4090

邮箱：sunyj@dxzq.net.cn

### 事件：

公司3月29日公布2011年报，营业收入177.48亿元，同比增长3.16%；营业利润3.76亿元，同比下降73.7%；归属于上市公司股东的净利润6.08亿元，同比下降47.7%；基本每股收益0.29元。

### 公司分季度财务指标

指标	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4
营业收入（百万元）	3917.44	4259.20	4343.25	4683.23	4215.78	4701.68	4427.24	4402.79
增长率（%）	36.28%	12.06%	5.41%	14.53%	7.62%	10.39%	1.93%	-5.99%
毛利率（%）	19.80%	23.58%	18.79%	19.72%	17.85%	16.64%	15.32%	13.71%
期间费用率（%）	12.10%	11.99%	11.41%	10.64%	12.03%	11.83%	12.77%	17.05%
营业利润率（%）	7.15%	11.67%	6.41%	8.07%	5.40%	5.23%	2.76%	-5.00%
净利润（百万元）	263.70	432.37	252.44	353.14	252.57	244.25	141.75	-49.84
增长率（%）	4794.06%	139.24%	-27.05%	-16.27%	-4.22%	-43.51%	-43.85%	-114.11%
每股盈利（季度，元）	0.115	0.179	0.112	0.157	0.114	0.120	0.072	-0.012
资产负债率（%）	49.47%	49.39%	51.63%	56.50%	58.68%	61.76%	64.52%	67.15%
净资产收益率（%）	1.76%	2.94%	1.69%	2.31%	1.63%	1.62%	0.93%	-0.33%
总资产收益率（%）	0.89%	1.49%	0.82%	1.01%	0.67%	0.62%	0.33%	-0.11%

### 评论：

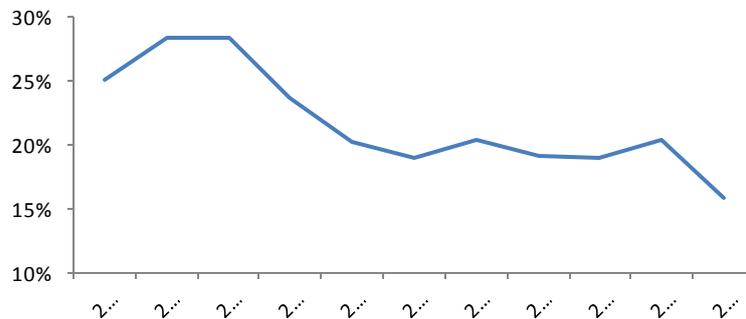
- 逆势产能集中投放以及行业减速导致利润率下滑。2011年为公司前期大幅扩张而导致产能集中投放的一年，80万吨低定量铜版纸项目、45万吨高档文化纸项目以及湛江70万吨漂白硫酸盐木浆项目均在年中相继试产及投产；机制纸总产能较2010年增长38%，木浆总产能较2010年增长27%。全年固定资产增加100多亿，增幅达50%，从在下半年开始计提折旧，计算成本。而2011全年机制纸需求减速，行业景气度持续下行；行业内产能的投放加剧了结构性过剩。在此背景下，公司新增产能尚不能完全达产，较低的开工率进一步导致毛利率走低。公司机制纸全年毛利率为15.09%；较2010年降低5.18个百分点。四季度单季毛利率为8.6%，较2009年一季度9.64%的低点还低一个百分点。四季度单季营业利润为-2.2亿元，净利润为-4984元。

表 1: 公司产能及新建项目

	机制纸	木浆
2010 年产能	约 330 万吨	约 260 万吨
2011 投产项目	80 万吨低定量铜版纸	
	45 万吨高档文化纸	
		70 万吨漂白硫酸盐木浆
2011 年产能增幅	38%	27%
2012 年投产项目	60 万吨高档涂布白牛卡纸	
2012 年产能增幅	13%	

资料来源: 东兴证券

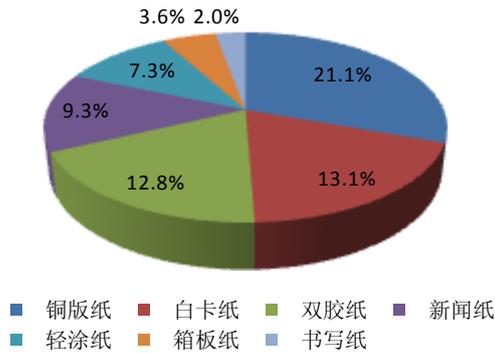
图 1: 公司毛利率走势



资料来源: 公司公告

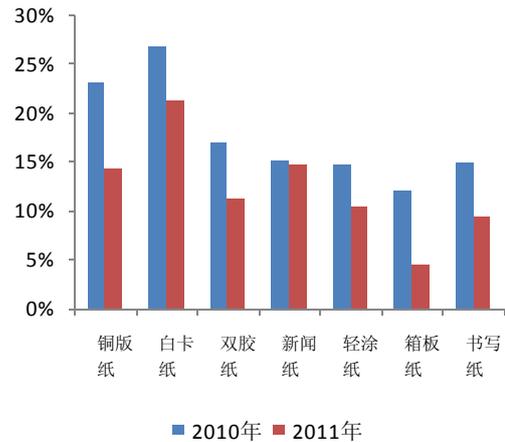
- 细分纸种盈利均有下滑，白卡纸毛利率依旧最高。白卡纸用于食品饮料、烟类、电器等下游中高档消费品的包装，需求仍旧较为旺盛，而供给面未有大规模的产能投放；景气度相对较高。毛利率为21.4%。铜版纸2011年遭遇行业产能大规模集中投放，全年新增产能占比为37%，供求关系失衡，全行业四季度亏损。公司铜版纸毛利为14.4%；较去年同期下滑8.8个百分点；创历史新低。双胶纸、新闻纸、轻涂纸等均有下滑。

**图 2：公司营业收入构成**



资料来源：公司公告

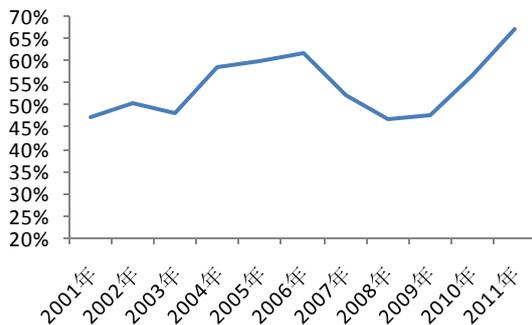
**图 3：各细分产品毛利率（2010-2011）**



资料来源：公司公告

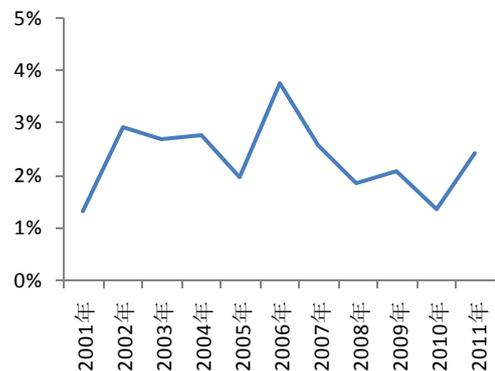
➤ 财务费用略有上升，销售费用和管理费用保持相对稳定。公司近3年来快速扩张，对资金需求增加，除了增发募集资金外，还需增加债务。2011年末，公司资产负债率达到67.15%；创历史新高。相应的，财务费用率全年达到2.43%；较2010年增加1.07个百分点。销售费用率和管理费用率分别为5.26%和5.72%；保持稳定。

**图 4：资产负债率**



资料来源：公司公告

**图 5：财务费用率**



资料来源：公司公告

**业务展望：**

中长期我们坚定看好行业龙头的发展，在国家大力淘汰落后产能的同时，龙头优势企业通过收购和自建产能来提高市场占有率。公司在扩大产能的同时，积极推进林浆纸一体化的发展模式。未来3-5年，公司的市场地位将得到进一步提升。

但短期来看，公司2011-2012年的产能扩张力度较大，且扩产品种均为供给相对过剩的铜版纸、白卡纸和文化用纸。在行业景气度未有明显上升的情况下，过快的扩张导致资本消耗过大，产能利用率低导致固定资产折

旧成本高企。另外，公司资产负债率创历史新高，达到67.15%，预计财务费用会进一步上升，侵蚀利润。公司的盈利拐点尚待进一步确认。

### 盈利预测

我们预测 2012 年-2014 年营业收入为 200 亿元、230 亿元和 262 亿元；同比增长 12.7%；15.0%和 13.9%；归属于上市公司股东的净利润为 7.59 亿元、9.81 亿元和 12.84 亿元。每股收益为 0.37 元、0.48 元和 0.62 元。

### 投资建议：

短期内，公司产能扩张力度较大。在行业景气度未有明显上升及结构性产能过剩的背景下，过快的扩张导致资本消耗过大，产能利用率低导致固定资产折旧成本高企。公司的盈利拐点尚待进一步确认。目前股价对应 2012-2013 年的 PE 分别为 13.43 倍、10.35 倍。暂时给予公司“中性”的投资评级。

表 2：盈利预测和估值

万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	17,203.12	17,747.49	20,000.00	23,000.00	26,200.00
(+/-)%	15.58%	3.16%	12.69%	15.00%	13.91%
经营利润（EBIT）（百万元）	1,433.75	376.0	639.74	1,004.89	1,422.59
(+/-)%		-73.7%	70.12%	57.08%	41.57%
净利润（百万元）	1,163.34	608.27	759.43	981.16	1,283.70
(+/-)%	39.16%	-47.71%	24.85%	29.20%	30.84%
每股净收益（元）		0.29	0.37	0.48	0.62

资料来源：东兴证券

## 分析师简介

---

### 王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

## 联系人简介

---

### 孙玉姣

南开大学理学学士、金融学硕士，2007-2011年在保险资产管理公司从事消费行业研究。2011年加盟东兴证券研究所，轻工、造纸行业高级研究员。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。