

**2014年01月21日**
**张露**
**zhanglu@e-capital.com.cn**

A股目标价(元)	5.6
B股目标价(港元)	4.5
H股目标价(港元)	4

**公司基本资讯**

产业别	轻工制造		
A股股价(2014/01/20)	4.26		
深证成指(2014/01/20)	7524.33		
股价12个月高/低	5.09/3.53		
总发行股数(百万)	1975.47		
A股数(百万)	1103.94		
A市值(亿元)	84.16		
主要股东	香港中央结算代理人有限公司(19.73%)		
每股净值(元)	6.90		
股价/账面净值	0.62		
一个月	三个月	一年	
股价涨跌(%)	-7.2	-7.0	2.7

**近期评等**

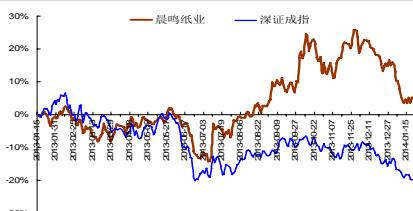
出刊日期	前日收盘	评等
2013-7-11	3.93	买入
2013-8-2	3.89	买入
2013-10-15	5.01	买入

**产品组合**

机制纸	92.07%
电力热力	3.72%

**机构投资者占流通A股比例**

基金	3.9%
一般法人	26.5%

**股价相对大盘走势**


年度截止 12月31日		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1163	608	221	704	778	887
同比增减	%	39.16%	-47.71%	-63.66%	218.65%	10.52%	13.94%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.564	0.295	0.107	0.357	0.394	0.449
同比增减	%	39.16%	-47.71%	-63.66%	232.61%	10.52%	13.94%
A股市盈率(P/E)	X	7.6	14.4	39.7	11.9	10.8	9.5
B股市盈率(P/E)	X	5.2	9.9	27.3	8.2	7.4	6.5
H股市盈率(P/E)	X	4.2	8.1	22.2	6.7	6.0	5.3
股利 (DPS)	RMB 元	0.3	0.3	0.15	0.06	0.06	0.06
A股股息率 (Yield)	%	7.04%	7.04%	3.52%	1.41%	1.41%	1.41%
B股股息率 (Yield)	%	10.25%	10.25%	5.12%	2.05%	2.05%	2.05%
H股股息率 (Yield)	%	12.62%	12.62%	6.31%	2.52%	2.52%	2.52%

**晨鸣纸业**
**(000488.SZ&200488.SZ&1812HK)**
**BUY (买入)**
**集中发展优势业务，全年利润大幅提升**
**结论与建议：**

公司梳理经营且新产能释放使得2013年利润实现大幅增长，未来借助小企业淘汰及以及更严格的环保政策时机扩大市场份额，预计业绩持续向好，维持买入的投资建议。

- 2013年业绩：**公司今日公布业绩预告，2013年净利润YOY增长217%-230%，净利润7-7.29亿元，基本符合我们的预期。4Q单季利润约为1.7-1.99亿元，YOY增长94%-127%。我们预计公司主业的利润约为3.5亿元，好于去年同期的亏损4亿元。
- 利润增长原因：**利润的大幅原因是产品销量同比增加，尤其是湛江晨鸣项目100万吨浆和80万吨铜版纸产能释放带来销售收入增加及毛利提高，此外发行债券替代利息较高的贷款以及人民币升值影响使得财务费用同比下降。
- 梳理主营业务：**公司前期下属子公司较多，产品线长，在行业产能过剩情况下经营效率不高。2011-2013年公司先后出售和关闭了赤壁、咸宁、海拉尔、鄂城板材、齐河、山东新力热电、延边、上海润晨投资公司等规模小、盈利能力不强或非核心业务子公司。目前经营主要集中在位于山东寿光的集团总部、广东湛江（二期在建18万吨纸杯原纸和19万吨高档文化纸产能，加上后续项目完成后浆和纸产能分别为100和200万吨），并对吉林晨鸣、武汉晨鸣搬迁并升级改造、在江西晨鸣新建35万吨包装纸，黄冈晨鸣新建324万亩林地和30万吨针叶木浆项目，形成山东寿光、广东湛江、湖北武汉、吉林和江西5个主要生产基地，覆盖人口密集的国内中东部地区，成品纸产能由400万吨扩充至600万吨，行业市占率将达5.5%，且主要向中高档产品发展，将使得公司集中力量扩大优势业务，预计未来业绩持续向好。
- 盈利预测：**扩建专案预计将在2015下半年开始陆续产生效益，武汉地产业务1.7亿元利润在2014-2016年集中入账。预计公司2013-2015年将实现净利润7.04、7.78和8.87亿元，YOY分别同比增长218.6%、10.5%和13.9%，对应的EPS为0.357、0.394和0.449元，目前股价对应的A股PE为11.9、10.8和9.5倍，B股对应PE为8.2、7.4和6.5倍，H股6.7、6和5.3倍，PB分别为0.63、0.55和0.38倍，均维持买入的投资建议。

**接续下页.....**

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER  $\geq$  30%) ; 买入 Buy (30%  $>$  ER  $\geq$  10%)

中性 Neutral (10%  $>$  ER  $>$  -10%)

卖出 Sell (-30%  $<$  ER  $\leq$  -10%) ; 强力卖出 Strong Sell (ER  $\leq$  -30%)

#### 附一: 合并损益表

百万元	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业额	17,203	17,747	19,762	19,849	20,246	22,271
经营成本	13,683	14,931	16,694	16,151	16,323	17,995
主营业务利润	3,490	2,741	2,989	3,613	3,832	4,187
销售费用	874	933	1,144	1,152	1,209	1,336
管理费用	871	1,014	1,110	1,200	1,216	1,292
财务费用	233	432	1,093	934	855	891
营业利润	1,434	376	-416	381	592	728
补贴收入	179	365	422	502	320	300
税前利润	1,562	699	-16	816	892	1,008
所得税	261	110	-63	147	134	151
少数股东损益	138	-20	-174	-36	-20	-30
净利润	1,163	608	221	704	778	887

#### 附二: 合并资产负债表

百万元	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	1,952	3,530	4,456	5,458	5,776	6,196
存货净额	3,047	5,586	4,413	4,633	4,865	5,108
应收帐款净额	2,123	2,886	3,603	3,783	3,972	4,171
流动资产合计	11,584	17,236	19,048	20,874	21,613	22,475
长期投资净额	67	77	357	392	432	475
固定资产合计	20,754	25,359	25,056	27,562	28,940	30,387
无形资产及其他资产合计	1,636	1,710	1,601	1,761	1,938	2,131
资产总计	35,077	45,631	47,725	50,197	52,491	54,993
流动负债合计	12,662	19,919	19,989	21,499	22,706	23,979
长期负债合计	7,155	10,724	13,391	14,061	14,764	15,502
负债合计	19,817	30,643	33,380	35,560	37,470	39,481
少数股东权益	1,724	1,459	586	568	558	543
股东权益合计	13,536	13,529	14,345	14,637	15,021	15,512
负债和股东权益总计	35,077	45,631	47,725	50,197	52,491	54,993

#### 附三: 合并现金流量表

百万元	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动产生的现金流量净额	850	-437	1,957	2,250	2,588	2,976
投资活动产生的现金流量净额	-6,385	-4,275	-2,646	-2,117	-2,964	-3,112
筹资活动产生的现金流量净额	5,032	5,185	723	868	694	555
现金及现金等价物净增加额	-503	472	27	1,001	319	420

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证券持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证券。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。