

2010年4月15日

刘荟
liuhui@e-capital.com.cn
目标价(元) 9.50

公司基本信息

产业别	造纸
A 股价 (10/04/14)	9.10
深圳成份指数 (10/04/14)	12557.70
股价 12 个月高/低	10.53 / 7.00
总发行股数 (百万)	2062.05
A 股数 (百万)	809.98
A 市值 (亿元)	73.71
主要股东	香港中央结算代理有限公司 (18.90%)
每股净值 (元)	6.30
股价/账面净值	1.44
	一个月 三个月 一年
股价涨跌 (%)	10.44 3.53 15.63

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2010-1-28	8.12	持有

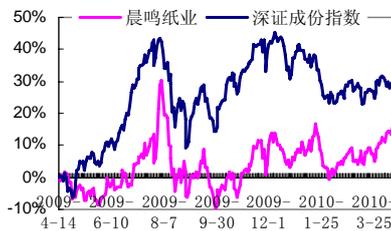
产品组合

铜版纸	20.74%
白卡纸	12.63%
双胶纸	14.12%
新闻纸	11.97%
轻涂纸	10.75%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	18.65%
QFII	2.04%

股价相对大盘走势



晨鸣纸业(000488&200488.SZ)

Hold 持有

2010 年成本压力仍然较大

结论与建议:

公司 09 年净利润同比下降 22%，考虑到 09 年 1Q 基期较低，2010 年 1Q 的净利润增速将达到 30 倍以上(1Q EPS 约 0.141)，有望在短期内推动公司股价。但是从中长期看，造纸行业产能过剩的状况并没有改变，成本向下游传导的能力较弱，给予 A、B 股持有的投资建议。

- 09 年公司实现营业收入 148.85 亿元，同比下降 4.15%；实现归属于上市公司股东的净利润 8.36 亿元，同比下降 22.26%，实现每股收益 0.41 元，基本符合我们的预期。公司计划按每 10 股派发现金股利 3 元。
- 公司净利润出现较大幅度的下降，主要是受金融危机的影响，各种纸品价格在 08 年底和 09 年初出现较大下降，自 2Q 以来已经逐季好转。
- 公司自有纸浆生产能力近 250 万吨，可以满足公司 70%的纸浆需求，原料主要为进口废纸和木材。我们预计 2010 年美废的全年均价在 250 美元/吨，与 09 年平均 165 美元/吨的价格相比，同比增长 50%，成本压力仍然较大。而木材的下游需求还来自建材行业，所以价格情况与废纸相比相对平稳，对公司业绩形成一定支撑。
- 受成本推动，产品价格也有所上涨，预计 2010 年公司主要产品的平均价格将同比增长 30%，增幅明显小于进口废纸，主要是行业产能过剩情况仍然严重，成本向下游传导的能力较弱。
- 公司新增项目将在 2011 年 5 月投产，2010 年将不会有新增产能释放，考虑到 09 年 1Q 基期较低，在行业景气回升的背景下，2010 年 1Q 的盈利状况将基本保持在 09 年 4Q 的水平，预计公司 2010 年 1Q 的净利润增速将达到 30 倍以上，有望在短期内推动公司股价。
- 但是从长期看，我们认为造纸行业产能过剩的状况并没有改变，在原料浆价格波动的情况下，成本压力向下游传导的话语权不足，也是造成公司业绩大幅波动的主要原因。
- 预计公司 2010、2011 年将分别实现净利润 11.34 亿元和 12.96 亿元，同比分别增长 35.69%和 14.29%。目前股价对应的 A 股 2010、2011 年的 PE 分别为 16.5 倍和 14.5 倍；B 股 2010、2011 年的 PE 分别为 10.4 倍和 9.1 倍，均给予持有的投资建议。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2007	2008	2009	2010F	2011F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	968	1075	836	1134	1296
同比增减	%	171.12%	11.13%	-22.26%	35.69%	14.29%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.567	0.521	0.405	0.550	0.629
同比增减	%	116.99%	-8.04%	-22.26%	35.69%	14.29%
A 股市盈率(P/E)	X	16.0	17.5	22.4	16.5	14.5
B 股市盈率(P/E)	X	10.1	11.0	14.1	10.4	9.1
股利 (DPS)	RMB 元	0.16	0.05	0.3	0.3	0.3
股息率 (Yield)	%	1.76%	0.55%	3.30%	3.30%	3.30%

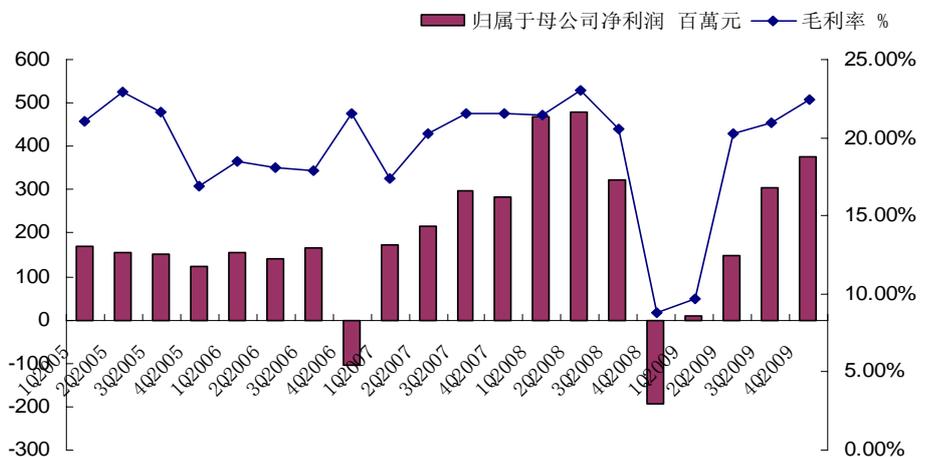
营运分析

净利润同比下降 22%，盈利状况逐季好转。

09 年公司实现营业收入 148.85 亿元，同比下降 4.15%；实现利润总额 11.73 亿元，同比下降 24.59%；实现归属于上市公司股东的净利润 8.36 亿元，同比下降 22.26%，实现每股收益 0.41 元，基本符合我们的预期。公司计划按每 10 股派发现金股利 3 元。

公司净利润出现较大幅度的下降，主要是受金融危机的影响，各种纸品价格在 08 年底和 09 年初出现较大下降，自 2Q 以来已经逐季好转。09 年全年综合毛利率已经基本恢复到 08 年的水平，达到 18.99%，同比仅下降 0.15%。但因 09 上半年部分自制浆线暂时停产，管理费用大幅增加，使得期间费用率同比高了 2.18 个百分点。

图 1：公司净利润及毛利率情况



资料来源：公司年报、群益证券整理

原料价格

预计 2010 年美废均价将同比增长 50%，成本压力仍然较大。

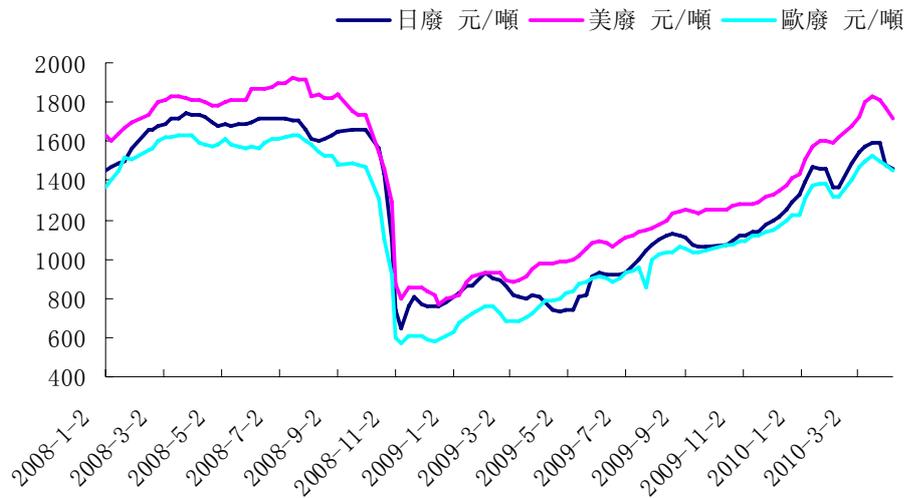
公司自有纸浆生产能力近 250 万吨，可以满足公司 70% 的纸浆需求。09 年木浆以及进口废纸的价格由低点不断攀升，09 年底美废价格已达到 210 美元/吨，与年初 120 美元/吨的价格相比，增幅达到 75%。

2010 年以来废纸价格仍在继续上涨，3 月下旬开始略有回落，目前价格在 253 美元/吨。虽然纸厂的看空态度短期内对供货商提价造成了很大压力，进口废纸价格出现回落。但是欧美纸厂开工率上升，且美国纸厂黑液补贴取消，欧美市场对废纸的需求随之增加，推动欧美本土交易价格不断上涨。国外打包场回收量依然没有恢复高峰时期的量值，国外废纸市场供需缺口增大，预计废纸价格不会出现大跌行情。

我们预计 2010 年美废的全年均价在 250 美元/吨，与 09 年平均 165 美元/吨的价格相比，同比增长 50%，成本压力仍然较大。

考虑到木材主要以国内农户种植的杨木为主，因为木材的下游需求还来自建材行业，所以价格情况与废纸相比相对平稳，对公司业绩形成一定支撑。

图 2：进口废纸价格



资料来源:纸业联讯、群益证券整理

产品价格

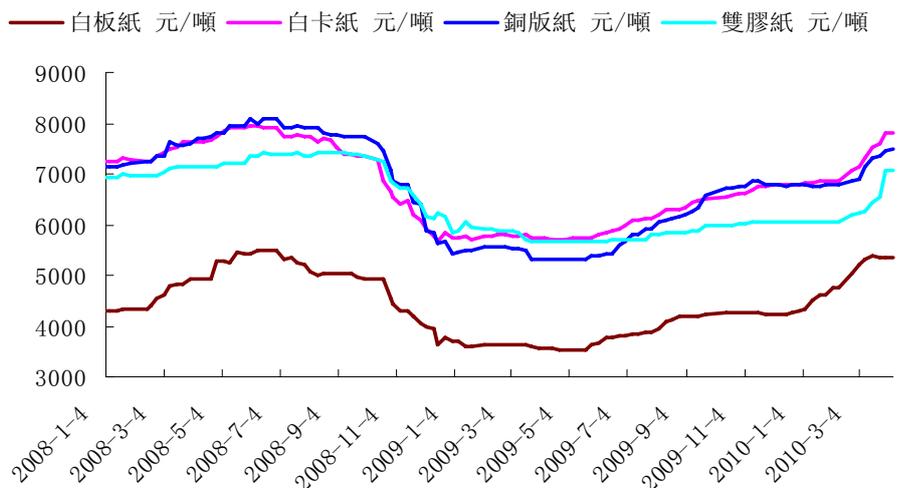
2010 年主要产品价格平均增幅约 30%，成本传导能力较弱。

随经济形式好转，以及成本推动，自 09 年 5 月公司产品价格也有所提高。其中以白板纸和铜版纸的涨幅最大，目前白板纸的价格在 5350 元/吨，与 09 年 6 月相比上涨 45%，铜版纸的价格在 7480 元/吨，与 09 年 6 月相比上涨近 40%。

近期因原料价格下跌，产品价格也开始趋于平缓，预计短期在整体需求仍然旺盛的背景下，产品价格将基本维持在目前相对高的水平上。但是由于目前造纸行业淘汰落后产能的执行力仍然不强，行业新增产能也在不断释放，未来将对纸品价格造成一定冲击。

我们预计 2010 年公司主要产品的平均价格将同比增长 30%，增幅明显小于进口废纸，主要是行业产能过剩情况仍然严重，成本向下游传导的能力较弱。

图 3：主要产品价格



资料来源:纸业联讯、群益证券整理

新增产能

湛江及本部项目将会在2011年5月陆续投产。

1. 湛江项目

公司前期募投的湛江项目,主要包括300万亩桉树林基地、70万吨纸浆生产线,另外公司还在湛江配套了45万吨文化纸生产线。至09年底已投入资金11.89亿元,占拟投资金的52%。主体设备合同已于09年7月签订,2010年1月后开始分批发货。

制浆车间、浆板车间、碱回收车间、自备电厂及配套厂房等土建工程,目前已完成35%左右。至09年底,公司共征原料林地245万亩,已办理林权证面积206万亩,其中在湛江及周边地区的造纸原料林地建设面积已达到74万亩。预计部分林地树木在2010年10月可以开始进入轮伐期,纸浆及文化纸生产线可以在2011年5月投产。

2. 100亿寿光本部项目

公司计划利用自有资金以及贷款,在寿光本部投资100亿元建设80万吨铜版纸、60万吨白卡纸以及物流配套项目,建设期间产生的利息费用将会计入建设成本。目前已经完成设备订购,预计2011年5月也将投产。

盈利预测

考虑到产能过剩,成本传导不足,给予持有的投资建议。

根据以上的分析,预计2010年将不会有新增产能释放,虽然进口废纸价格增速高于产品价格增速,但是考虑到木浆自给率较高,且木材价格相对稳定,预计2010年利润将同比增长近35%。

考虑到09年1Q基期较低,在行业景气回升的背景下,2010年1Q的盈利状况将基本保持在09年4Q的水平,预计公司2010年1Q的净利润增速将达到30倍以上(1Q EPS约0.141),有望在短期内推动公司股价。

但是从长期看,我们认为造纸行业产能过剩的状况并没有改变,在原料浆价格波动的情况下,成本压力向下游传导的话语权不足,也是造成公司业绩大幅波动的主要原因。

预计公司2010、2011年将分别实现净利润11.34亿元和12.96亿元,同比分别增长35.69%和14.29%。目前股价对应的A股2010、2011年的PE分别为16.5倍和14.5倍;B股2010、2011年的PE分别为10.4倍和9.1倍,均给予持有的投资建议。

预期报酬(Expected Return; ER)为准,说明如下:

强力买入 StrongBuy (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	2007	2008	2009	2010F	2011F
营业收入	15,165	15,530	14,885	16,091	18,326
经营成本	12,074	12,557	12,057	12,656	14,524
主营业务利润	3,072	2,960	2,811	3,422	3,788
销售费用	783	706	775	805	825
管理费用	531	561	726	644	696
财务费用	392	287	313	366	418
营业利润	1,285	1,293	983	1,608	1,849
补贴收入	232	274	202	100	100
税前利润	1,489	1,555	1,173	1,688	1,929
所得税	271	296	219	338	386
少数股东损益	251	184	118	216	247
归属于母公司所有者的净利润	968	1,075	836	1,134	1,296

附二：合并资产负债表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
货币资金	741	2,853	2,893	2,352	1,716
存货	1,744	3,398	2,227	1,781	1,425
应收账款	1,660	1,752	1,529	1,560	1,591
流动资产合计	6,598	9,728	10,541	7,193	6,232
长期股权投资	96	93	81	93	85
固定资产	14,148	14,645	15,528	14,961	15,213
无形资产及其它资产合计	879	1,314	1,346	1,527	1,647
资产总计	22,011	26,300	28,213	27,598	29,246
流动负债合计	7,367	8,195	7,065	7,375	7,171
长期负债合计	4,063	4,083	6,411	4,862	5,913
负债合计	11,431	12,278	13,476	12,237	13,084
少数股东权益	1,836	1,763	1,745	1,853	1,977
股东权益合计	8,745	12,259	12,992	13,508	14,185
负债及股东权益合计	22,011	26,300	28,213	27,598	29,246

附三：合并现金流量表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
经营活动产生的现金流量净额	1,324	1,934	1,639	2,224	2,542
投资活动产生的现金流量净额	-977	-1,504	-2,134	-2,891	-3,304
筹资活动产生的现金流量净额	-513	1,661	178	126	127
现金及现金等价物净增加额	-166	2,091	-318	-541	-636

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)有限公司相信用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审计。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。此份报告内容之数据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j@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j@。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。

群益大中华产业研究团队

台北总公司研究部

电话 886-2-8789-8888 传真 886-2-8789-2949

姓名	电子邮件信箱	负责产业
陈志豪	Chihhao_Chen@capital.com.tw	资深副总裁
总经及市场策略处		
曾炎裕	Alan_Tseng@capital.com.tw	总经与市场策略
徐国安	Kuoan_Hsu@capital.com.tw	总体经济、美国经济与股市
傅恒聿	fusky.fu@capital.com.tw	总体经济、美国经济与股市
洪庆钟	shawn.hung@capital.com.tw	国际股市
赖鹤年	A94918@capital.com.tw	台股市场策略、原物料
陈育榆	eyu.chen@capital.com.tw	台股市场策略
产业研究一处		
张治家	cc.chang@capital.com.tw	非电子
林建良	A94917@capital.com.tw	金融
陈泓东	don.chen@capital.com.tw	营建、营造、设备、PCB
吕雅菁	allison.lu@capital.com.tw	水泥、食品、百货
黄岚霏	raphaer.huang@capital.com.tw	塑化、纺织、橡胶、化工、造纸
庄慧君	angela.chuang@capital.com.tw	钢铁、工具机、油电燃气、机电
曹伯璋	po.tsao@capital.com.tw	生技、航运、观光
产业研究二处		
陈志全	ken.chen@capital.com.tw	CIS、光电
陈执中	austin.chen@capital.com.tw	电信、通讯设备、软件、安防
杨永辉	A94798@capital.com.tw	手机/零组件、GPS
傅坤泰	kuntai.fu@capital.com.tw	光电
谢昌佑	yol.shie@capital.com.tw	太阳能、LED、DSC
柯王炳勋	ben.kowang @capital.com.tw	TFT-LCD、Touch-Panel
产业研究三处		
锺宏德	Blue_Chung@capital.com.tw	IC、PC
苏鹤翎	chelsey_su @capital.com.tw	IC设计
陈俐妍	ly.chen@capital.com.tw	半导体制造、封测、内存、光罩与耗材
陈浩彰	sean.chen@capital.com.tw	IC设计、散热、机壳、/电池、hinge
吴昉冀	jerry.wu@capital.com.tw	EMS、系统、NB、MB、IPC、通路
王文雯	A95018@capital.com.tw	PCB、冲压件、电源、PC周边、被动组件、连接器

上海代表处

电话 86-21-5888-7188 传真 86-21-5888-2929

姓名	电子邮件信箱	负责产业
林静华	amy_lin@capital.com.tw	资深副总裁
李彬	Kelvin@ e-capital.com.cn	市场
胡嘉铭	James@e-capital.com.cn	家电、通信、电子、软件
朱吉翔	zhujixiang@e-capital.com.cn	钢铁、建材、地产、水泥
韩伟琪	WeiQi_Han@e-capital.com.cn	海运、航空、基建、汽车、机械
李明霞	Limingxia@e-capital.com.cn	石化、煤炭
丘栋荣	Dolon_qiu@ e-capital.com.cn	电力、饮料、消费
刘荟	LiuHui@e-capital.com.cn	医药、传媒、纺织、造纸、消费
白冰洋	Bingyang_bai@e-capital.com.cn	公路、海运、航空、基建、旅游
胡恺敏	Michael_Hu@e-capital.com.cn	电子、电力设备、新能源

群益证券(香港)有限公司

电话 852-2105-9966 传真 852-2104-6006

姓名	电子邮件信箱	负责产业
曾永坚	Jaseper_tsang@e-capital.com.hk	研究部董事
黄熏辉	Hh_huang@e-capital.com.hk	策略、总经
黄文泰	Eric_wong@e-capital.com.hk	地产、金融
王俊华	Nicky_wong@e-capital.com.hk	零售消费、食品/饮料

