

报告题目：晨鸣纸业年报点评

股票名称：晨鸣纸业

投资建议：**推荐**

研究员：白思静

邮箱：bsjbai@163.com

日期：10-04-16

行业：造纸行业

公司代码：000488

总股本（万股）：206000

流通股（万股）：80900

每股净资产（元）6.3

净资产收益率（%）：8.77

总资产负债率（%）：47.77

#### 投资要点：

2009年公司实现营业收入148.85亿元，同比下降4.15%；（归属于母公司所有者的）净利润8.36亿元，同比降幅为22.26%，实现基本收益0.41元（稍低于预期）；美股经营活动产生的现金流量净额为0.79元。利润分配预案为每10股送3元（含税）。

公司大规模新增产能释放将在2011年，2010年业绩增长将依赖于较09年整体盈利水平的恢复，以及现有纸机产能的充分利用及浆线盈利提高，我们预计10-11年的EPS分别为0.58元和0.7元，目前股价对应10-11年动态PE为15.36和12.72倍，股指处于较低水平，仍旧给予“推荐”级别。

#### 风险提示：

由于存货规模扩大带来的财务风险。

## 事件：晨鸣纸业公布 09 年业绩

2009 年公司实现营业收入 148.85 亿元，同比下降 4.15%；（归属于母公司所有者的）净利润 8.36 亿元，同比降幅为 22.26%，实现基本收益 0.41 元（稍低于预期）；美股经营活动产生的现金流量净额为 0.79 元。利润分配预案为每 10 股送 3 元（含税）。

09 年公司共生产机制纸 304 万吨，同比下降 13 万吨，降幅为 4.1%，在产品均价与 08 年持平的前提下，公司收入降幅与产量降幅保持一致；报告期内公司综合毛利率为 18.99%，同比略微下降 0.15 个百分点；在收入与毛利率与 08 年变化不大的背景下，公司净利润同比下降 22.26% 的主要原因为期间费用同比增加了 2.18% 到 12.19%（其中 09 年上半年受低价进口商品浆冲击，公司部分自制浆线临时停产，从而产生停工损失，是导致期间费用上升的主要因素。

纸种涨价及原材料滞后效应推动毛利率继续回升，单季度盈利回升至较高水平。随着主要纸种涨价逐步落实，加之实际使用的原材料涨价存在滞后，公司毛利率继续回升，由三季度的 21.00% 回升至四季度的 22.4%，仅次于 08 年第二季度的水平。盈利前低后高的 09 年毛利率约为 19%，与前高后低的 08 年基本持平。09 年上下半年比较，白卡纸、铜版纸及新闻纸毛利率回升显著。

公司众多在建项目，预计 2010 年陆续达产。公司在建的浆纸项目包括湛江 70 万吨木浆及配套原料林基地（湛江及周边地区的造纸原料林地建设面积已达到 74 万亩，纸浆项目完成度约 35%）、45 万吨高档文化纸、80 万吨高档低定量铜版纸（土建完成约 80%，预计 2011 年中期投产）以及 9.8 万吨中高档生活用纸（预计 2010 年底投产）等。

一季度将会延续去年四季度较高盈利水平。一季度造纸行业景气程度较高，根据统计局公布的数据，1-2 月份造纸行业营业利润同比增长 160%，制浆环节盈利能力也明显改善，目前毛利率已经过于造纸环节，公司木浆自给率高达 70%，自制浆产能释放将会成为公司利润的增长点，综合考虑我们认为公司一季度将会延续去年四季度较高盈利水平。

公司大规模新增产能释放将在 2011 年，2010 年业绩增长将依赖于较 09 年整体盈利水平的恢复，以及现有纸机产能的充分利用及浆线盈利提高，我们预计 10-11 年的 EPS 分别为 0.58 元和 0.7 元，目前股价对应 10-11 年动态 PE 为 15.36 和 12.72 倍，股指处于较低水平，仍旧给予“推荐”级别。

	2007	2008	2009	2010E	2011E
一、营业收入	15,165	15,530	14,885	17,104	20,769
二、营业总成本	13,901	14,216	13,905	15,667	18,998
其中：营业成本	12,074	12,557	12,057	13,766	16,927
营业税金及附加	18	13	16	17	21
销售费用	783	706	775	804	914
管理费用	531	561	726	770	789
财务费用	392	287	313	283	319
资产减值损失	102	93	17	27	29
加：公允价值变动收益	30	3	18	17	21
投资收益	-9	-23	-16	0	0
三、营业利润	1,285	1,293	983	1,454	1,791
加：营业外收入	232	274	202	229	230
减：营业外支出	28	12	11	15	15
四、利润总额	1,489	1,555	1,173	1,668	2,006
减：所得税	271	296	219	300	361
五、净利润	1,219	1,260	954	1,368	1,645
少数股东损益	251	184	118	164	197
归属于母公司所有者的净利润	968	1,075	836	1,204	1,448
六、全面摊薄每股收益	0.47	0.52	0.41	0.58	0.70
全面摊薄总股本	2,062	2,062	2,062	2,062	2,062

## 风险提示

行业复苏和公司项目进程低于预期

## 评级说明

判断依据：

投资建议根据分析师对该股票在 6 个月内涨幅为基准。

	投资建议	预期个股 6 个月内涨幅
1	强烈推荐	>30%
2	推荐	15%—30%
3	中性	0%—15%
4	减持	<0%

## 重要免责声明

---

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员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，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，可能会随时调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。

本报告版权归倍新咨询所有，为非公开资料，仅供倍新投资咨询有限公司客户使用。未经倍新咨询书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。倍新咨询保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。