

晨鸣纸业 (000488)

买入/上调评级

股价: RMB8.04

分析师

周煊

SAC 执业证书编号:S1000510120036

(0755)8249 2072

zhouhuan@mail.htlhsc.com.cn

联系人

穆方舟

(0755)8249 2321

mufz@mail.htlhsc.com.cn

拉开新一轮增长的帷幕

- 2010 年年报显示, 公司 2010 年完成机制纸产量 335 万吨, 同比增长 10.2%; 实现营业务收入 172 亿元, 同比增长 15.58%; 归属于母公司净利润 11.63 亿元, 同比增长 39.16%, 实现 EPS0.56 元, 略高于预期。
- 公司 2010 年机制纸主业综合毛利率比 2009 年提升 2.24 个百分点。从细分纸种来看, 白卡纸提升 8.17 个百分点, 铜版纸提升 2.84 个百分点, 而新闻纸则由于需求低迷下降 3.52 个百分点, 其他主要纸种毛利率与 2009 年基本持平。公司财务指标显示公司经营状况较好, 存货周转率和应收账款周转率均有所提升, 这是公司不断加强管理的体现。三项费用控制较好, 特别是财务费用率下降明显。
- 公司在林浆纸一体化领先同行一大步, 根据本次年报的披露数据, 截止到 2010 年年底, 公司共征原料林地 240 万亩, 已办理林权证面积 210 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 81 万亩。同时, 公司木浆自给率到达 70%以上, 加上今年将新投产的湛江木浆项目, 公司能有效锁定成本, 真正分享到全产业链的利润, 讲述多年的林纸一体化美好愿景将真正成为现实! 公司年报披露今年林地资产公允价值变动损益为 5475 万元, 林地收益开始显现。我们认为这仅仅是开始, 未来林地公允价值变动损益将成为公司一个新的增长点。
- 公司即将进入产能释放期, 预计今年将增厚业绩的项目有: 6 万吨中高档生活用纸项目、湛江 70 万吨木浆项目、湛江 45 万吨高档文化纸项目和 80 万吨高档低定量铜版纸项目, 公司已经拉开了新一轮增长的帷幕。此外, 在今年溶解木浆高盈利状态之下, 公司的三条溶解木浆线也能最先受益。
- 我们预计公司 11—12 年 EPS 分别为 0.82 元和 1.03 元, 目前对于 11 年 PE 仅不到 10 倍, PB 为 1.26 倍, 均处于历史底部, 给予“买入”评级。
- 风险提示: 公司新建项目未能按期投产、商品浆和木片价格大幅波动、宏观经济景气度下行。

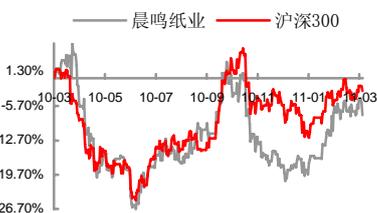
相关研究

《业绩拐点 纸有晨鸣》11/01/27

基础数据

总股本 (百万股)	2,062
流通 A 股 (百万股)	1,113
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	8,951

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	17203	20088.	29331	34004
(+/-%)	15.6	16.8	46.1	15.9
归属母公司净利润(百万元)	1163	1682	2115	2331
(+/-%)	39.2	44.6	25.7	10.2
EPS(元)	0.56	0.82	1.03	1.13
P/E(倍)		9.9	7.9	7.2

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

业绩略高于预期	4
林浆纸一体化领先一大步，拉开新一轮增长帷幕	6
给予“买入”评级	7
风险提示	8

图表目录

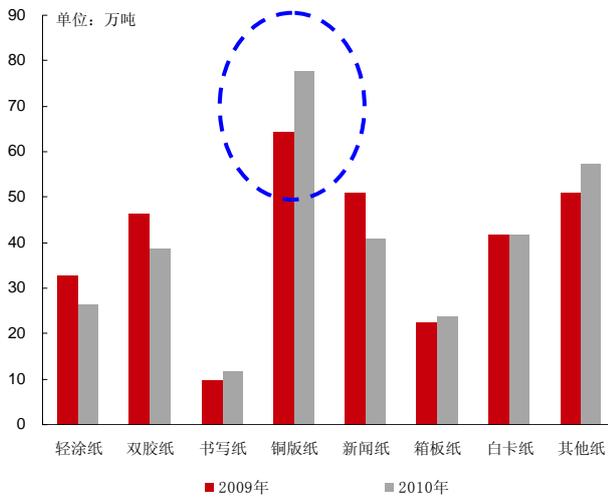
图 1: 2010 年公司各纸种销量的同比变化.....	4
图 2: 2010 年公司各纸种单价的同比变化.....	4
图 3: 2010 年公司各纸种毛利占比.....	4
图 4: 2009 年公司各纸种毛利占比.....	4
图 5: 各纸种毛利率变化情况	5
图 6: 公司经营效率进一步改善.....	6
图 7: 公司盈利能力不断提高	6
图 8: 公司三项费用控制较好	6
图 9: 公司林木资源价值不断增多	7
表格 1: 公司各纸种收入与毛利率情况	5

业绩略高于预期

2010 年年报显示，公司 2010 年完成机制纸产量 335 万吨，比 2009 年增加 31 万吨，同比增长 10.2%；实现营业务收入 1,720,312.3 万元，同比增长 15.58%；归属于母公司净利润 116,334.11 万元，同比增长 39.16%，实现 EPS0.56 元，略高于预期。

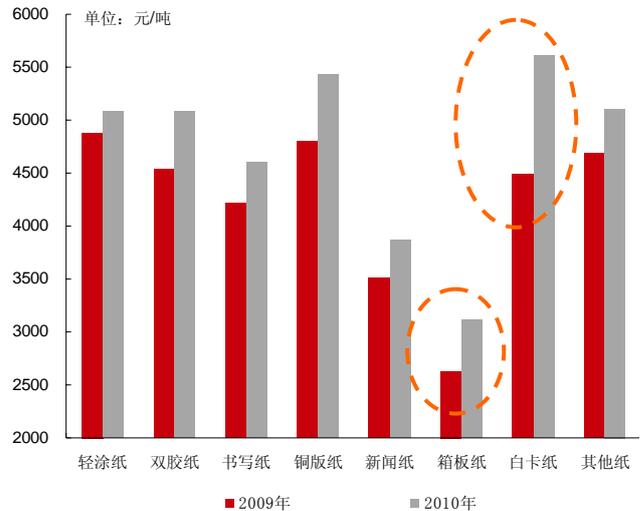
收入增长的原因是销量和价格比去年均有所上升。从销量的角度看，主要是铜版纸销量增长较多；从价格的角度看，主要是白卡纸和箱板纸价格上涨较多。

图 1：2010 年公司各纸种销量的同比变化



资料来源：公司年报 华泰联合证券研究所

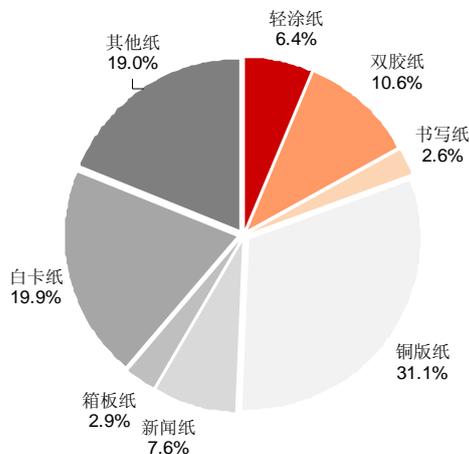
图 2：2010 年公司各纸种单价的同比变化



资料来源：公司年报 华泰联合证券研究所

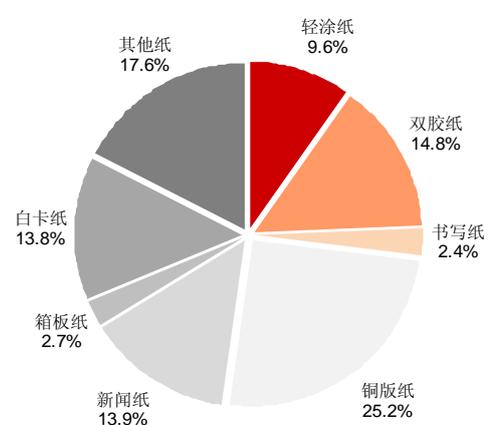
公司作为纸种最全的企业，是整个行业的风向标。主要为铜版纸、白卡纸、双胶纸、新闻纸和轻涂纸，相对其他企业公司的毛利构成较为平均，有较强的抗风险能力。从具体纸种来看，由于白卡纸处于景气高位，其在毛利的占比明显提高，而新闻纸则较为低迷。

图 3：2010 年公司各纸种毛利占比



资料来源：公司年报 华泰联合证券研究所

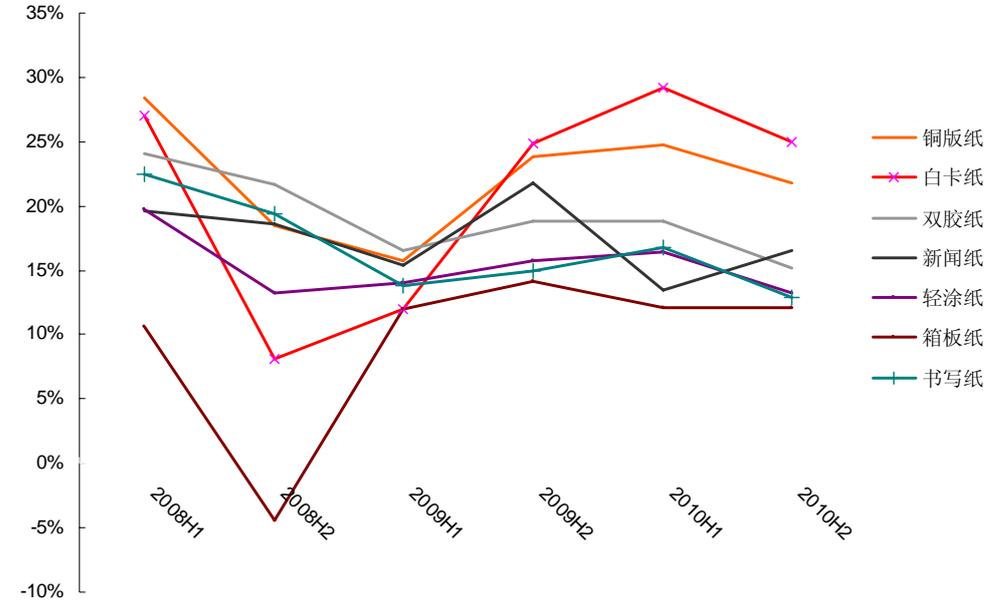
图 4：2009 年公司各纸种毛利占比



资料来源：公司年报 华泰联合证券研究所

公司 2010 年机制纸主业综合毛利率比 2009 年提升 2.24 个百分点。从细分纸种来看，白卡纸提升 8.17 个百分点，铜版纸提升 2.84 个百分点，而新闻纸则由于需求低迷下降 3.52 个百分点，其他主要纸种毛利率与 2009 年基本持平。

图 5：各纸种毛利率变化情况



资料来源：公司公告 华泰联合证券研究所

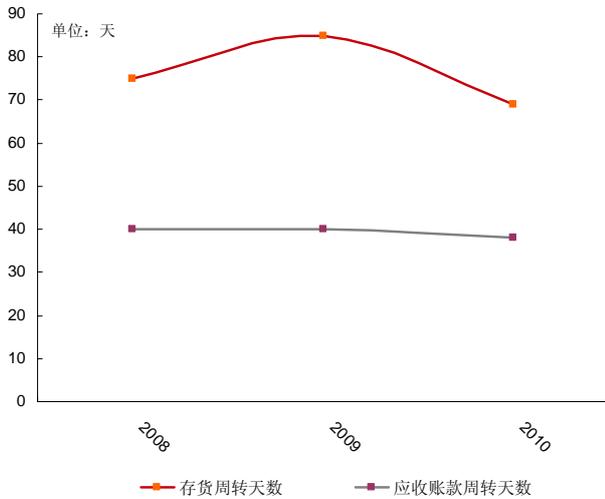
表格 1：公司各纸种收入与毛利率情况

纸种	收入 (元)	营业利润 (元)	2010 毛利率	2009 年毛利率
轻涂纸	1,350,108,558.97	200,396,717.81	14.84%	14.92%
双胶纸	1,960,416,788.30	333,751,821.31	17.02%	17.80%
书写纸	544,530,138.42	81,251,980.73	14.92%	14.45%
铜版纸	4,218,935,009.86	980,549,805.56	23.24%	20.40%
新闻纸	1,584,769,532.03	239,782,761.57	15.13%	18.65%
箱板纸	743,140,639.94	90,088,038.91	12.12%	13.23%
白卡纸	2,340,395,831.10	627,805,698.61	26.82%	18.65%
其他机制纸	2,924,686,885.74	598,440,302.60	20.46%	18.33%
机制纸小计	15,666,983,384.36	3,152,067,127.10	20.12%	18.07%

数据来源：公司年报 华泰联合证券研究所

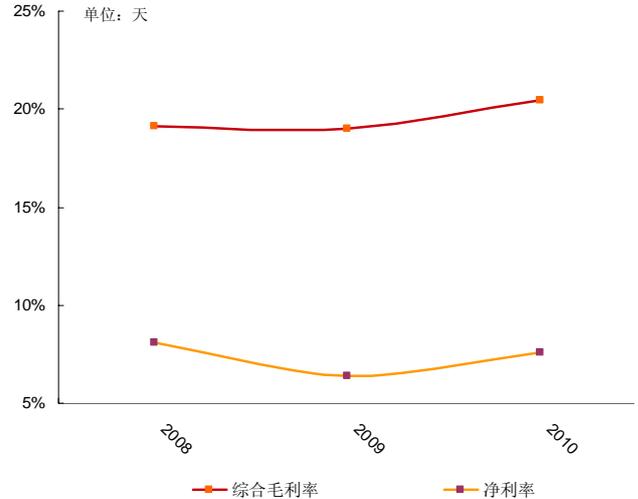
公司财务指标显示公司经营状况较好，存货周转率和应收账款周转率均有所提升，是公司不断加强管理的体现。三项费用控制较好，特别是财务费用下降明显，一方面是公司 2009 年底和 2010 年初发行了 23 亿元人民币中期票据和 15 亿元的短期融资券，另一方面是公司获得的汇兑收益。公司盈利能力比 2009 年也有明显的提高，必须说明的是 2010 年下半年行业景气下滑明显，对公司 2010 年全年的盈利有较大的影响。

图 6：公司经营效率进一步改善



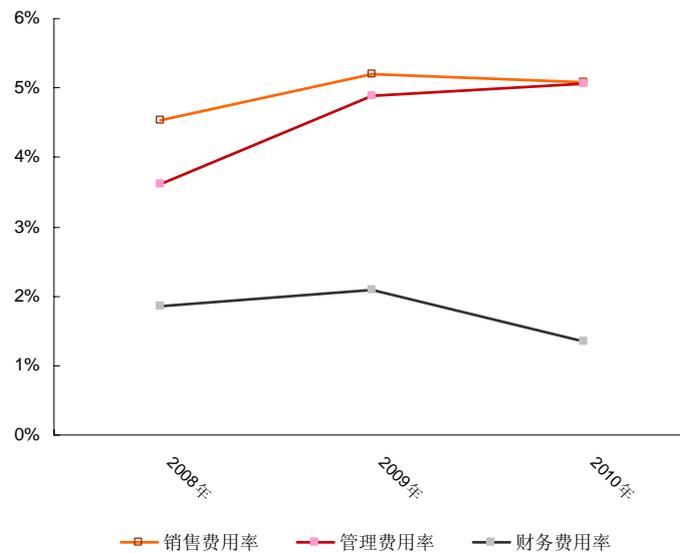
资料来源：公司年报 华泰联合证券研究所

图 7：公司盈利能力不断提高



资料来源：公司年报 华泰联合证券研究所

图 8：公司三项费用控制较好



资料来源：公司公告 华泰联合证券研究所

林浆纸一体化领先一大步，拉开新一轮增长帷幕

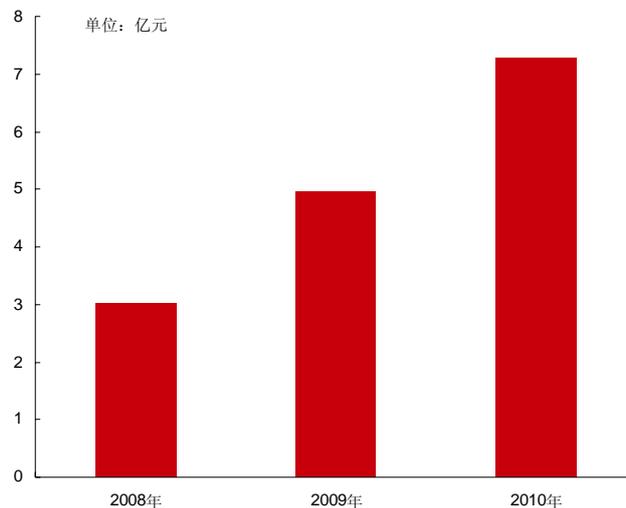
我们反复强调我们之前的观点，造纸行业的竞争格局和竞争优势的关键决定因素正在发生变化，对林木资源的拥有和控制以及由此形成的原料成本优势在今后竞争中的作用将凸显。我国是林木资源相对缺乏的国家，原料问题始终制约造纸企业的瓶颈问题，同时作为产品同质化较高的行业，成本将是决定盈利水平的主要因素。有林造

纸企业在原料有效保证及原料成本上与无林造纸企业之间的差距将拉大，虽然目前林木资源对业绩没有太大的影响，但未来林木资源将成为决定造纸企业盈利能力和竞争优势的不可替代的关键因素。

公司在林浆纸一体化领先同行一大步，公司从 2005 年开始购买林地和造林，根据本次年报的披露数据，截止到 2010 年年底，公司共征原料林地 240 万亩，已办理林权证面积 210 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 81 万亩。同时，公司木浆自给率到达 70%以上，加上今年将新投产的湛江木浆项目，公司能有效锁定成本，真正分享到全产业链的利润，讲述多年的林纸一体化美好愿景将真正成为现实！

公司年报中披露今年林地资产公允价值变动损益为 5475 万元，同比增幅为超过 455%，林地收益开始显现。我们认为这仅仅是开始，未来林地公允价值变动损益将成为公司一个新的增长点。

图 9：公司林木资源价值不断增多



资料来源：公司公告 华泰联合证券研究所

公司即将进入产能释放期，预计今年将增厚业绩的项目有：6 万吨中高档生活用纸项目、湛江 70 万吨木浆项目、湛江 45 万吨高档文化纸项目和 80 万吨高档低定量铜版纸项目。从今年 5 月 1 日湛江项目投产开始，公司已经拉开了新一轮增长的帷幕。

此外，在今年溶解木浆高盈利状态之下，公司也能最先受益。公司目前在延边晨鸣的溶解浆产能约 4.3 万吨，3 月之后，富裕晨鸣和吉林晨鸣的溶解浆线也将陆续投产，产能约 6 万吨，成为今年首个投产溶解浆的造纸企业。

给予“买入”评级

我们认为，今年造纸行业总体趋势将向好，春节之后主要纸种已经普遍提价。下半年整个行业供需关系或将出现一定的改善，公司自制浆比例高，浆价上涨将受益

明显。我们预计公司 11—12 年 EPS 分别为 0.82 元和 1.03 元，目前对于 11 年 PE 仅不到 10 倍，PB 为 1.26 倍，处于历史底部，给予“买入”评级。

风险提示

公司新建项目未能按期投产、商品浆和木片价格大幅波动、宏观经济景气度下行。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	11584	12981	2012	23708	营业收入	17203	20088	29311	34004
现金	1952	2448	3572	4144	营业成本	13683	15637	23422	27141
应收账款	2123	2586	4563	5853	营业税金及附加	30	26	38	44
其他应收款	118	141	201	236	营业费用	874	1071	1579	1813
预付账款	924	1001	1550	1832	管理费用	871	940	1202	1519
存货	3047	3296	5034	5796	财务费用	233	269	316	339
其他流动资产	3421	3509	5206	5848	资产减值损失	110	0	0	0
非流动资产	23493	22713	2164	20978	公允价值变动收	46	63	75	90
长期投资	67	69	69	69	投资净收益	-14	0	0	0
固定资产	12882	15208	1590	15943	营业利润	1434	2207	2829	3237
无形资产	1459	1582	1671	1761	营业外收入	179	160	144	129
其他非流动	9084	5854	4008	3205	营业外支出	51	31	34	36
资产总计	35077	35694	4177	44685	利润总额	1562	2336	2938	3330
流动负债	12662	11562	1620	19013	所得税	261	444	558	699
短期借款	3594	5289	7911	9659	净利润	1302	1892	2380	2631
应付账款	2708	2940	4316	5001	少数股东损益	138	210	264	300
其他流动负	6360	3333	3981	4352	归属母公司净利	1163	1682	2115	2331
非流动负债	7155	6918	6318	4232	EBITDA	2876	3779	4701	5308
长期借款	4726	4426	3826	4187	EPS (元)	0.56	0.82	1.03	1.13
其他非流动	2429	2493	2492	44					
负债合计	19817	18480	2252	23244					
少数股东权	1724	1935	2199	2499	主要财务比率				
股本	2062	2062	2062	2062	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
资本公积	6093	6093	6093	6093	成长能力				
留存收益	5380	7062	8757	10559	营业收入	15.6%	16.8%	45.9%	16.0%
归属母公司	13536	15280	1705	18942	营业利润	45.9%	53.9%	28.2%	14.4%
负债和股东	35077	35694	4177	44685	归属母公司净利	39.2%	44.5%	25.8%	10.2%
					获利能力				
					毛利率(%)	20.5%	22.2%	20.1%	20.2%
					净利率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	6.8%
					ROE(%)	8.6%	11.0%	12.4%	12.3%
					ROIC(%)	5.6%	7.1%	8.2%	8.7%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	56.5%	51.8%	53.9%	52%
					净负债比率(%)	49.21	61.10	59.80	67.78%
					流动比率	0.91	1.12	1.24	1.25
					速动比率	0.67	0.84	0.93	0.94
					营运能力				
					总资产周转率	0.54	0.57	0.76	0.79
					应收账款周转率	9	8	8	6
					应付账款周转率	5.66	5.54	6.46	5.83
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	0.56	0.82	1.03	1.13
					每股经营现金流	0.41	0.04	0.06	0.04
					每股净资产(最	6.56	7.41	8.27	9.19
					估值比率				
					P/E	10.49	7.26	5.77	5.24
					P/B	0.90	0.80	0.72	0.64
					EV/EBITDA	8	6	5	4

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn