

分析师： 刘俊、李兴 021-63299573 liujun5@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 (8621) 63217917 yangjf@cjsc.com.cn

2008 年年报点评

事件描述

晨鸣纸业今日发布 2008 年度财务报告，其主要内容为：

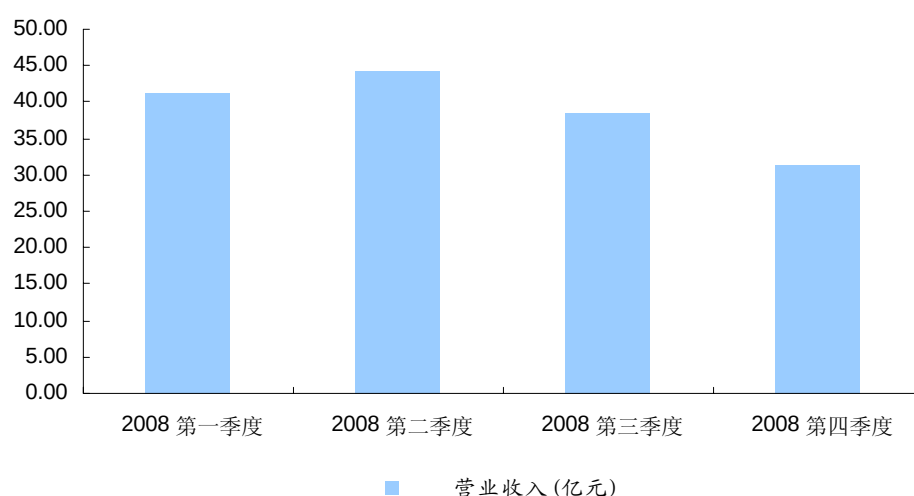
- 报告期内完成营业收入 155.30 亿元，相比去年增长 2.41%；实现归属母公司股东的净利润 10.75 亿元，同比增长 11.13%；2008 年实现每股收益 0.57 元，扣除非经常性损益后的每股收益 0.45 元。

事件评论

第一，四季度单季亏损符合之前预期

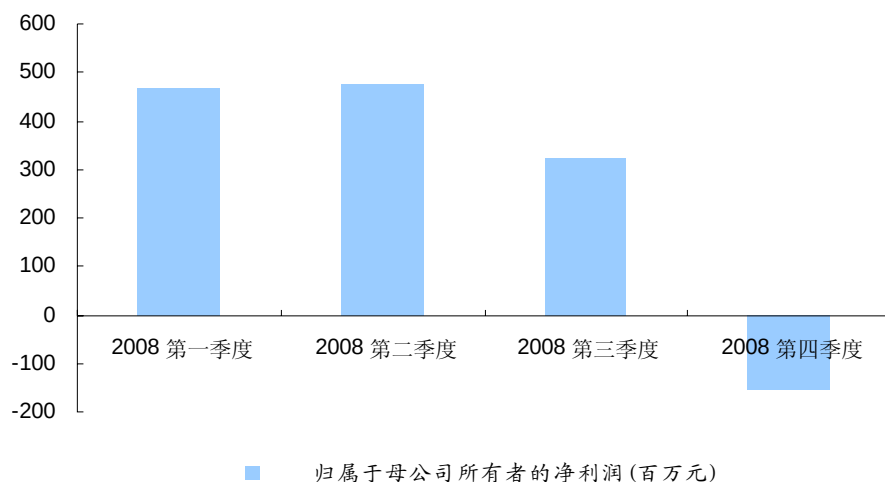
2008 年三季度以来造纸行业的景气度下滑，各种纸品的价格大幅下滑。同时销售收入环比也出现一定程度的下滑。至 2008 年四季度出现全行业亏损的最不利的局面。公司作为行业龙头，虽然优于一般的竞争对手，但四季度仍出现收入下降、单季亏损的局面。这也符合我们之前对行业基本面的判断。公司股价已经反映了这样的预期。

图 1：三季度以来营业收入出现负增长



资料来源：公司公告

图 2：四季度单季亏损 1.56 亿元

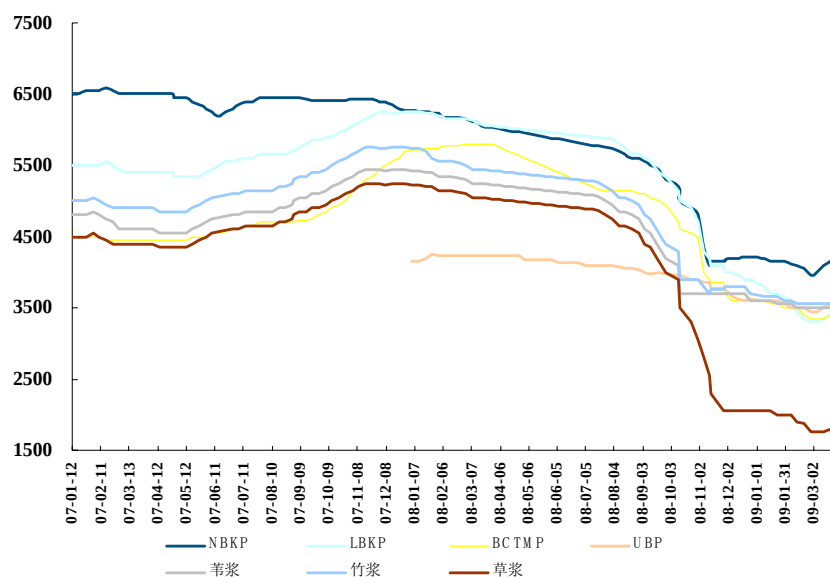


资料来源：公司公告

第二，高价原料和计提存货跌价准备是四季度亏损的主要原因

2008年下半年由于宏观经济下滑导致纸张需求受到“休克”式冲击。纸浆价格和纸品价格均出现较大幅度的下跌。虽然纸品价格的下跌幅度低于纸浆，但由于原材料有两个月左右的库存期，因此成本的下降并没有在第四季充分的显现出来。相反，由于会计处理上的要求，高价原材料计入生产成本，导致四季度纸品生产销售出现亏损。

图 3：国内纸浆价格在 08 年下半年大幅下跌



资料来源：长江证券研究部

由于四季度产销率下降，加之高价原料在年末并未消耗完全，公司进行了存货跌价准备，但计提总值并不大。从存货跌价准备的计提情况来看，产成品的计提大于原材料的计提。

表 1: 2008 年存货及存货跌价准备

	年末数			年初数		
	金额	跌价准备	账面价值	金额	跌价准备	账面价值
原材料	1617795107.45	-38053661.45	1579741446.00	1113790466.49	0	1113790466.49
产成品	1837434737.58	-92580212.31	1744854525.27	564307993.16	-6114277.85	558193715.31
在产品	77369465.81	-4172506.70	73196959.11	72508430.56	0	72508430.56
合计	3532599310.84	-134806380.46	3397792930.38	1750606890.21	-6114277.85	1744492612.36

资料来源: 公司公告

第三, 经过一季度去库存化后, 2009 年一季度扭亏为盈的可能性较大

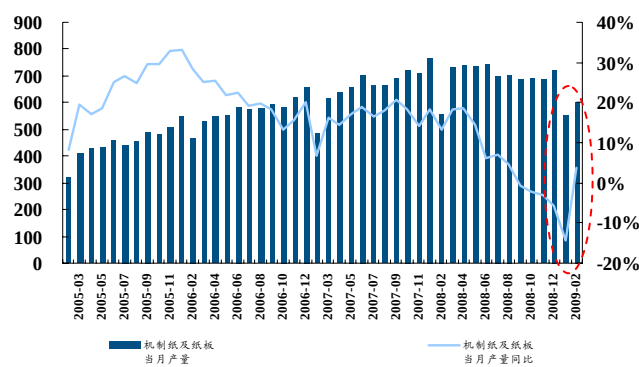
根据年报显示, 2008 年公司完成机制纸产量 317 万吨, 比 2007 年增加 30 万吨, 但同期销量降低 8.7 万吨。按照两年产成品存货的金额估算, 公司在 2008 年末的产成品库存大约为 40~45 万吨, 相当于大约 1.5 个月的产量。

虽然公司在 2008 年末并未大规模的计提存货跌价准备, 但从行业基本面来看, 我们认为公司一季度扭亏的可能性仍然较大。

从行业数据来看, 纸品产量在 2 月份同比、环比均出现增长, 产成品的去库存化在一季度已经基本完成。

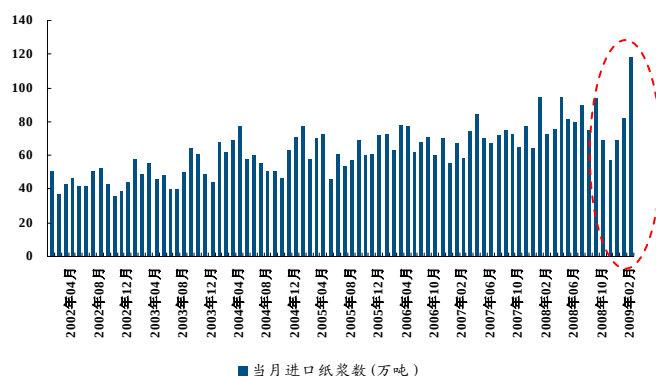
值得关注的进口纸浆数据连续 4 个月环比增加。尤其是 2 月份增至多年来的新高。充分显示纸厂高价原料库存已经基本消化完毕。按照目前的成本售价来测算, 全行业已经摆脱亏损的局面。

图 4: 2 月份纸品产量同比、环比均上升



资料来源: 长江证券研究所

图 5: 当月纸浆进口量持续提升



资料来源: 长江证券研究所

第四, 维持“中性”评级, 但 4 月份造纸行业存在阶段性投资机会

在我们前期报告《景气轮回, 静待需求》中指出, 造纸行业由于其行业特性, 其基本面的反转将滞后于宏观经济的反转。2009 年公司业绩同比下降已经成为较大概率的事件。预计公司 2009、2010 年的 EPS 分别为 0.41 元、0.46 元。基于此, 我们维持公司“中性”的投资评级。

但我们曾在上述报告中及 2009 年 2 月份《三因素促阶段性反弹》中指出, 2009 年上半年存在阶段性的投资机会, 理由有三点: 1. 去库存化后的生产正常化; 2. 产销数据持续环比好转; 3. 即将推行的环保新标准对落后产能淘汰加速的预期。我们提示在 4 月份造纸行业存在阶段性的投资机会。

分析师介绍

刘俊，同济大学技术经济专业毕业，现从事造纸行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
张晓君	华南区客户经理	(8621) 33130737	13501701386	zhangxj@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn
吕 洁	销售经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。