

造纸Ⅲ



雒雅梅

造纸行业研究员

021-38565935

luoym@xyzq.com.cn

晨鸣纸业（000488）

高位库存拖累业绩，林纸一体尤可期待

——08 年年报点评

推荐（维持）

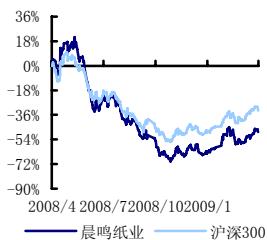
市场数据

报告日期	2009-4-9
收盘价(元)	7.66
52周最高/最低(元)	18.03/4.45
总股本(百万股)	2062.05
流通股本(百万股)	1758.24
总市值(百万元)	15795.27
流通市值(百万元)	13468.08
每股净资产(元)	5.95

主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	15530	18935	22989	27936
同比增长(%)	2.4%	21.9%	21.4%	21.5%
净利润(百万元)	1075	959	1261	1666
同比增长(%)	11.1%	-10.8%	31.4%	32.2%
毛利率(%)	19.1%	18.6%	18.4%	18.6%
净利率(%)	6.9%	5.1%	5.5%	6.0%
每股收益(元)	0.52	0.47	0.61	0.81

股价走势



投资要点

事件:

08 年实现主营业务收入 155.3 亿元，同比增长 2.41%；归属于母公司股东的净利润为 10.8 亿元，同比增长 11.13%，全面摊薄每股收益 0.52 元。

利润分配方案为每 10 股派 0.5 元（A 股含税）。

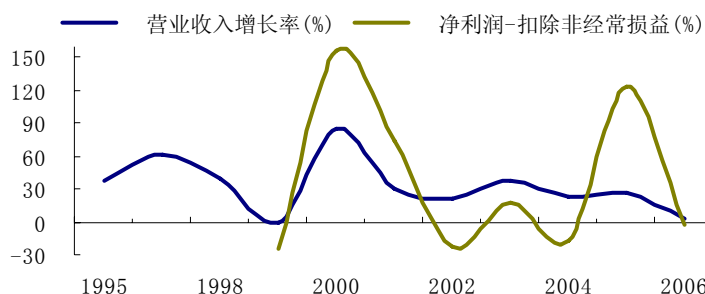
点评:

- **业绩低于预期。**我们之前预测公司 08 年 EPS 为 0.56 元，高于公司实际 EPS0.04 元，主要原因在于高位存货对公司四季度毛利率的影响程度超出我们预期。

收入增长主要来源于前期新建项目的陆续投产或达产。主要包括 9.8 万吨废纸脱墨浆项目、12 万吨美术纸项目、吉林日产 300 吨化学浆生产线的投产，以及 2007 年投入运行的本埠 30 万吨超压纸项目、吉林晨鸣 18 万吨轻涂纸项目的全面达产。

净利润增速高于收入增速，主要在于期间费用率的降低（下降了 1.25 个百分点）和营业外收入的增加及支出的减少。

图 1: 公司历年收入、净利润增长情况



资料来源: 兴业证券研发中心

期间费用中, 营业费用率 (4.54%) 和财务费用率 (1.85%) 都得到了有效降低, 分别降低了 0.62 个百分点和 0.74 个百分点。营业费用率下降的主要原因是运费的下降; 而财务费用率下降的原因有三个: (1) 公司于 08 年发行了 H 股, 收到募集资金增加利息收入; (2) 08 年发行短期融资券偿还了部分借款, 减少了利息支出; (3) 2007 年度可转债转股影响 2008 年度利息支出减少。

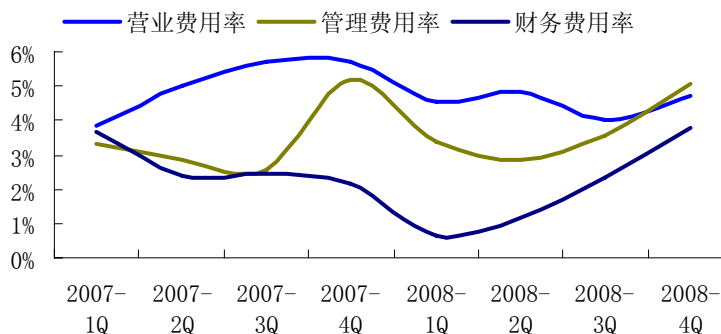
营业外收入增加的原因在于政府补助及购买少数股权产生的负商誉增加; 而营业外支出减少是因为处理资产净损失同比减少所致。

- **四季度亏损 1.9 亿, EPS-0.09 元, 创历史新低。**产生亏损的主要原因有三个: (1) 毛利率大幅下滑; (2) 期间费用率大幅攀升; (3) 年末大量计提资产减值损失。

四季度毛利率为 8.84%, 比历史最低点 05 年四季度 16.9% 的水平还低 8 个百分点, 因此使业绩遭受重创。主要原因就是: 在行业景气骤降的情况下, 产品价格的大跳水伴随成本的居高不下直接对毛利率产生了强烈冲击。

四季度期间费用率为 13.57%, 环比上升了 3.64 个百分点, 创 07 年以来单季最高水平。分项来看, 三项费用都出现了不同比例的上升, 其中, 升幅较大的是管理费用率和财务费用率, 四季度单季分别为 5.05% 和 3.8%, 环比均上升了 1.47 个百分点。我们认为主要原因应当归结于当期销售收入的大幅下滑, 推升了具有一定刚性特征的期间费用率。

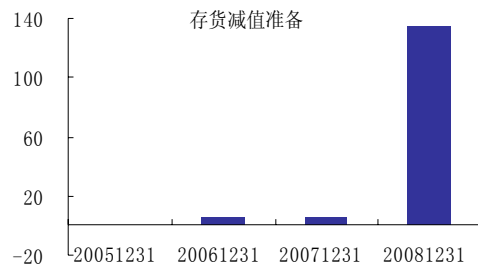
图 2: 公司单季度期间费用率走势



资料来源: 兴业证券研发中心

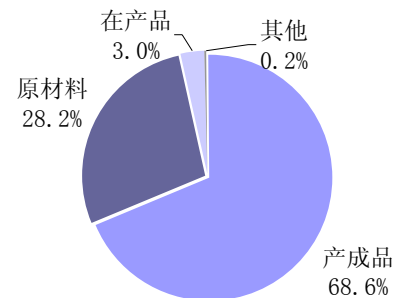
从资产减值损失来看，年末公司一次性计提 1.4 亿元，影响公司 EPS 约 0.05 元。具体内容主要是存货跌价准备的一次性大幅计提，数额为 1.28 亿，其中，产成品计提 9258 万元，占比 68.6%；原材料计提 3805 万元，占比 28.2%，两项合计占全部资产减值损失的 93.3%。

图 3: 公司历年存货减值准备变化



资料来源：兴业证券研发中心

图 4: 08 年存货减值准备构成



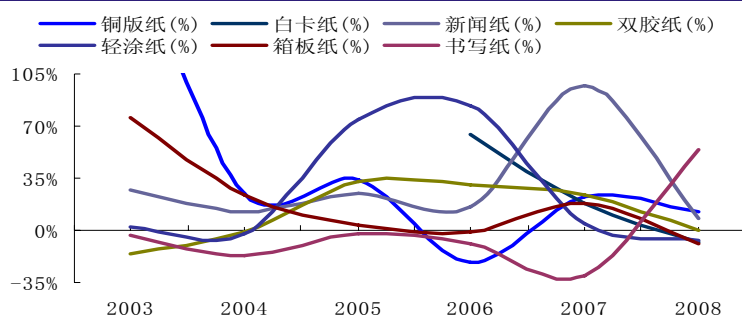
资料来源：兴业证券研发中心

换个角度来看，正是由于公司四季度对高位库存的大量计提使得公司在 09 年能够“轻装上阵”，为业绩的增长做了一个良好的铺垫。在此基础上，我们预计公司一季度有望扭亏，二季度盈利值得期待。

- **文化纸景气度最高，而箱板纸成为业绩拖累。**正如我们在之前报告中指出的，公司属于行业指数型公司，主流纸种一应俱全，而且纸种结构相对均衡，因此公司纸种盈利情况的变化一定程度上可以反映主要纸种的行业景气走势。

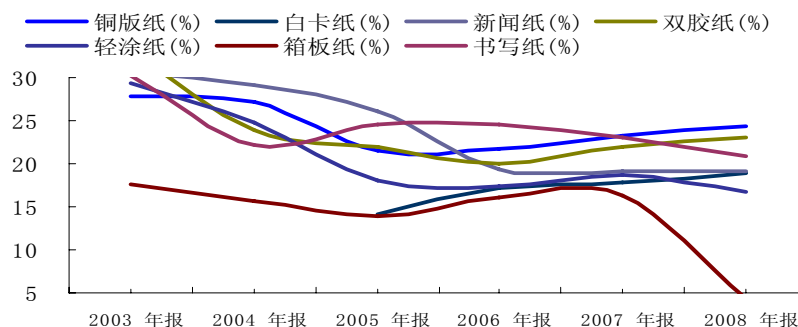
从年报公布的主要纸种的盈利情况来看，按照景气度由高到低可大致排序为书写纸、铜版纸、双胶纸、新闻纸、白卡纸和箱板纸。可以看出，文化类纸景气度最高，而箱板纸景气度最低。08 年公司书写纸收入同比增长 53%，增幅最大，毛利率 20.96%，下滑了 2 个百分点；其次是铜版纸，收入同比增长 12.9%，且毛利率 24.3%，同比上升了 1 个百分点，为盈利能力最强的纸种。而数据显示同期箱板纸收入则下滑了 9%，全年毛利率仅 4.24%，大幅下滑 12 个百分点，据此我们推断，四季度单季公司箱板纸业务应该是亏损的，对业绩造成了一定得拖累。

图 5: 主要纸种收入增长率



资料来源: 兴业证券研发中心

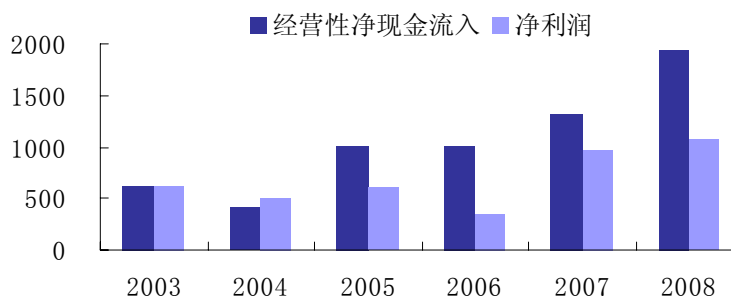
图 6: 主要纸种毛利率走势



资料来源: 兴业证券研发中心

- **现金流状况良好, 资金充裕。**08 年公司经营活动产生的现金净流量为 19.3 亿元, 较上年同期增加 46.05%, 相当于公司净利润的 1.8 倍。可以看出, 虽然下半年遭受行业景气骤降影响, 但公司现金流依然延续了以往的优良特性, 资金链较为健康, 现金充沛。主要得益于下半年为应对金融危机公司销售政策的转变, 更多的采用信用销售方式, 要求经销商在信用期内回款, 因此减少了应收票据结算比例 (占营业收入比例由 07 年的 11% 降至 08 年 6.3%), 因而保持了经营性现金流的健康态势; 此外, 08 年公司共收到 2.1 亿元的政府补助, 进一步增强了公司现金流。

图 7: 公司历年经营净现金流状况



资料来源: 兴业证券研发中心

- **“林纸一体化”仍然是最大看点。**未来“林纸一体化”依然是公司打造的战略重点。当前公司“林纸一体化”主要有两个项目：广东湛江项目和湖北黄冈咸宁项目。

湛江项目：08年公司发行H股募集资金27亿元，其中，91%用于广东湛江木浆项目。截至2008年12月31日止已投入约5亿元人民币，造纸原料林地建设面积已达到60万亩，其中到2008年底已依法领取林权证的造纸原料林地26万亩。当前湛江项目的现场地面整平工作已完成70%，即将进入全面施工。由于受全球金融危机的影响，钢材价格出现大幅度下降，为争取项目建设的利益最大化，当前公司正在就进口主体设备价格向下修正事项与供应商进行商谈。后期公司将根据国际经济形势的变化确定项目的建设进度，积极稳妥地推进湛江项目建设。

黄冈咸宁项目：当前已设立控股子公司黄冈晨鸣林业发展有限责任公司、咸宁晨鸣林业发展有限责任公司和黄冈晨鸣浆纸有限公司，主要经营森林资源培育、林木种植、加工、销售、林业综合利用以及纸浆及相关产品制造、生产、加工销售等，规划建设100多万亩原料林基地。

- **盈利预测和评级：**根据年报，我们调整公司09-11年EPS分别为0.47元和0.61元和0.81元，当前对应09-11年的PE分别为17X、12.6X、9.4X，PB为1.3X，当前估值相对较低，维持“推荐”评级。

表、晨鸣纸业分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	08-1Q	08-2Q	08-3Q	08-4Q	QOQ	2007	2008	YOY	说明
营业收入	4119	4433	3857	3120	-19.1%	15165	15530	2.4%	新建项目投产或达产使生产规模扩大
营业成本	3236	3411	3065	2845	-7.2%	12074	12557	4.0%	
毛利	883	1022	792	276	-65.2%	3090	2973	-3.8%	
销售费用	187	216	155	148	-4.8%	783	706	-9.9%	运费下降
管理费用	139	127	138	157	14.0%	531	561	5.7%	职工薪酬增加
财务费用	26	52	90	119	31.7%	392	287	-26.8%	募集资金项目导致利息收入增加
资产减值	-9	-22	-17	141	-940.9%	102	93	-8.9%	
公允价值	6	10	0	-14		30	3	-91.3%	
投资收益	-7	-5	-2	-9	326.3%	-9	-23	144.0%	
营业利润	535	651	420	-313	-174.5%	1285	1293	0.6%	
利润总额	679	668	474	-266	-156.0%	1489	1555	4.4%	
净利润	469	478	323	-195	-160.4%	968	1075	11.1%	期间费用率降低，营业外收入增加
EPS	0.275	0.232	0.156	-0.094	-160.4%	0.567	0.521	-8.0%	
销售费用率	4.5%	4.9%	4.0%	4.7%	0.7%	5.2%	4.5%	-0.6%	
管理费用率	3.4%	2.9%	3.6%	5.0%	1.5%	3.5%	3.6%	0.1%	
财务费用率	0.6%	1.2%	2.3%	3.8%	1.5%	2.6%	1.8%	-0.7%	
所得税率	21.1%	18.6%	18.9%	22.9%	4.0%	18.2%	19.0%	0.8%	
毛利率	21.4%	23.1%	20.5%	8.8%	-11.7%	20.4%	19.1%	-1.2%	产品价格下降同时原材料库存导致成本居高不下
净利润率	11.4%	10.8%	8.4%	-6.2%	-14.6%	6.4%	6.9%	0.5%	

资料来源：天软投资系统

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	9728	10192	12608	16434
货币资金	2853	2265	2970	4656
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1752	2211	2626	3209
其他应收款	136	201	238	284
存货	3398	3317	4155	5184
非流动资产	16571	15066	13969	12804
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	93	93	94	93
投资性房地产	28	0	0	0
固定资产	14213	13247	12163	11019
在建工程	431	216	108	54
油气资产	0	0	0	0
无形资产	1277	1277	1277	1277
资产总计	26299	25258	26577	29239
流动负债	8195	6023	5785	6411
短期借款	1517	1405	321	0
应付票据	368	294	395	495
应付账款	2642	2727	3404	4202
其他	3668	1596	1664	1714
非流动负债	4083	4026	4045	4051
长期借款	4019	4019	4019	4019
其他	63	6	26	32
负债合计	12278	10048	9829	10462
股本	2062	2062	2062	2062
资本公积	6093	6093	6093	6093
未分配利润	3277	4148	5301	6818
少数股东权益	1763	1993	2270	2633
股东权益合计	14022	15210	16747	18776
负债及权益合计	26299	25258	26577	29239

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	1075	959	1261	1666
折旧和摊销	1159	1179	1192	1199
资产减值准备	63	48	97	98
无形资产摊销	35	0	0	0
公允价值变动损失	3	0	0	0
财务费用	287	321	283	218
投资损失	23	0	0	0
少数股东损益	184	230	277	363
营运资金的变动	-26	961	1028	1301
经营活动产生现金流量	2551	2014	2007	2215
投资活动产生现金流量	-898	28	-0	0
融资活动产生现金流量	1843	-2630	-1301	-530
现金净变动	3496	-588	705	1685
现金的期初余额	741	2853	2265	2970
现金的期末余额	4236	2265	2970	4656

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	15530	18935	22989	27936
营业成本	12557	15417	18757	22742
营业税金及附加	13	20	23	28
销售费用	706	935	1114	1348
管理费用	561	699	835	1020
财务费用	287	321	283	218
资产减值损失	93	87	91	90
公允价值变动	3	0	0	0
投资收益	-23	0	0	0
营业利润	1293	1455	1887	2490
营业外收入	274	0	0	0
营业外支出	12	0	0	0
利润总额	1555	1455	1887	2490
所得税	296	266	349	461
净利润	1260	1189	1537	2029
少数股东损益	184	230	277	363
归属母公司净利润	1075	959	1261	1666
EPS (元)	0.52	0.47	0.61	0.81

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	2.4%	21.9%	21.4%	21.5%
营业利润增长率	0.6%	12.6%	29.6%	32.0%
净利润增长率	11.1%	-10.8%	31.4%	32.2%
盈利能力(%)				
毛利率	19.1%	18.6%	18.4%	18.6%
净利率	6.9%	5.1%	5.5%	6.0%
ROE	8.8%	7.3%	8.7%	10.3%

偿债能力(%)

资产负债率	46.7%	39.8%	37.0%	35.8%
流动比率	1.19	1.69	2.18	2.56
速动比率	0.76	1.13	1.44	1.73

营运能力(次)

资产周转率	0.64	0.00	0.00	0.00
应收帐款周转率	8.18	8.67	8.59	8.66

每股资料 (元)

每股收益	0.52	0.47	0.61	0.81
每股经营现金	0.94	0.98	0.97	1.07
每股净资产	5.95	6.41	7.02	7.83

估值比率 (倍)

PE	14.69	16.47	12.53	9.48
PB	1.29	1.20	1.09	0.98

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我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。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, 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。