

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

2009 年一季报点评

事件描述

晨鸣纸业今日发布 2009 年一季报，其主要内容为：

- 报告期内完成营业收入 28.74 亿元，相比去年同期下滑 30.22%；实现归属母公司股东的净利润 785 万元，同比下滑 98.33%；报告期内实现每股收益 0.0038 元。

事件评论

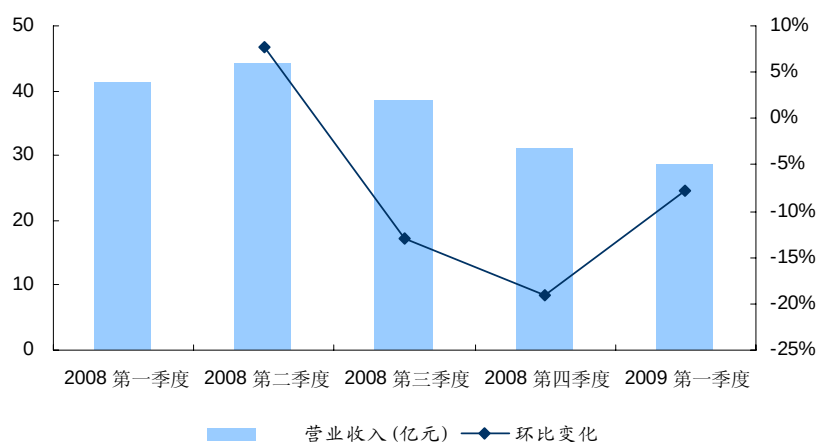
第一，环比销售收入仍小幅下滑，但毛利率有所回升

从公司 2009 年一季报的利润表来看，有三点值得关注：1）销售收入环比仍有下滑，但降幅已经收窄；2）季度综合毛利率有小幅反弹；3）公司冲回 1.33 亿元存货跌价准备。

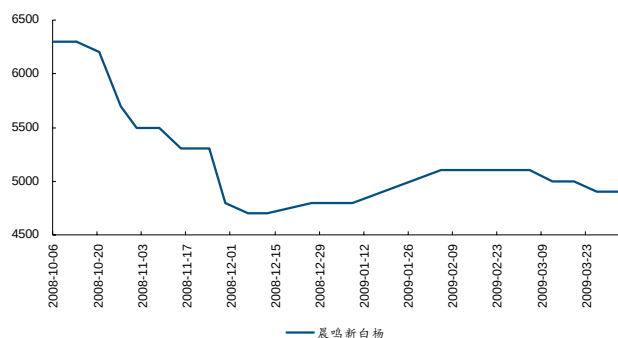
对于销售收入的环比变化，我们的理解是今年一季度和去年四季度的纸价（均价）差是造成收入下滑的主要原因。如果从销量的角度看，我们认为今年一季度的纸品量的销售状况应好于去年四季度。

而毛利率的回升则意味着行业盈利能力开始有所好转。从行业基本面的情况来看，我们认为盈利能力在去年四季度是本轮景气周期的最低谷。

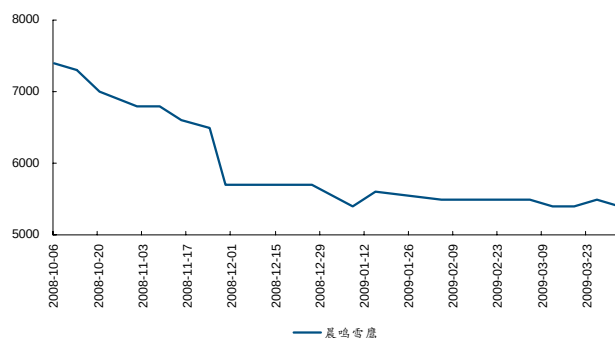
图 1：季度营业收入变化情况



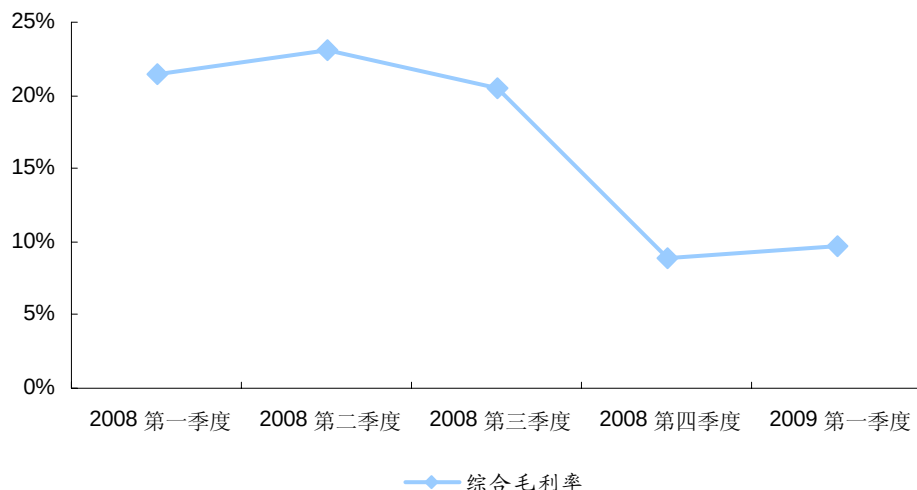
资料来源：公司公告

图 2: 晨鸣白卡纸价格(2008 年四季度~2009 年一季度)


资料来源：纸业联讯

图 3: 晨鸣铜版纸价格(2008 年四季度~2009 年一季度)


资料来源：纸业联讯

图 4: 公司毛利率季度变化


资料来源：公司公告

第二，资产负债表多项数据表明公司生产经营回归正常

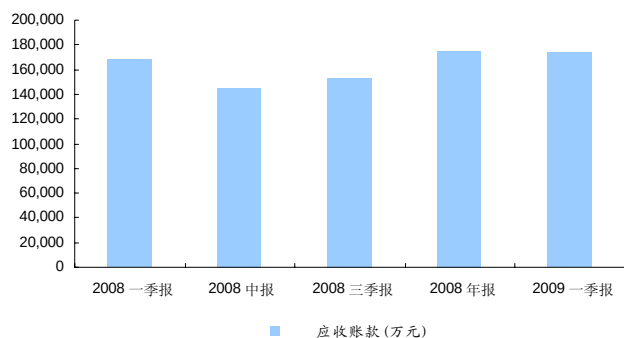
2008 年下半年由于宏观经济下滑导致纸张需求受到“休克”式冲击，纸品价格短期内的快速下跌进一步抑制了需求。在这种背景下，造纸行业的生产经营活动受到了较大的冲击。其表现为需求萎缩、产品价格暴跌、各个环节库存增加、企业开工不足、减产停产普遍。

从行业周期性本质和基本面趋势去分析，景气回升的路径是库存减少—>开工提高—>销量提升—>价格提升—>利润增加。实际上这一过程是生产经营回归正常化的过程。

从一季报的资产负债表来看，多项数据都表明公司的生产经营正在回归正常化。其存货和应收账款环比不再增加，表明企业与下游的交易和议价能力有所改善。而预付帐款和预收帐款增加则表明生产和销售情况在好转：前者表明企业的采购行为增加，后者表明下游的买货意向增强。

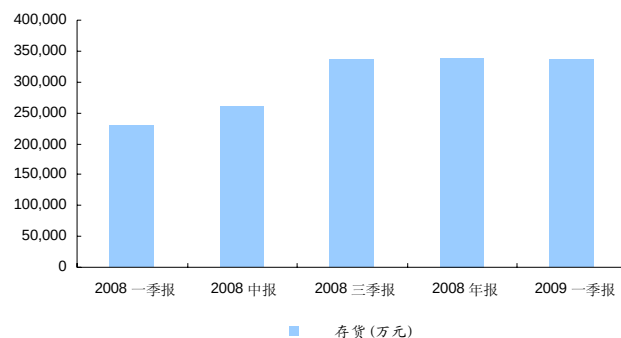
综合来看，我们预计公司二季度的经营状况会进一步环比提高。其向正常化回归的过程在目前的宏观经济背景下可以预期。

图 5: 应收账款不再增加



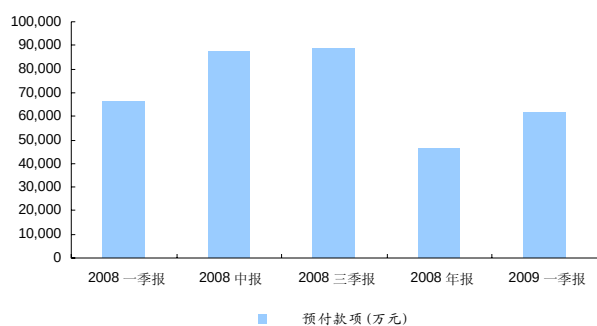
资料来源: 公司公告

图 6: 存货不再增加



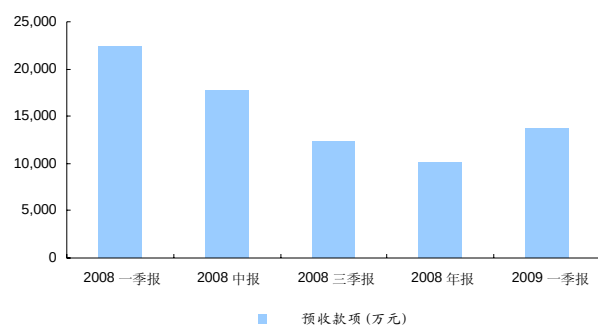
资料来源: 公司公告

图 7: 预付账款增加



资料来源: 公司公告

图 8: 预收帐款增加



资料来源: 公司公告

第三, 维持“中性”评级, 建议关注销量指标和提价能力

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 年公司业绩将同比大幅下降。但其股价已基本反映这一预期。预计公司 2009、2010 年的 EPS 分别为 0.35 元、0.41 元。我们维持公司“中性”的投资评级。

未来, 投资机会来自于盈利能力持续提高和行业景气度从低谷反转。在去库存化之后, 我们建议关注产品销量指标, 或者关注公司是否重获提价能力。

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。