

2009-06-09

纸制品

晨鸣纸业 000488.SZ

底部低成本扩张，提升成长性

◇ 报告起因 公司宣布产能扩张计划

◆ 周期底部的低成本扩张

6月8日公司公告决定新建3个项目：高档低定量铜版纸、高档涂布白牛卡纸、晨鸣国际物流中心及配套铁路专用线项目。这已经是公司09年扩张的第二步规划。4月底公司决定投资16.7亿元开工建设湛江晨鸣45万吨高级文化纸生产线，连同此次三个新增项目，晨鸣共计划新增114.7亿元投资，预计建成后将增加销售收入103亿元，利润16.9亿元。四个新项目合计销售净利率为16.4%，ROA为14.7%，均高于晨鸣现有业务。

我们认为晨鸣纸业此次在行业底部大幅扩张，一方面将确立公司在行业内的龙头地位，另一方面帮助公司找回久违的成长性。公司目前是国内最大的造纸公司，目前拥有造纸产能约330万吨左右，2008年销售收入155.3亿元，这与排名第二的玖龙纸业之间的领先优势仅为18亿元，而四个新增项目投产后将公司产能提升至515万吨，销售收入提升至258亿元，迅速拉开与造纸企业第二集团的差距。

◆ 纸张市场回暖助力盈利能力回升

整个造纸行业景气正在转暖。纸业市场半年来的调整已经比较充分，国内纸张市场的渠道库存消化基本结束；二季度宏观经济正在复苏，将进一步拉升纸张的需求。随着纸张市场的回暖，公司的主要产品已经出现了两次提价，进而拉动开工率和产销率环比回升。根据我们的了解，公司目前的产能利用率已经回升至96%左右；销货顺畅，产销率回升至105%左右。开工率和产销率的上升提振了公司盈利能力，盈利能力自去年4季度谷底持续改善，带动毛利率环比回升。一季度的毛利率环比上升0.8个百分点，二季度公司毛利率回升幅度进一步扩大，预计全年毛利率较去年全年回升0.6个百分点，达到19.7%。

◆ 债券融资降低财务费用

公司拟发行不超过人民币23亿元的中期票据，33亿元的短期融资券，债券融资的引入将降低公司的财务费用。根据目前公司的债务情况来看，8月前将陆续有两期共19.4亿元的短融券到期，因此新增债券的净增量上限应为36.6亿元，另去除09年到期的约10亿元的长期负债，剩下的26.6亿元将主要用于补充公司营运资金及偿还贷款。我们认为在资产负债率没有太大变化的情况下，债券融资比例的增加将显著降低公司的财务费用，对EPS的提升约为0.02元-0.03元之间。

业绩预测和估值指标

指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	15,165	15,530	14,194	15,202	16,160
营业收入增长率	26.55%	2.41%	-8.60%	7.10%	6.30%
净利润（百万元）	968	1,075	1,065	1,214	1,321
净利润增长率	171.12%	11.13%	-0.98%	13.98%	8.82%
EPS（元）	0.57	0.52	0.52	0.59	0.64
ROE	11.52%	8.98%	8.25%	8.55%	8.64%
P/E	14	15	15	13	12
P/B	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	11	10	5	5	4

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

维持

买入

当前价格	7.66 元
目标价格	10.00 元
目标期限	6 个月

分析师：

程杲

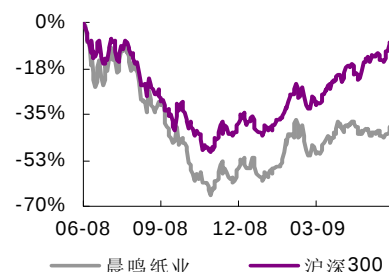
021-22169172

chenggao@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)	2,062
总市值(百万元)	15,795
流通比例(%)	39.25%
12个月最高/最低(元)	13.88/4.39
近3月日均成交量(百万股)	34.21
主要股东	香港中央结算代理人有限公司

股价表现(12个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-5.89	-16.54	-30.48
绝对收益	0.26	12.93	-45.64

相关报告：

估值具备吸引力，维持“买入”评级
..... 2009-04-09
纸种景气分化，业绩大幅增长
..... 2008-09-01

确立龙头地位，找回成长性

6月8日公司公告决定新建3个项目：高档低定量铜版纸、高档涂布白牛卡纸、晨鸣国际物流中心及配套铁路专用线项目。新增的三个项目投资共98亿元。以自筹资金及银行贷款来完成投资。为了便于这三个项目的建设及项目建成后的生产经营，晨鸣纸业将以现金出资成立全资子公司寿光美伦纸业有限责任公司，美伦纸业成立后负责这三个项目的立项、报批及建设运营相关工作。

这已经是公司09年扩张的第二步规划。4月底公司决定投资16.7亿元开工建设湛江晨鸣45万吨高级文化纸生产线，连同此次三个新增项目，晨鸣共计划新增114.7亿元投资，预计建成后将增加销售收入103亿元，利润16.9亿元。四个新项目合计销售净利率为16.4%，ROA为14.7%，均高于晨鸣现有业务。

周期底部扩张成本较低，公司大量逆周期的资本投入将为未来业绩增长埋下伏笔。湛江晨鸣建设年产45万吨高级文化纸生产线采取了与浆线公用设施的策略，总投资仅为16亿元，合每吨投资仅为3556万元，铜版纸和白卡纸产线的每万吨投资也仅为6500万元和4333万元，远低于2008年同类项目的投资成本。

我们认为晨鸣纸业此举在行业底部大幅扩张，一方面将确立公司在行业内的龙头地位，另一方面帮助公司找回久违的成长性。公司目前是国内最大的造纸公司，目前拥有造纸产能约330万吨左右，2008年销售收入155.3亿元，这与排名第二的玖龙纸业之间的领先优势仅为18亿元，而四个新增项目投产后将公司产能提升至515万吨，销售收入提升至258亿元，显著拉开与造纸企业第二集团的差距。

图表 1 公司目前主要在建项目及盈利预测一览

项目名称	规模（万吨）	实施公司	总投资（亿元）	预计销售收入（亿元）	预计净利润（亿元）	预计完工日期	销售净利率	ROA
湛江木浆项目	70	湛江晨鸣	94.3	-	-	2012年	-	-
高级文化纸	45	湛江晨鸣	16.7	21.15	1.89	2011年4月	8.9%	11.3%
高档低定量铜版纸	80	寿光美伦	52	53.7	8.5	2011年5月	15.8%	16.3%
高档涂布白牛卡纸	60	寿光美伦	26	23.3	4.3	2011年2月	18.5%	16.5%
晨鸣国际物流中心及配套铁路专用线		寿光美伦	20	5	2.207	2011年5月	44.1%	11.0%
晨鸣现状（08年报）	330		277.6	155.3	10.75		6.9%	3.9%

资料来源：光大证券研究所

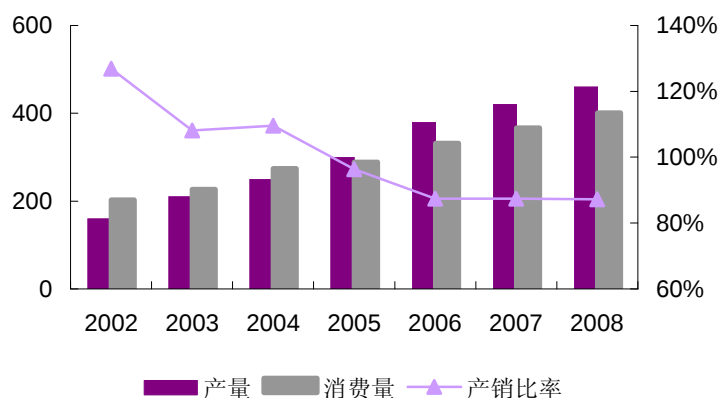
纸张市场回暖助力盈利能力回升

整个造纸行业景气正在转暖。纸业市场半年来的调整已经比较充分，国内纸张市场的渠道库存消化基本结束；二季度宏观经济正在复苏，将进一步拉升纸张的需求。随着纸张市场的回暖，公司的主要产品已经出现了两次提价，进而拉动开工率和产销率环比回升。根据我们的了解，公司目前的产能利用率已经回升至 96%左右；销货顺畅，产销率回升至 105%左右。开工率和产销率的上升提振了公司盈利能力，盈利能力自去年 4 季度谷底持续改善，带动毛利率环比回升。一季度的毛利率环比上升 0.8 个百分点，二季度公司毛利率回升幅度进一步扩大，预计全年毛利率

铜版纸：产能投放可能影响景气复苏

随着国内厂商不断引进国外大型纸机，以及国外厂商在国内设厂，铜版纸经过近几年的快速扩张，国内产能飞速增长。2002 年国内产量仅为 160 万吨，至 2008 年国内产量已经达到 420 万吨。6 年间产能翻了一倍多。而相应的国内需求却没有跟上产能释放的速度。2002 年国内铜版纸消费量 201 万吨，需求缺口 41 万吨；而 2008 年国内需求仅为 401 万吨，供给缺口 19 万吨。与此同时铜版纸产销率也不断降低，2008 年全年产销率仅为 87%。

图表 2 文化纸产量、销售率变化



资料来源：光大证券研究所

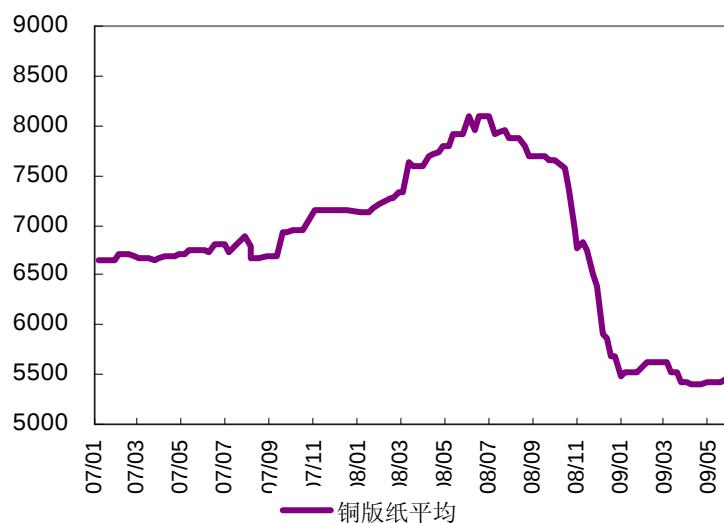
尽管如此，未来铜版纸的产能投放仍然存在较大压力。未来的产能投放还有 2010 年期间海南 APP 投产的 80 万吨生产线，华泰股份 45 万吨以及日本王子南通两期共 80 万吨生产线。加上晨鸣此次 80 万吨铜版纸生产线的规划，铜版纸的价格可能会面临短暂复苏后的沉寂。

图表 3 主要铜版纸产能扩张及投产时间

公司	地点	规模（万吨）	投产日期
晨鸣纸业	山东寿光	20	2008 年
APP	海南	80	2010 年
日本王子（一期）	江苏南通	40	2011 年
华泰纸业	山东东营	45	2011 年
晨鸣纸业	山东寿光	80	2011 年
日本王子（二期）	江苏南通	40	2015 年

资料来源：光大证券研究所

图表 4 铜版纸价格近期走势（万元）



资料来源：光大证券研究所

白卡纸短期景气回升，中期有忧

白卡纸 2008 年新增 70 万吨产能，目前已经基本消化产能投放的冲击。2009 年是白卡纸产能投放的真空期，我们认为短期白卡纸将随经济复苏景气有所回升。

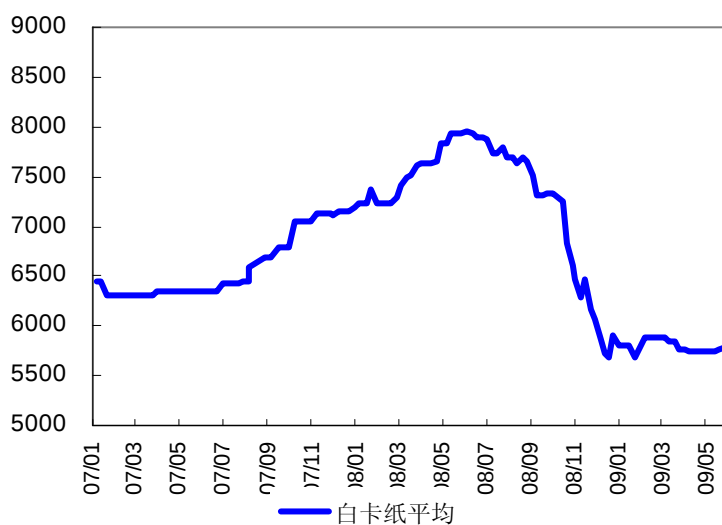
白卡纸的新增产能较多，2008 年美利纸业扩产 30 万吨，太阳纸业新增 40 万吨，2010 年还有 APP 钦州 60 万吨，博汇纸业 35 万吨，而现有产能仅为 250 万吨。我们预计到 2011 年产能将扩张至近 400 万吨，复合增长率 20%左右，而国内需求增长率仅为 8-10%左右，我们认为白卡纸将在短暂的景气回升之后，随着价格的下跌，2010 年的开工率将趋于降低。

图表 5 主要白卡纸产能扩张及投产时间

公司	地点	规模（万吨）	投产日期
新亚纸业	河南新乡	20	2007 年 11 月
美利纸业	宁夏中卫	30	2008 年一季度
太阳纸业	山东兖州	40	2008 年 8 月
APP	广西钦州	60	2010 年
博汇纸业	山东淄博	35	2010 年
晨鸣纸业	山东寿光	60	2011 年

资料来源：光大证券研究所

图表 6 白卡纸价格近期走势（万元）

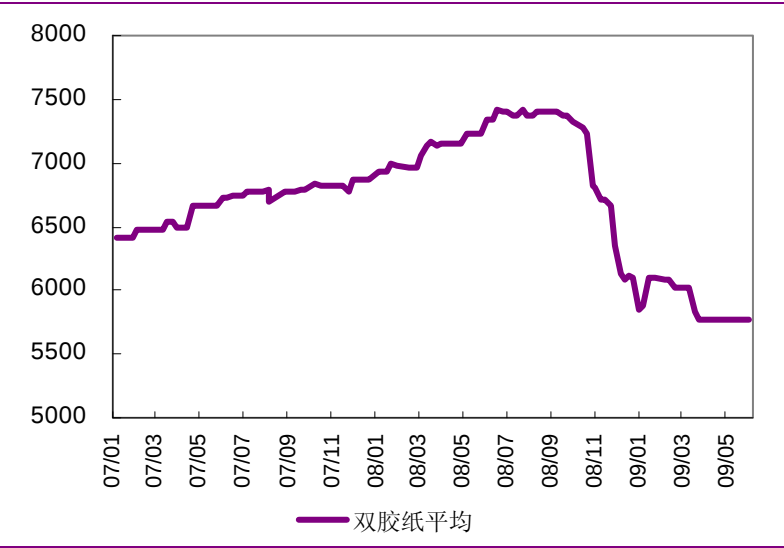


资料来源：光大证券研究所

文化纸景气平稳

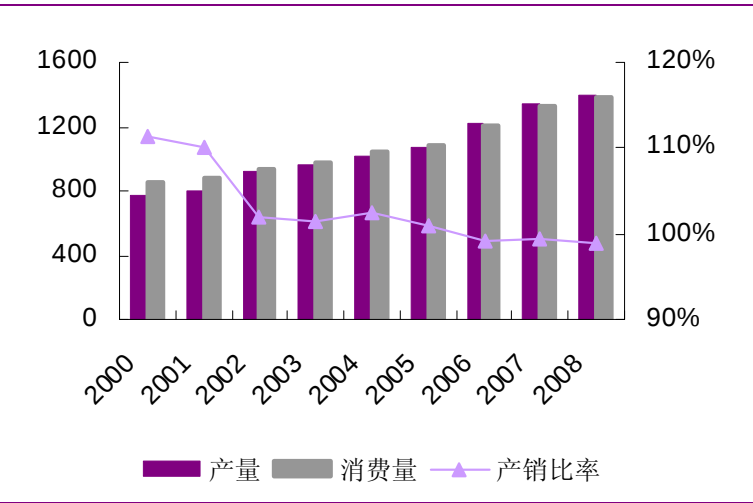
未来两年文化纸的新增产能投放相对较少，此外文化纸的产能比较分散，这意味着文化纸还将受益于小型产能的退出，这使得文化纸的景气较其他纸种较好。相对于白卡纸和铜版纸，文化纸的产能投放压力较小，我们预计文化纸的需求增长约为 7%左右，供给需求基本平衡。

图表 7 双胶纸价格近期走势（万元）



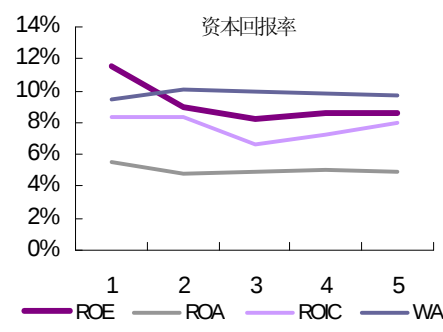
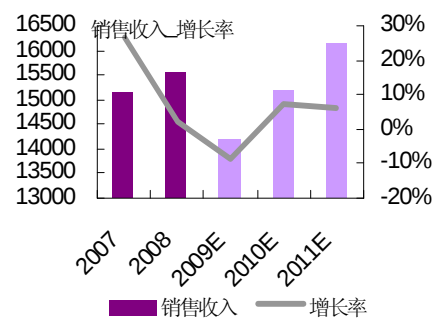
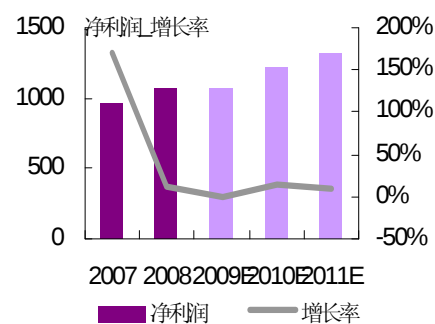
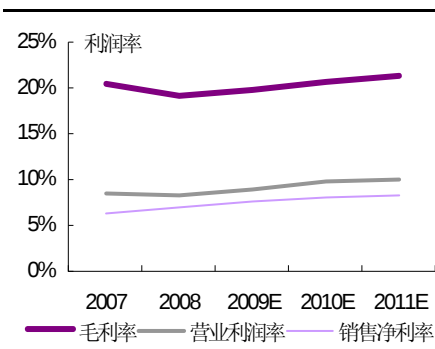
资料来源：光大证券研究所

图表 8 文化纸产量、销售率变化



资料来源：光大证券研究所

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	15,165	15,530	14,194	15,202	16,160
营业成本	12,074	12,557	11,398	12,055	12,701
EBITDA	1,881	1,842	3,553	3,873	4,139
折旧和摊销	1,657	1,756	1,842	1,917	1,992
销售费用	783	706	639	714	776
管理费用	531	561	525	578	646
财务费用	392	287	342	371	412
公允价值变动损益	30	3	0	0	0
投资收益	-9	-23	0	0	0
营业利润	1,285	1,293	1,279	1,471	1,611
利润总额	968	1,075	1,553	1,746	1,886
少数股东损益	251	184	184	190	195
归属母公司净利润	967.64	1,075.29	1,064.76	1,213.62	1,320.69

资产负债表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
总资产	22,011	26,299	25,615	28,115	30,915
流动资产	6,598	9,728	8,457	10,513	13,555
货币资金	741	2,853	2,697	4,142	6,545
交易型金融资产	6	0	0	0	0
应收账款	1,660	1,752	1,561	1,739	1,923
应收票据	1,677	974	926	1,031	1,140
其他应收款	196	136	136	136	136
存货	1,744	3,398	2,849	3,134	3,434
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	96	93	93	93	93
固定资产	13,243	14,213	14,648	14,886	14,599
无形资产	822	1,277	1,213	1,149	1,086
总负债	11,431	12,278	10,798	12,035	13,698
无息负债	3,113	5,703	3,765	4,218	4,921
有息负债	8,318	6,574	7,033	7,817	8,777
股东权益	10,581	14,022	15,146	16,409	17,546
股本	1,706	2,062	2,062	2,062	2,062
公积金	4,563	7,106	7,317	7,544	7,791
未分配利润	2,577	3,277	4,030	4,892	5,607
少数股东权益	1,836	1,763	1,947	2,137	2,332

现金流量表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	1,324	1,934	4,193	3,372	3,834
净利润	968	1,075	1,065	1,214	1,321
折旧摊销	1,657	1,756	1,842	1,917	1,992
净营运资金增加	-869	2,302	1,642	2,139	4,478
其他	-431	-3,200	-355	-1,897	-3,957
投资活动产生现金流	-977	-1,504	-2,400	-2,200	-1,600
净资本支出	871	3,812	3,520	2,560	2,560
长期投资变化	0	93	0	0	0
其他资产变化	-1,848	-5,408	-5,920	-4,760	-4,160
融资活动现金流	-	-	-	-	-
股本变化	341	356	0	0	0
债务净变化	-27	-1,744	459	784	960
其它长期负债变化	-6,698	2,591	-1,938	453	703
净现金流	-166	2,091	-157	1,445	2,403

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
成长性 (%YoY)					
收入增长率	26.55%	2.41%	-8.60%	7.10%	6.30%
净利润增长率	171.12%	11.13%	-0.98%	13.98%	8.82%
EBITDA 增长率	76.18%	-2.07%	92.81%	9.02%	6.87%
EBIT 增长率	76.31%	-2.07%	2.86%	11.69%	8.54%
EPS 增长率	116.99%	-8.04%	-0.98%	13.98%	8.82%
估值指标					
PE	14	15	15	13	12
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	11	10	5	5	4
EV/EBIT	11	10	10	9	7
EV/NAPLAT	11	11	13	11	9
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	26.56%	19.14%	19.70%	20.70%	21.40%
EBITDA 率	12.41%	11.86%	25.03%	25.48%	25.61%
EBIT 率	12.41%	11.86%	13.35%	13.92%	14.22%
税前净利润率	9.82%	10.02%	10.94%	11.48%	11.67%
税后净利润率	6.38%	6.92%	7.50%	7.98%	8.17%
ROA	5.54%	4.79%	4.88%	4.99%	4.90%
ROE	11.52%	8.98%	8.25%	8.55%	8.64%
ROIC	10.15%	10.34%	8.30%	8.98%	9.91%
偿债能力					
净负债 / 权益	0.65	0.19	0.22	0.16	0.07
资产负债率	51.93%	46.68%	41.62%	42.31%	43.84%
流动比率	0.90	1.19	1.60	2.02	2.30
速动比率	0.66	0.77	1.06	1.42	1.71
每股指标					
EPS	0.57	0.52	0.52	0.59	0.64
每股红利	0.00	0.00	0.06	0.07	0.18
每股经营现金流	-	0.94	2.03	1.64	1.86
每股净资产	6.20	6.80	7.35	7.96	8.51
每股销售收入	8.89	7.53	6.88	7.37	7.84
每股 EBITDA	1.10	0.89	1.72	1.88	2.01

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

程杲，复旦大学经济学硕士，2007 年 11 月加入光大证券研究所，从事造纸行业研究。

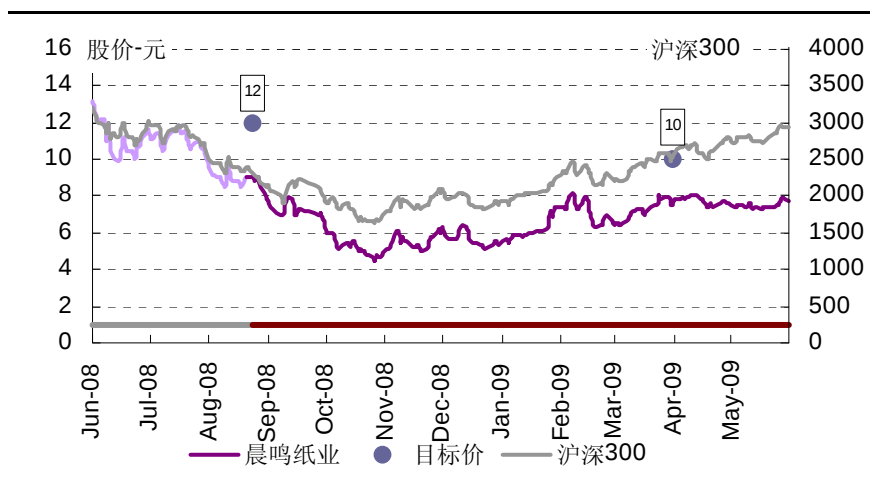
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

晨鸣纸业（000488）

分析师：程杲



日期	股价	目标	评级
2008-09-01	8.79	12.00	买入
2009-04-09	7.66	10.00	买入

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也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。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
上海				
	李松	021-22169999-9090	15821882803	lisong@ebsecn.com
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebsecn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
深圳				
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表，篡改或者引用。