



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态

2009年6月9日

造纸印刷行业

研究部

罗炜

分析员

luowei@cicc.com.cn

关雪

联系人

guanxue@cicc.com.cn

H+B: 推荐 / A: 审慎推荐

晨鸣纸业(000488.CH)

百亿投资扩张产能

主要财务信息

(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	11,983	15,165	15,530	14,970	15,317
(+/-)	23%	27%	2%	-4%	2%
息税前利润	1,026	1,656	1,600	1,117	1,508
(+/-)	12%	61%	-3%	-30%	35%
净利润	357	968	1,075	621	903
(+/-)	-41%	171%	11%	-42%	46%
每股盈利(元)	0.26	0.57	0.52	0.30	0.44
(+/-)	-41%	117%	-8%	-42%	46%
市盈率	29.2	13.5	14.7	25.4	17.4
市净率-A	1.7	1.5	1.3	1.2	1.2
市净率-B	1.10	0.86	0.71	0.70	0.68
市净率-H	1.30	1.02	0.84	0.82	0.81
EV/EBITDA	10.04	8.53	8.45	10.03	8.22
净资产收益率	6.1%	11.1%	8.8%	4.9%	6.7%
ROCE	2.8%	6.6%	6.6%	3.1%	4.0%
现金分红收益率	2.0%	2.1%	0.7%	1.2%	1.7%
每股经营现金流(元)	4.9	4.9	18.8	1.5	1.4
股价/经营现金	1.6	1.6	0.4	5.2	5.6

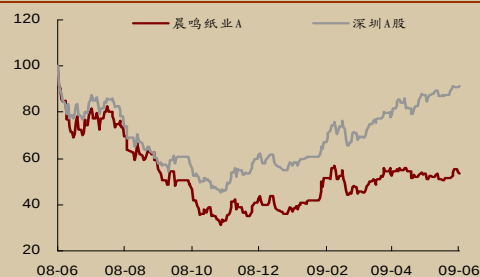
股票信息

	A股	H股	B股
股票代码	000488.CH	1812.HK	200488.CH
当前股价(元)	人民币7.68	港币5.79	港币4.92
目标价格	-	港币10	港币10
日成交量(百万股)	34.10	7.13	10.46
52周最高价/最低价	人民币13.88/4.39	港币9/1.93	港币8.4/2.55
总市值(百万元)	人民币12965.79	港币14705.58	港币14705.58
发行股数(百万股)	1,113	391	557
其中:流通股(百万股)	809	391	557
主要股东(持股比例)	寿光晨鸣控股有限公司(14.21%)		

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[000488.SZ]	+2.95	+0.26	+17.25	+49.42
[1812.HK]	+29.53	+42.96	+94.30	+114.44
[200488.CH]	+14.42	+25.19	+28.13	+56.19
[深证A股指数]	+1.39	+4.38	+32.10	+66.29
[HSCEI]	-1.17	+4.58	+50.02	+33.21

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

6/5/2009 造纸行业报告及晨鸣H股首次关注报告

公司近况:

公司今日公告将投资 98 亿于 3 个项目, 包括 80 万吨低克重铜版纸项目、60 万吨高档涂布牛卡纸项目和晨鸣国际物流中心及配套铁路专用线项目。

评论:

长期影响正面。如果 140 万吨纸项目于 2011 年顺利投产, 2011 年底产能将达 464 万吨, 增长 43%, 公司纸品产能没有增长的局面将改变。2011 年-2015 年公司净利润年均复合增长达 20%。

短期影响中性。新的产能扩张计划引发较高的资本支出, 财务费用提高, 2010 年净利润较之前减少 9%, 但仍保持 30% 的年增长。负债率仍可保持在合理水平。

估值与建议:

维持盈利预测。估值方面, 晨鸣纸业 H 股估值较低, A 股也处于行业低端。长期看, 公司在林浆纸一体化、纸品产能均有明显增长动力。重申 H 股“BUY”和 A 股“审慎推荐”评级。

主要风险

项目不能顺利投产, 2011 年铜版纸和白卡纸市场仍然严重供过于求。

公告产能扩张

公司今日公告将投资 98 亿于 3 个项目，包括 80 万吨低克重铜版纸项目、60 万吨高档涂布牛卡纸项目和晨鸣国际物流中心及配套铁路专用线项目。

图表 1：98 亿投资项目详情

项目	产能	投资额	预计投产时间	资金来源
高档低定量铜版纸项目	80 万吨	52 亿	2011 年 5 月	自筹和银行贷款
高档涂布白牛卡纸	60 万吨	26 亿	2011 年 2 月	自筹和银行贷款
晨鸣国际物流中心和配套铁路专用线	-	20 亿	2011 年 5 月	自筹和银行贷款
合计	140 万吨	98 亿	-	-

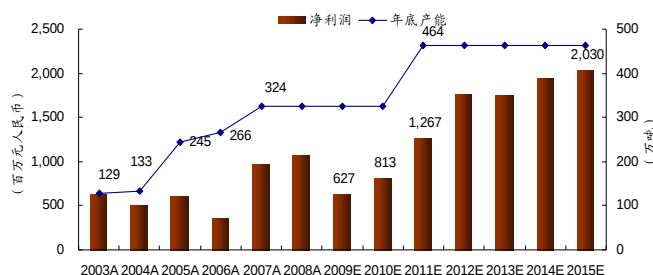
资料来源：公司公告

长期影响正面

沉寂多年后再次重启纸品产能扩张。2007 年-2010 年连续 4 年年底产能保持在 324 万吨。如果 2011 年 140 万吨产能顺利投产，总产能将达 464 万吨，增长 43%。

2011 年开始，公司进入发展新阶段。湛江林浆纸一体化项目将在 2011 年下半年投产，140 万吨造纸项目也将在 2011 年投产，公司的增长动力将在 2011 年释放。经过测算，上述两部分将使公司 2011 年-2015 年净利润年均复合增长 20%。

图表 2：林浆纸项目及 140 万吨纸项目带来的增长



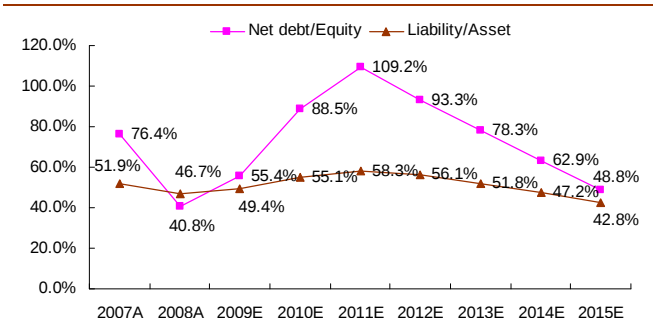
资料来源：公司资料，中金公司研究部

短期影响中性

如果按照顺利的投产计划，公司 2009 年-2011 年将加大资本支出，从而增加财务费用。经过测算，2010 年增加财务费用 1.1 亿元，影响当年每股收益 0.04 元，下降 9%。但 2010 年公司仍可保持 30% 的增长。

2009-2011 年 218 亿投资对资产负债表影响不大。经过测算，加大投资后，公司 2011 年资产负债率和净负债率将分别达到 58% 和 109%，略偏高，但随后逐年下降。

图表 3：资产负债率和净负债率



资料来源：中金公司研究部

资金来源有一定保障

林浆纸一体化 120 亿投资和 140 万吨纸扩张项目 98 亿投资共 218 亿投资中约 100 亿来自银行贷款，30 亿来自 08 年港股 IPO 融资，其余 88 亿为公司自有资金。公司目前获得国内大型银行授信，额度 100-150 亿元，银行贷款基本可以保证。

估值及投资建议

考虑到 140 万吨纸扩张项目还需要各种程序获得通过，目前土建工作还没有开始，2011 年投产存在一定不确定性，维持当前盈利预测，2009 和 2010 年每股收益 0.3 元和 0.44 元。

估值方面，晨鸣纸业 H 股估值较低，A 股也处于行业低端。长期看，公司在林浆纸一体化、纸品产能均有明显增长动力。重申 H 股“BUY”和 A 股“审慎推荐”评级。

主要风险

项目不能顺利投产，2011 年铜版纸和白卡纸市场仍然严重供过于求。

图表 4: 历史和预测的财务指标

损益表 (百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入净额	11,983	15,165	15,530	14,970	15,317
主营业务成本	-9,708	-12,074	-12,557	-12,554	-12,487
主营业务利润	2,275	3,090	2,973	2,416	2,830
销售费用	-678	-783	-706	-680	-689
管理费用	-517	-531	-561	-541	-554
资产减值损失	-35	-102	-93	-66	-67
EBIT	1,026	1,656	1,600	1,117	1,508
D&A	967	1,043	1,159	1,330	1,482
EBITDA	1,993	2,699	2,759	2,447	2,989
财务费用	-451	-392	-287	-339	-370
公允价值变动净收益	-	30	3	3	3
投资净收益	80	-9	-23	27	30
营业利润	654	1,285	1,293	808	1,170
营业外收入	201	232	274	274	274
营业外支出	-240	-28	-12	-12	-12
税前利润	616	1,489	1,555	1,070	1,433
所得税	-101	-271	-296	-214	-287
归属于母公司所有者的净利润	357	968	1,075	621	903
现金流量表 (百万元)					
经营活动现金流净额	1,009	1,324	1,934	3,029	2,836
投资活动现金流净额	-2,798	-977	-1,504	-3,545	-2,047
融资活动现金流净额	1,660	-513	1,661	1,919	1,242
货币资金增加额	-113	-170	2,074	1,403	2,031
资产负债表 (百万元)					
货币资金	826	741	2,853	4,219	6,249
应收款项	2,800	3,533	2,862	3,412	3,491
存货	1,841	1,744	3,398	2,236	2,224
流动资产	5,966	6,598	9,728	10,329	12,424
长期投资	86	96	93	120	149
投资性房地产	31	30	28	26	25
固定资产	9,523	13,243	14,213	16,134	16,713
无形资产和其他资产	14,592	15,413	16,571	18,851	19,500
流动负债	5,867	7,367	8,195	7,725	8,169
长期负债	6,803	4,063	4,083	6,681	8,020
总负债	12,669	11,431	12,278	14,406	16,189
归属母公司所有者权益	6,152	8,745	12,259	12,776	13,493
少数股东权益	1,738	1,836	1,763	1,998	2,241
股东权益	7,889	10,581	14,022	14,774	15,734
负债和权益	20,559	22,011	26,299	29,180	31,923

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 5: 盈利预测及其主要假设

	2007	2008	2009E	2010E
主要产品产能(千吨)	3,240	3,240	3,240	3,240
主要产品产量(千吨)	2,904	3,048	3,048	3,048
主要产品销量(千吨)	2,846	2,764	2,764	2,764
平均销售价格(含税价元/吨)	5,696	6,169	5,912	6,038
	9.0%	8.3%	-4.2%	2.1%
机制纸销售收入	13,856	14,574	13,967	14,263
电及汽销售收入	69	236	247	260
其它产品销售收入	1,240	720	756	794
营业收入	15,165	15,530	14,970	15,317
纸制品销售成本	11,040	11,815	11,782	11,681
电及汽销售成本	59	199	203	208
其它产品销售成本	975	542	569	598
营业成本	12,074	12,557	12,554	12,487
毛利率	20.4%	19.1%	16.1%	18.5%

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

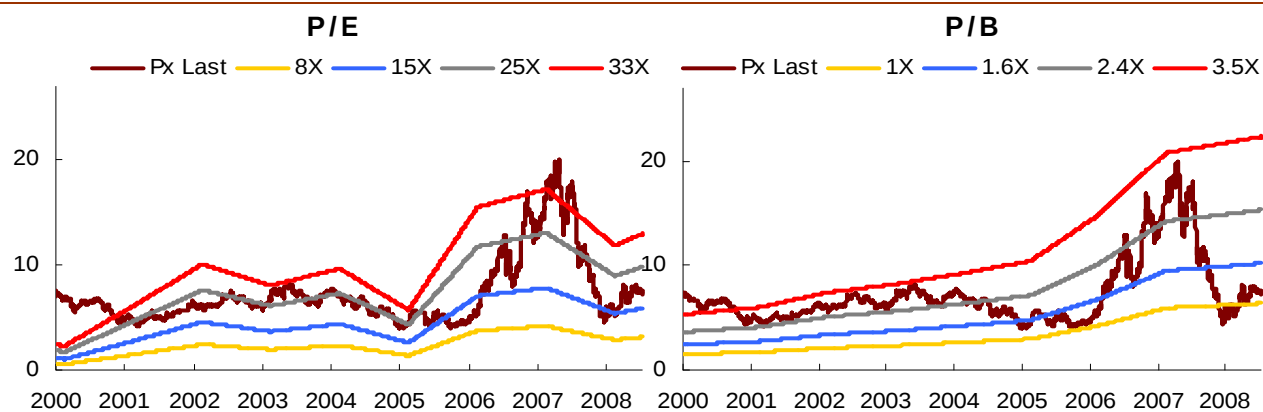
图表 6：可比公司估值

公司	货币	股价	市盈率			市净率			EV/EBITDA		
		2009-6-4	08	09E	10E	08	09E	10E	08	09E	10E
A股市场											
华泰股份	CNY	11.01	16.6	18.7	13.1	1.6	1.3	1.2	8.5	7.3	6.0
晨鸣纸业	CNY	7.68	14.7	25.5	17.5	1.3	1.2	1.2	8.5	10.0	8.2
岳阳纸业	CNY	8.38	39.9	37.4	22.3	1.9	1.6	1.4	16.7	13.4	10.6
博汇纸业	CNY	7.89	15.7	24.4	14.7	1.6	1.5	1.4	5.8	8.5	6.3
景兴纸业	CNY	5.77	n.a.	75.0	48.2	1.3	1.3	1.3	184.2	n.a.	n.a.
太阳纸业	CNY	12.95	28.2	22.3	16.9	2.5	2.2	2.0	13.6	9.1	7.0
山鹰纸业	CNY	4.20	420.0	28.6	30.7	1.4	n.a.	n.a.	12.5	n.a.	n.a.
平均值			89.2	33.1	23.4	1.7	1.5	1.4	35.7	9.7	7.6
中间值			22.4	25.5	17.5	1.6	1.4	1.3	12.5	9.1	7.0
B股市场											
晨鸣B	HKD	4.92	8.3	14.4	9.9	0.7	0.7	0.7	8.5	10.0	8.2
香港市场											
玖龙纸业	HKD	5.73	11.3	18.3	13.8	1.6	1.5	1.4	14.2	16.9	12.4
理文造纸	HKD	8.88	7.0	16.4	9.5	1.3	1.2	1.1	9.0	13.0	8.9
晨鸣纸业	HKD	5.79	9.5	16.9	12.0	0.8	0.8	0.8	8.5	10.0	8.2
群星纸业	HKD	3.66	9.9	9.6	8.0	1.7	n.a.	n.a.	4.3	n.a.	n.a.
维达国际	HKD	3.88	21.1	12.6	10.7	2.1	1.8	1.6	12.3	8.1	6.9
阳光纸业	HKD	2.32	12.6	19.8	13.5	0.7	0.6	0.6	11.5	10.5	9.1
平均值			11.9	15.6	11.2	1.4	1.2	1.1	10.0	11.7	9.1
中间值			9.9	16.4	10.7	1.3	1.0	1.0	9.0	10.2	8.6
台湾市场											
Yuen Foong Yu	TWD	10.05	n.a.	71.8	21.4	0.9	n.a.	n.a.	304.9	n.a.	n.a.
美国市场											
Intl.Paper	USD	14.72	n.a.	111.5	34.9	1.5	1.4	1.3	6.4	6.8	6.9
Kimberly-Clark	USD	52.78	13.0	12.7	11.3	5.6	5.0	4.6	8.7	8.2	7.6
MeadWestvaco	USD	16.71	32.1	66.3	27.9	1.0	1.0	1.0	6.5	6.9	6.4
Pottlatch Corp	USD	27.58	20.7	27.9	26.5	5.5	7.0	8.3	16.6	17.1	16.4
Boise Cascade	USD	8.10	n.a.	25.7	16.8	2.5	2.3	2.0	7.6	11.7	10.8
Weyerhaeuser	USD	34.10	n.a.	n.a.	n.a.	1.5	1.8	2.0	110.5	212.8	19.8
Temple-Inland	USD	13.81	n.a.	33.2	30.3	1.9	2.0	2.0	9.3	7.4	7.2
平均值			22.0	46.2	24.6	2.8	2.9	3.0	23.7	38.7	10.7
中间值			20.7	30.5	27.2	1.9	2.0	2.0	8.7	8.2	7.6
日本市场											
Nippon Unipac	JPY	2,645.00	n.a.	18.2	23.7	0.7	0.7	0.7	10.4	9.8	10.1
Oji Paper	JPY	421.00	n.a.	16.1	20.3	1.0	1.0	0.9	10.2	9.7	9.4
平均值			n.a.	17.2	22.0	0.9	0.8	0.8	10.3	9.7	9.7
中间值			n.a.	17.2	22.0	0.9	0.8	0.8	10.3	9.7	9.7
欧洲市场											
SCA	SEK	83.00	10.5	14.0	12.0	0.9	0.9	0.8	7.1	7.3	6.6
M-real	EUR	0.57	n.a.	n.a.	n.a.	0.1	0.2	0.2	4.4	26.7	12.6
Stora Enso	EUR	4.10	n.a.	n.a.	34.7	0.6	0.6	0.6	9.7	9.9	8.6
UPM-Kymmene	EUR	6.50	n.a.	n.a.	38.5	0.6	0.6	0.6	7.2	9.0	7.7
平均值			10.5	14.0	28.4	0.5	0.6	0.6	7.1	13.2	8.9
中间值			10.5	14.0	31.6	0.6	0.6	0.6	7.1	9.9	8.6
其他市场											
CMPC	CLP	16,400.00	25.3	34.1	19.0	1.0	1.1	1.0	10.5	11.3	10.1
林业公司											
吉林森工	CNY	8.16	62.8	n.a.	27.9	1.9	n.a.	1.6	18.6	n.a.	n.a.
永安林业	CNY	7.62	381.0	95.3	63.5	4.1	n.a.	n.a.	30.8	n.a.	n.a.
景谷林业	CNY	10.92	156.0	364.0	n.a.	3.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
平均值			199.92	229.63	45.70	3.24	n.a.	1.57	24.68	n.a.	n.a.
中间值			156.00	229.63	45.70	3.65	n.a.	1.57	24.68	n.a.	n.a.
林纸一体化											
福建南纸	CNY	4.34	868.0	n.a.	n.a.	1.4	n.a.	n.a.	50.7	n.a.	n.a.
岳阳纸业	CNY	8.38	39.9	37.4	22.3	1.9	1.6	1.4	16.7	13.4	10.6
平均值			453.95	37.43	22.31	1.65	1.57	1.45	33.69	13.36	10.58
中间值			453.95	37.43	22.31	1.65	1.57	1.45	33.69	13.36	10.58
全球平均值(不含中国)											
			105.0	51.1	22.6	1.8	1.7	1.7	28.3	21.3	9.8
全球中间值(不含中国)											
			20.9	22.7	20.9	1.5	1.1	1.1	10.2	10.0	9.0

资料来源：彭博资讯

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

图表 7: 历史 P/E 和 P/B



资料来源：彭博资讯

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。