

公司研究

公司点评

维持评级：短期-推荐，长期-A

晨鸣纸业（000488）：逆市扩张抢占高端纸品市场

核心观点

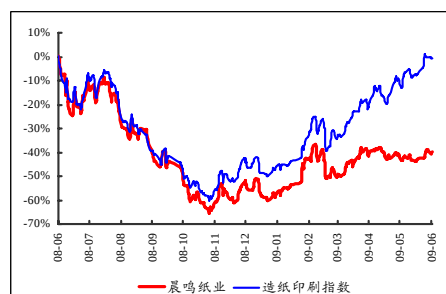
公司逆市向高端纸品市场扩张。2009 年 6 月 8 日，公司董事会决议在寿光建设年产 80 万吨高档低定量铜版纸项目、年产 60 万吨高档涂布白牛卡纸项目、晨鸣国际物流中心及配套铁路专用线三个项目，并出资设立全资子公司负责三个项目的立项、报批及建设运营等工作。此次董事会通过的三个项目尚提交公司股东大会审议通过，并需要相关政府部门批准方能实施。根据公司预计，年产 80 万吨高档低定量铜版纸项目、年产 60 万吨高档涂布白牛卡纸项目分别在 2011 年 5 月、2011 年 2 月完工投产，4 月底公司公告称将投资 16.68 亿元建设年产 45 万吨的高级文化纸项目（湛江晨鸣），也将会在 2009 年 4 月份左右投产，如果建设工程顺利，公司 09 年将会有 185 万吨的产能投放，当前公司造纸产能约为 330 万吨，届时产能将会增长 56.1%。

扩大公司在高端纸品市场占有率。受去年国际金融危机影响，纸及纸板价格大幅回落，导致造纸设备价格也大幅下降，公司在此时大幅扩大产能，能够有效降低单位产能的建设成本，新增项目成本将会显著下降，当国际、国内经济复苏之后，纸及纸板需求也将随之快速提升，届时公司将会抓住时机有效的抢占市场，提高公司在高端产品中的市场占有率。

项目投产后财务费用将会大幅提升。三个项目投资总额约为 98 亿元，其中年产 80 万吨高档低定量铜版纸项目 52 亿元、年产 60 万吨高档涂布白牛卡纸项目 26 亿元、晨鸣国际物流中心及配套铁路专用线 20 亿元。当前公司资产规模为 278 亿元，该三个项目建成后公司资产规模将会大幅增加，我们预计公司资产负债率将会进一步提升，随着项目投产，利息费用停止资本化，公司财务费用也将会大幅度提升。

盈利状况有可能好于当前预期。公司根据当前市场情况测算，高档低定量铜版纸项目、高档涂布白牛卡纸项目顺利达产后，每年能够分别实现销售收入 53.7 亿元、23.3 亿元，也就是说两个项目达产后可以增加年收入 77 亿元，占公司 08 年营业收入近 50%；两个项目分别能够实现毛利 8.5 亿元、5.3 亿元，毛利率分别为 15.83%和 18.45%。随着宏观经济复苏，造纸行业的盈利能力将会继续好转，届时项目的盈利状况有可能好于预期。

近一年股价走势：



公司主要财务指标

项目	数值
总股本	206,205 万股
实际流通股本	80,947 万股
每股净资产	5.95 元
资产负债率	49.47%
ROE（2008 年）	8.77%

数据来源：公司数据

国都证券研究所

联系人：周红军

电话：010-84183380

E-mail:zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

首次给予公司“短期-推荐，长期-A”的投资评级。晨鸣纸业是我国造纸行业的龙头公司，08年公司纸及纸板产量为317万吨，位居全国第二，仅低于玖龙纸业，并且公司产品包括了文化纸和包装纸等7个品种，公司今后将会致力于高端纸品的研发和生产，提高公司在国际、国内高端纸品市场占有率，随着相关扩大高端纸品产能战略的实施，公司存在较大的成长空间。我们预计公司2009、2010年摊薄每股收益为0.37元、0.56元，对应2009、2010年动态市盈率为20.7倍、13.7倍，公司当前PB估值1.32倍，远低于行业的平均水平，在A股市场中也有明显的估值优势，并且当前造纸行业的盈利能力已经开始好转，因此我们首次给予“短期-推荐，长期-A”的投资评级。

图表 1：晨鸣纸业盈利预测

单位：万元	2007	2008	2009E	2010E
一、营业收入	1,516,474	1,552,959	1,444,768	1,569,600
营业收入增长(%)	26.55%	2.41%	-6.97%	8.64%
毛利率(%)	20.38%	19.14%	16.30%	20.17%
二、营业总成本	1,390,081	1,421,640	1,356,464	1,425,888
其中：营业成本	1,207,448	1,255,676	1,209,275	1,253,051
营业税金及附加	1,785	1,258	1,734	1,884
资产减值损失	10,220	9,313	-13,000	0
期间费用	170,627	155,393	158,455	170,953
其中：销售费用	78,329	70,560	75,128	81,619
管理费用	53,082	56,119	50,567	54,936
财务费用	39,216	28,714	32,760	34,398
期间费用率(%)	11.25%	10.01%	10.97%	10.89%
加：公允价值变动净收益	3,037	266	0	0
投资净收益	-946	-2,308	520	520
加：影响营业利润的其他科目	0	0	0	0
三、营业利润	128,484	129,277	88,825	144,232
营业利润增长(%)	96.33%	0.62%	-31.29%	62.38%
营业利润率(%)	8.47%	8.32%	6.15%	9.19%
加：营业外收入	23,222	27,437	21,000	21,000
减：营业外支出	2,773	1,180	1,180	1,180
其中：非流动资产处置净损失	2,718	501	0	0
加：影响利润总额的其他项目	0	0	0	0
四、利润总额	148,934	155,534	108,645	164,052
利润总额增长(%)	141.90%	4.43%	-30.15%	51.00%
减：所得税	27,080	29,580	19,589	31,350
实际所得税率(%)	18.18%	19.02%	18.03%	19.11%
五、净利润	121,854	125,954	89,056	132,702
净利润增长(%)	136.63%	3.36%	-29.29%	49.01%
其中：归属母公司所有者净利润	96,764	107,529	76,684	115,849
母公司净利润增长(%)	171.12%	11.13%	-28.69%	51.07%
净利润率(%)	6.38%	6.92%	5.31%	7.38%
少数股东损益	25,091	18,425	12,372	16,853
摊薄每股收益(元/股)	0.47	0.52	0.37	0.56
每股净资产(元/股)	5.13	5.95	6.21	6.60
净资产收益率(%)	9.15%	8.76%	5.99%	8.51%

数据来源：国都证券研究所

国都证券投资评级

表 1: 国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

表 2: 国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	减持	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明: 本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。