

晨鸣纸业：被低估的行业龙头

报告关键点：

- 公司业绩与造纸行业景气程度密切相关；
- 湛江项目预计2011年产生业绩贡献；
- 给予增持-A的投资评级，三个月目标价9.00元。

报告摘要：

- 公司作为造纸行业的龙头企业，合计产能400万吨，产品涵盖轻涂纸、双胶纸、新闻纸、铜版纸、箱板纸、白卡纸等，纸种之间的占比比较平均。因此，公司的经营与行业的景气程度密切相关。根据我们中期策略报告的观点，造纸行业景气最快在09年底复苏，短期的投资机会在于估值水平的提升。晨鸣纸业目前的估值处于低位，短期反弹的机会加大。
- 湛江项目要到2011年才有业绩贡献，除此以外未来两年基本没有新增产能。该项目总投资为94.3亿元，投产后一方面可保证公司造纸用浆的100%自供，从而可以避免纸浆等原材料价格的波动对业绩带来的影响；另一方面，由于产业链的延伸，项目投产后将带来公司盈利能力的上升。目前该项目已投入约5亿元，地面平整工作完成约70%，造纸原料林地建设面积已达到60万亩，其中26万亩已依法领取林权证。
- 公司擅长资本运作，一直实施低成本对外扩张的发展战略，这也是最近几年公司快速发展的保证。基于公司过往的扩张模式，我们认为在目前行业景气低迷时期，正是公司低成本收购、兼并扩张其它中小纸企的最好时机，预计不久公司可能有新的并购发生。
- 公司的业绩与造纸行业的景气程度息息相关，虽然行业受到去库存和去产能化的影响，短期不会有很好的表现，但是从公司的估值水平来看，处于低位（PB是1.3倍、09年的PE在17倍）。作为造纸行业的龙头公司，我们认为目前公司的股价被低估，短期将会有所反弹。
- 预计公司09、10年的每股收益分别是0.46元和0.58元，我们将所对应的PB、PE等指标与造纸行业、国内A股的同类指标作对比发现，公司的相对估值水平低于历史平均水平大约20%。我们认为这一估值的低估会很快被市场弥补，因此给予公司投资-A的投资评级，三个月目标价是9.00元。

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格：
9.00 元

期限： 3 个月 上次预测： 10.50 元

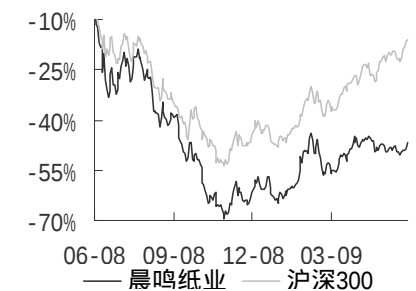
现价： 7.77 元

报告日期：
2009-06-05

市场数据

总市值(百万元)	16,022.10
流通市值(百万元)	6,288.19
总股本(百万股)	2,062.05
流通股本(百万股)	809.29
12 个月最高/最低	4.39/14.99 元
十大流通股东(%)	31.73%
股东户数	134,583

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(7.39)	(15.71)	(30.85)
绝对收益	0.92	12.44	(46.75)

研究员

郭振举
行业分析师

010-66581621

guozj@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	15,164.7	15,529.6	12,444.9	14,679.3	15,973.8
Growth(%)	26.5%	2.4%	-19.9%	18.0%	8.8%
净利润	1,218.5	1,259.5	954.5	1,200.2	1,449.8
Growth(%)	171.1%	11.1%	-11.2%	25.7%	20.8%
毛利率(%)	20.4%	19.1%	18.7%	20.1%	20.9%
净利润率(%)	6.4%	6.9%	7.7%	8.2%	9.1%
每股收益(元)	0.47	0.52	0.46	0.58	0.70
每股净资产(元)	5.13	6.80	8.47	9.05	9.76
市盈率	16.6	14.9	16.8	13.3	11.1
市净率	1.5	1.1	0.9	0.9	0.8
净资产收益率(%)	11.5%	9.0%	5.5%	6.4%	7.2%
ROIC(%)	9.5%	7.8%	6.3%	6.8%	7.2%
EV/EBITDA	8.8	8.3	9.2	8.0	6.3
股息收益率	1.3%	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%

前期研究成果

晨鸣纸业：受累于行业景气下滑	2008-10-30
晨鸣纸业：受益于行业景气	2008-08-29
晨鸣纸业：调高 08 年盈利预测	2008-04-30

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-6-4**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	15,164.7	15,529.6	12,444.9	14,679.3	15,973.8	成长性					
减: 营业成本	12,074.5	12,556.8	10,118.1	11,721.9	12,630.9	营业收入增长率	26.5%	2.4%	-19.9%	18.0%	8.8%
营业税费	17.9	12.6	12.4	11.7	12.8	营业利润增长率	96.3%	0.6%	-8.9%	25.9%	20.6%
销售费用	783.3	705.6	597.4	631.2	686.9	净利润增长率	171.1%	11.1%	-11.2%	25.7%	20.8%
管理费用	530.8	561.2	448.0	528.5	575.1	EBITDA 增长率	31.8%	0.7%	-14.6%	20.0%	14.3%
财务费用	392.2	287.1	265.1	274.6	260.8	EBIT 增长率	51.6%	-5.8%	-8.7%	21.8%	16.6%
资产减值损失	102.2	93.1	-173.7	28.7	18.5	NOPLAT 增长率	72.5%	-3.1%	-21.6%	21.7%	16.8%
加: 公允价值变动收益	30.4	2.7	-0.2	-	-	投资资本增长率	17.9%	-3.0%	12.7%	9.7%	-2.7%
投资和汇兑收益	-9.5	-23.1	-	-	-	净资产增长率	34.1%	32.5%	24.6%	6.9%	7.8%
营业利润	1,284.8	1,292.8	1,177.4	1,482.8	1,788.9	利润率					
加: 营业外净收支	204.5	262.6	1.0	-1.0	1.0	毛利率	20.4%	19.1%	18.7%	20.1%	20.9%
利润总额	1,489.3	1,555.3	1,178.4	1,481.8	1,789.9	营业利润率	8.5%	8.3%	9.5%	10.1%	11.2%
减: 所得税	270.8	295.8	223.9	281.5	340.1	净利率	6.4%	6.9%	7.7%	8.2%	9.1%
净利润	1,218.5	1,259.5	954.5	1,200.2	1,449.8	EBITDA/营业收入	17.7%	17.4%	18.6%	18.9%	19.8%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	11.1%	10.2%	11.6%	12.0%	12.8%
货币资金	740.6	2,853.4	3,238.2	3,178.5	5,653.0	运营效率					
交易性金融资产	6.0	-	-	-	-	固定资产周转天数	270	318	424	388	379
应收帐款	1,856.2	1,888.3	1,565.0	1,846.0	2,008.8	流动营业资本周转天数	68	75	70	53	43
应收票据	1,676.7	974.0	852.4	1,005.4	1,094.1	流动资产周转天数	149	189	250	194	217
预付帐款	574.0	462.5	462.5	462.5	462.5	应收帐款周转天数	45	44	50	41	43
存货	1,744.5	3,397.8	1,654.9	1,921.1	2,070.1	存货周转天数	43	61	75	44	45
其他流动资产	0.0	152.0	-201.6	-201.6	-201.6	总资产周转天数	505	560	765	690	695
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	421	438	573	540	512
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	96.3	92.7	93.6	93.6	93.6	ROE	11.5%	9.0%	5.5%	6.4%	7.2%
投资性房地产	29.9	28.2	-	-	-	ROA	5.5%	4.8%	3.6%	4.1%	4.5%
固定资产	13,243.2	14,213.4	15,117.8	16,522.0	17,128.9	ROIC	9.5%	7.8%	6.3%	6.8%	7.2%
在建工程	904.8	431.4	2,058.8	3,035.3	2,001.2	费用率					
无形资产	822.3	1,277.1	1,277.2	1,277.3	1,277.4	销售费用率	5.2%	4.5%	4.8%	4.3%	4.3%
其他非流动资产	316.8	528.7	502.1	482.3	476.5	管理费用率	3.5%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
资产总额	22,011.1	26,299.5	26,620.8	29,622.4	32,064.4	财务费用率	2.6%	1.8%	2.1%	1.9%	1.6%
短期债务	3,594.0	1,516.9	1,489.1	2,089.1	2,389.1	三费/营业收入	11.3%	10.0%	10.5%	9.8%	9.5%
应付帐款	1,961.8	2,988.5	1,829.6	2,119.6	2,283.9	偿债能力					
应付票据	130.1	367.6	110.9	128.5	138.4	资产负债率	51.9%	46.7%	34.4%	37.0%	37.3%
其他流动负债	1,681.6	3,322.1	1,649.9	2,543.7	3,061.5	负债权益比	108.0%	87.6%	52.4%	58.7%	59.4%
长期借款	4,056.2	4,019.3	4,019.3	4,019.3	4,019.3	流动比率	0.90	1.19	1.49	1.19	1.41
其他非流动负债	6.9	63.3	56.8	56.8	56.8	速动比率	0.66	0.76	1.16	0.91	1.14
负债总额	11,430.5	12,277.7	9,155.6	10,956.9	11,949.1	利息保障倍数	4.28	5.50	5.44	6.40	7.86
少数股东权益	1,835.5	1,762.7	1,762.7	1,762.7	1,762.7	分红指标					
股本	1,706.3	2,062.0	2,062.0	2,062.0	2,062.0	DPS(元)	0.10	0.13	-	-	-
留存收益	7,038.4	10,196.2	13,640.5	14,840.8	16,290.6	分红比率	21.2%	25.4%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	10,580.6	14,021.8	17,465.3	18,665.5	20,115.3	股息收益率	1.3%	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	1,218.5	1,259.5	954.5	1,200.2	1,449.8	EPS(元)	0.47	0.52	0.46	0.58	0.70
加: 折旧和摊销	1,043.1	1,158.6	867.4	1,015.2	1,119.2	BVPS(元)	5.13	6.80	8.47	9.05	9.76
资产减值准备	102.2	93.1	-173.7	28.7	18.5	PE(X)	16.6	14.9	16.8	13.3	11.1
公允价值变动损失	-30.4	-2.7	-0.2	-	-	PB(X)	1.5	1.1	0.9	0.9	0.8
财务费用	452.5	349.5	289.6	265.1	274.6	P/FCF	-	-159.8	-8.5	-67.2	6.8
投资收益	9.5	23.1	-	-	-	P/S	1.1	1.0	1.3	1.1	1.0
少数股东损益	250.9	184.2	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	8.8	8.3	9.2	8.0	6.3
营运资金的变动	-2,663.4	353.5	-281.7	482.5	273.2	CAGR(%)	-0.5%	4.8%	24.8%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	1,324.3	1,934.1	1,631.3	3,001.2	3,121.5	PEG	-32.9	3.1	0.7	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-977.0	-1,503.9	-3,301.6	-3,301.1	-601.1	ROIC/WACC	1.1	0.9	0.7	0.8	0.8
融资活动产生现金流量	-513.0	1,661.1	1,758.8	325.4	39.2	REP	1.1	1.3	1.4	1.2	1.1

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

郭振举，北大金融学硕士，在读经济学博士，具有基金、投资咨询的工作背景，证券从业经历 6 年。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
 B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤

021-67865293

梁涛

021-68766067

张勤

021-68763879

周蓉

010-66581676

李昕

010-66581689

张茜萍

0755-82558089

王远洋

0755-82558087

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

李国瑞

021-68763872

南方

021-68765206

马正南

010-66581668

潘琳

0755-82558268

王昊文

0755-82558069

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wanghw@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京