



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

业绩回顾

2009 年 8 月 28 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

审慎推荐

晨鸣纸业(000488.CH)

上半年业绩符合预期，上调盈利预测

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	16,412	17,210
(+/-)	23%	27%	2%	6%	5%
息税前利润	1,026	1,656	1,600	1,450	1,912
(+/-)	12%	61%	-3%	-9%	32%
净利润	357	968	1,075	900	1,297
(+/-)	-41%	171%	11%	-16%	44%
每股盈利 (元)	0.26	0.57	0.52	0.44	0.63
(+/-)	-41%	117%	-8%	-16%	44%
市盈率-A	31.7	14.6	15.9	19.0	13.2
市净率-A	1.8	1.6	1.4	1.3	1.2
市净率-B	1.31	1.03	0.84	0.812	0.77
市净率-H	1.28	1.00	0.83	0.80	0.76
EV/EBITDA	10.45	8.91	8.90	9.30	7.56
净资产收益率	6.1%	11.1%	8.8%	6.9%	9.2%
ROCE	2.8%	6.6%	6.6%	4.5%	5.6%
现金分红收益率	1.8%	1.9%	0.6%	1.1%	1.5%
每股经营现金流(元)	4.9	4.9	18.8	1.5	1.5
股价/经营现金	1.7	1.7	0.4	5.7	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8.28	港币5.72	港币5.84
目标价格	-	港币10	港币10
日成交量(百万股)	42.99	1.78	1.81
52周最高价/最低价	人民币10.53/4.39	港币7.17/1.93	港币6.76/2.55
总市值(百万元)	人民币14060.44	港币15951.67	港币15951.67
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

	1周	1月	3月	年初至今
[000488.SZ]	+6.02	-7.17	+12.04	+61.09
[深证A股指数]	+5.14	-11.75	+13.90	+81.60
[林业与造纸包装]	+5.12	-7.89	+12.07	+79.37

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

09 年上半年业绩符合预期:

晨鸣纸业公布了 09 年上半年业绩, 公司实现营业收入 66.75 亿元, 同比下降 21.9%; 净利润 1.57 亿元, 每股收益为 0.076 元, 同比下降 86.4%, 与公司 7 月 7 日预告一致。

正面:

- 二季度综合毛利率 20.2%, 环比提升 10 个百分点。原材料价格在低位锁定而纸价环比提升是主要原因。铜版纸和白卡纸价格环比提升 20% 以上, 二季度毛利率分别为 20.5% 和 18.9%。
- 上半年销量 152 万吨, 与去年持平, 产销率 105%。二季度产销量 90 万吨, 环比增加 45%。

负面:

- 因纸价格低于去年同期 20%, 毛利率同比下降 6.6 个百分点。管理费用增加 26.4%, 因一季度部分生产线停产。财务费用增加 124%, 因汇兑收益大幅下降。

发展趋势:

三季度铜版纸和白卡纸毛利率将超过 20%。预计三季度末至四季度, 公司还将上调纸价。

上调盈利预测

因公司 3 季度提价幅度超出预期, 且公司获得所得税优惠, 上调 09-2010 年盈利预测 16.9% 和 19.6% 至 0.44 元和 0.63 元。主要是上调了毛利率和产量的假设。

估值与建议: 审慎推荐

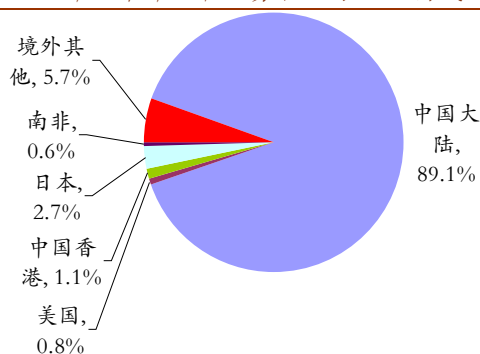
我们重申对造纸板块的推荐。按照调整后盈利预测, 晨鸣纸业 09 年和 2010 年市盈率分别为 19x 和 13x。近期纸价的上涨将成为股价催化剂, 公司 2011 年规模将扩大 50% 以上, 公司也将从单纯的造纸企业变为林浆纸一体化企业, 维持对晨鸣纸业长期看好的观点。

图表 1: 09 年上半年分行业盈利能力分析

(万元)	营业收入	YoY	营业成本	YoY	毛利率	YoY
机制纸	637,336	-20.48%	541,432	-12.78%	15.05%	-7.50%
电力、热力	10,874	-13.66%	7,424	-32.62%	31.72%	19.21%
建筑材料	14,353	-54.55%	11,734	-57.11%	18.25%	4.87%
造纸化工用品	371	-92.66%	186	-90.91%	49.91%	-9.64%
其它	4,602	1.05%	2,149	-39.53%	53.30%	31.33%
合计	667,537	-21.95%	562,925	-15.31%	15.67%	-6.61%

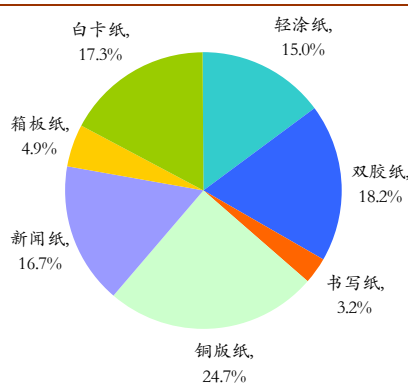
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 2: 09 年上半年主营业务收入分地区构成



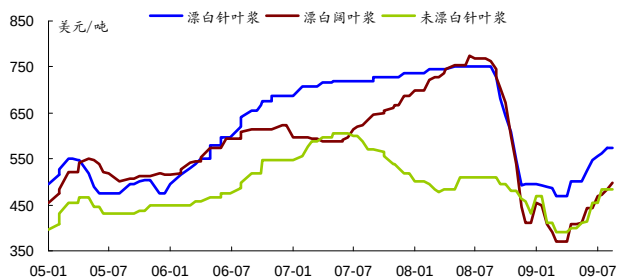
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 3: 09 年上半年主营业务收入分产品构成



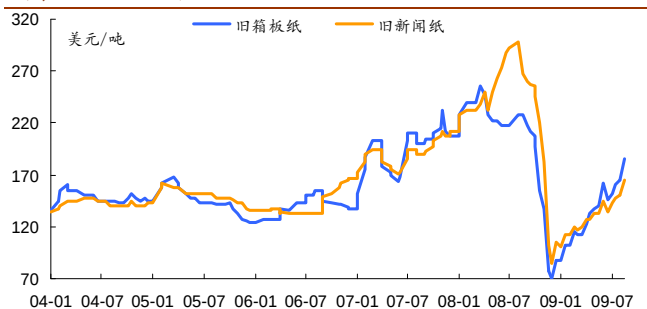
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 4: 纸浆价格



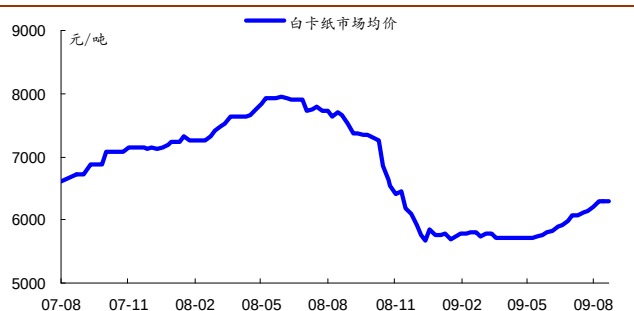
资料来源：RISI，中金公司研究部

图表 5: 废纸价格



资料来源：RISI，中金公司研究部

图表 6: 白卡纸价格



资料来源：纸业联讯，中金公司研究部

图表 7: 铜板纸价格



资料来源：纸业联讯，中金公司研究部

图表 8: 双胶纸价格



资料来源：纸业联讯，中金公司研究部

图表 9: 2009 年第 2 季度业绩分析

(人民币百万元)	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	QoQ	YoY	1H08	1H09	YoY
主营业务收入	4,433	3,857	3,120	2,874	3,801	↑ 32%	↓ 14%	8,552	6,675	↓ 22%
减: 主营业务成本	-3,411	-3,065	-2,845	-2,597	-3,032	↑ 17%	↓ 11%	-6,647	-5,629	↓ 15%
主营业务税金及附加	-4	-3	-3	-3	-4	↑ 19%	↑ 3%	-7	-7	↑ 5%
主营业务利润	1,018	789	273	274	765	↑ 179%	↓ 25%	1,898	1,039	↓ 45%
减: 营业费用	-215	-155	-148	-145	-195	↑ 34%	↓ 9%	-403	-340	↓ 16%
管理费用	-127	-138	-157	-171	-165	↓ 3%	↑ 30%	-266	-336	↑ 26%
财务费用	-53	-90	-119	-93	-84	↓ 10%	↑ 59%	-79	-177	↑ 125%
资产减值损失	22	17	-141	134	-144	↓ 208%	↓ 764%	31	-11	↓ 135%
营业利润	646	422	-291	-1	177	↑ 14371%	↓ 73%	1,182	176	↓ 85%
投资收益	5	-2	-9	-4	3	↑ 186%	↓ 31%	4	-1	↓ 114%
营业外收入	22	55	51	19	49	↑ 152%	↑ 125%	169	68	↓ 59%
减: 营业外支出	-5	-1	-3	-4	-2	↓ 56%	↓ 67%	-8	-5	↓ 33%
利润总额	668	474	-252	11	228	↑ 2058%	↓ 66%	1,347	238	↓ 82%
减: 所得税	-124	-90	61	-5	-47	↑ 812%	↓ 62%	-267	-52	↓ 80%
减: 少数股东损益	-65	-62	10	2	-31	↑ 1364%	↓ 52%	-132	-29	↓ 78%
净利润	478	323	-181	8	150	↑ 1804%	↓ 69%	947	157	↓ 83%
每股收益	0.232	0.156	-0.088	0.004	0.073	↑ 1804%	↓ 69%	0.459	0.076	↓ 83%
主营业务利润率	23.1%	20.5%	8.8%	9.6%	20.2%	+10.6%	-2.8%	22.3%	15.7%	-6.6%
营业费用率	4.8%	4.0%	4.7%	5.1%	5.1%	+0.1%	+0.3%	4.7%	5.1%	+0.4%
管理费用率	2.9%	3.6%	5.0%	5.9%	4.4%	-1.6%	+1.5%	3.1%	5.0%	+1.9%
营业利润率	14.6%	10.9%	-9.3%	0.0%	4.7%	+4.7%	-9.9%	13.8%	2.6%	-11.2%
净利率	10.8%	8.4%	-5.8%	0.3%	3.9%	+3.7%	-6.9%	11.1%	2.4%	-8.7%
有效税率	18.6%	18.9%	24.1%	48.8%	20.6%	-28.2%	+2.1%	19.8%	21.9%	+2.1%

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 10: 2009 年第 2 季度分纸种业绩分析

	营业收入 (百万元)			销量 (千吨)			毛利率		
	1Q09	2Q09	QoQ	1Q09	2Q09	QoQ	1Q09	2Q09	QoQ
轻涂纸	364	427	↑ 17.2%	72	85	↑ 18.6%	8.4%	18.8%	+10.4%
双胶纸	406	555	↑ 36.6%	91	124	↑ 36.8%	11.6%	20.2%	+8.5%
书写纸	64	106	↑ 63.9%	16	24	↑ 55.8%	12.3%	14.8%	+2.4%
铜版纸	592	711	↑ 20.1%	132	164	↑ 23.5%	10.0%	20.5%	+10.5%
新闻纸	326	556	↑ 70.2%	87	161	↑ 84.6%	10.3%	18.4%	+8.1%
箱板纸	122	138	↑ 13.5%	48	54	↑ 12.7%	-3.8%	25.9%	+29.6%
白卡纸	432	480	↑ 11.1%	102	115	↑ 12.6%	4.3%	18.9%	+14.6%
其他机制纸	417	672	↑ 61.3%	89	148	↑ 66.3%	9.0%	20.5%	+11.6%

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 11: 主要假设调整

(百万元)	2008A	2009E			2010E		
		调整前	调整后	(+/-)	调整后	调整后	(+/-)
主要产品产能(千吨)	3,240	3,240	3,240	-	3,240	3,240	-
主要产品产量(千吨)	3,048	3,048	3,048	-	3,048	3,048	-
主要产品销量(千吨)	2,764	2,862	3,013	↑ 5.3%	2,970	3,128	↑ 5.3%
平均销售价格(含税价/吨)	6,169	5,913	5,983	↑ 1.2%	6,012	6,042	↑ 0.5%
机制纸销售收入	14,574	14,462	15,409	↑ 6.5%	15,263	16,156	↑ 5.9%
电及汽销售收入	236	247	247	-	260	260	-
其它产品销售收入	720	756	756	-	794	794	-
营业收入	15,530	15,465	16,412	↑ 6.1%	16,316	17,210	↑ 5.5%
纸制品销售成本	11,815	12,048	12,694	↑ 5.4%	12,371	12,933	↑ 4.5%
电及汽销售成本	199	203	203	-	208	208	-
其它产品销售成本	542	569	569	-	598	598	-
营业成本	12,557	12,820	13,467	↑ 5.0%	13,176	13,739	↑ 4.3%
毛利率	19.1%	17.1%	17.9%	↑ 0.8%	19.3%	20.2%	↑ 0.9%

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 12：盈利预测调整

(百万元)	2008A	2009E			2010E		
		调整前	调整后	(+/-)	调整后	调整后	(+/-)
主营业务收入	15,530	15,465	16,412	↑ 6.1%	16,316	17,210	↑ 5.5%
主营业务利润	2,973	2,645	2,945	↑ 11.3%	3,140	3,471	↑ 10.5%
EBIT	1,600	1,303	1,450	↑ 11.3%	1,732	1,912	↑ 10.4%
营业利润	1,293	995	1,073	↑ 7.9%	1,397	1,571	↑ 12.4%
税前利润	1,555	1,257	1,336	↑ 6.3%	1,660	1,834	↑ 10.5%
归属于母公司所有者的净利润	1,075	770	900	↑ 16.9%	1,085	1,297	↑ 19.6%
每股收益 (元)	0.52	0.37	0.44	↑ 16.9%	0.53	0.63	↑ 19.6%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 13：历史和预测的财务指标

损益表 (千元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入净额	11,983	15,165	15,530	16,412	17,210
主营业务成本	-9,708	-12,074	-12,557	-13,467	-13,739
主营业务利润	2,275	3,090	2,973	2,945	3,471
销售费用	-678	-783	-706	-746	-774
管理费用	-517	-531	-561	-593	-622
EBIT	1,026	1,656	1,600	1,450	1,912
D&A	967	1,043	1,159	1,330	1,482
EBITDA	1,993	2,699	2,759	2,781	3,394
财务费用	-451	-392	-287	-407	-374
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	1,073	1,571
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	1,336	1,834
所得税	-101	-271	-296	-200	-293
归属于母公司所有者的净利润	357	968	1,075	900	1,297
现金流量表 (千元)					
经营活动现金流净额	1,009	1,324	1,934	3,016	3,055
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	1,851	1,244
货币资金增加额	-113	-170	2,074	1,322	2,252
资产负债表 (千元)					
货币资金	826	741	2,853	4,147	6,402
应收款项	2,800	3,533	2,862	3,741	3,923
存货	1,841	1,744	3,398	2,398	2,447
流动资产	5,966	6,598	9,728	10,782	13,278
长期投资	86	96	93	120	149
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	18,931	19,673
流动负债	5,867	7,367	8,195	7,979	8,517
长期负债	6,803	4,063	4,083	6,681	8,020
总负债	12,669	11,431	12,278	14,660	16,537
股东权益	7,889	10,581	14,022	15,053	16,413
负债和权益	20,559	22,011	26,299	29,713	32,951
财务指标					
主营业务利润率	19.0%	20.4%	19.1%	17.9%	20.2%
息税前利润率	8.6%	10.9%	10.3%	8.8%	11.1%
净利润率	3.0%	6.4%	6.9%	5.5%	7.5%
净资产收益率	5.8%	11.1%	8.8%	6.9%	9.2%
总资产收益率	1.9%	4.5%	4.5%	3.2%	4.1%
总资产负债率	61.6%	51.9%	46.7%	49.3%	50.2%
净资产负债率	98.6%	76.4%	40.8%	45.1%	38.6%
流动比率	1.0	0.9	1.2	1.4	1.6
速动比率	0.7	0.7	0.8	1.1	1.3
应收帐款周转期	85.3	85.0	67.3	83.2	83.2
存货周转期	69.2	52.7	98.8	65.0	65.0
分红比例	57.4%	28.2%	9.6%	20.0%	20.0%

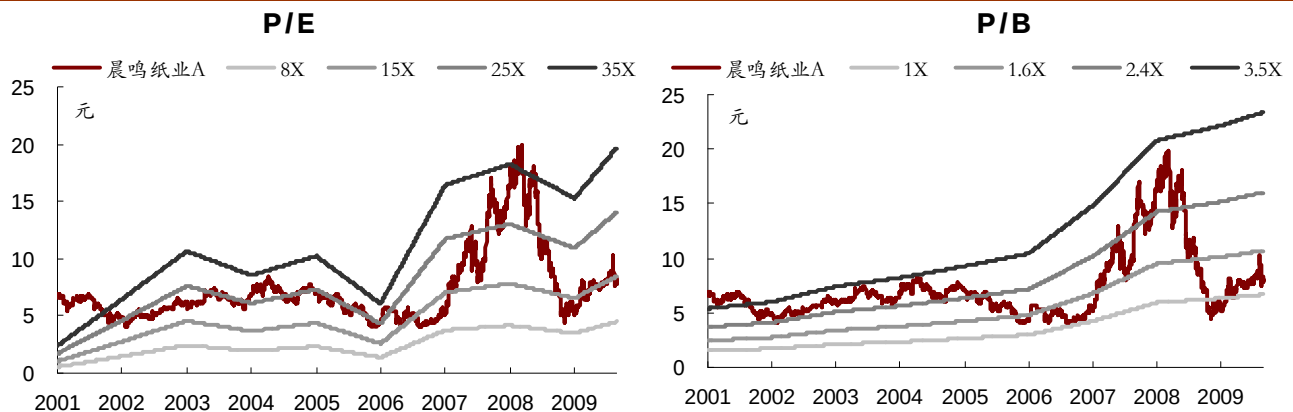
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 14: 可比公司估值

公司	交易货币	股价	市盈率			市净率			EV/EBITDA		
		2009-8-27	08	09E	10E	08	09E	10E	08	09E	10E
A股市场											
华泰股份	CNY	12.90	19.4	18.4	13.7	1.9	1.5	1.4	9.4	8.2	6.6
晨鸣纸业	CNY	8.28	15.9	19.0	13.2	1.4	1.3	1.2	8.9	9.3	7.6
太阳纸业	CNY	17.10	37.2	30.1	23.8	3.3	3.1	2.8	16.4	10.9	8.4
岳阳纸业	CNY	8.08	38.5	43.9	23.4	1.8	1.7	1.6	17.8	14.3	11.3
博汇纸业	CNY	9.66	19.2	24.4	13.1	2.0	1.8	1.6	6.7	8.7	6.0
景兴纸业	CNY	5.62	n.a.	78.7	35.0	1.3	1.3	1.3	183.3	n.a.	n.a.
山鹰纸业	CNY	4.48	448.0	42.8	30.4	1.5	n.a.	n.a.	12.6	n.a.	n.a.
平均值			96.4	36.7	21.8	1.9	1.8	1.7	36.4	10.3	8.0
中间值			28.3	30.1	23.4	1.8	1.6	1.5	12.6	9.3	7.6
B股市场											
晨鸣B	HKD	5.84	9.6	11.8	8.4	0.8	0.8	0.8	6.5	7.0	5.8
香港市场											
玖龙纸业	HKD	8.95	17.7	27.8	21.6	2.5	2.4	2.2	16.9	20.3	15.2
理文造纸	HKD	13.70	10.8	51.6	14.6	1.9	1.8	1.7	11.9	22.8	11.5
晨鸣纸业	HKD	5.72	9.4	11.5	8.3	0.8	0.8	0.8	6.4	6.9	5.7
阳光纸业	HKD	2.00	10.9	17.0	11.6	0.6	0.6	0.6	10.8	10.2	9.1
群星纸业	HKD	3.57	8.3	8.8	7.3	1.4	n.a.	n.a.	4.1	n.a.	n.a.
维达国际	HKD	5.45	29.6	17.5	14.8	2.9	2.6	2.3	16.4	10.9	9.4
平均值			14.5	22.4	13.0	1.7	1.6	1.5	11.1	14.2	10.2
中间值			10.8	17.3	13.1	1.7	1.8	1.7	11.4	10.9	9.4
台湾市场											
Yuen Foong Yu	TWD	10.00	n.a.	500.0	21.3	0.9	n.a.	n.a.	303.9	n.a.	n.a.
美国市场											
Intl.Paper	USD	21.46	n.a.	35.3	22.5	2.2	2.0	1.8	7.0	6.4	7.0
Kimberly-Clark	USD	60.16	14.8	13.8	12.2	6.4	5.3	4.9	9.5	8.8	8.0
MeadWestvaco	USD	22.57	43.4	56.1	36.3	1.3	1.3	1.3	7.8	7.8	7.3
Pottlatch Corp	USD	29.75	22.4	19.4	27.3	6.0	6.1	7.1	17.8	14.4	16.8
Boise Cascade	USD	11.10	n.a.	33.0	21.3	3.4	3.1	2.6	7.9	12.0	11.3
Weyerhaeuser	USD	36.79	n.a.	n.a.	n.a.	1.6	1.9	2.0	115.3	139.2	20.7
Temple-Inland	USD	16.99	n.a.	23.6	24.0	2.3	2.3	2.2	10.1	7.1	7.2
平均值			26.9	30.2	23.9	3.3	3.1	3.1	25.1	27.9	11.2
中间值			22.4	28.3	23.2	2.3	2.3	2.2	9.5	8.8	8.0
日本市场											
Nippon Unipac	JPY	2,645.00	n.a.	26.0	22.8	0.7	0.7	0.7	10.6	10.4	10.7
Oji Paper	JPY	424.00	n.a.	20.2	19.6	1.0	1.0	1.0	9.7	9.8	9.5
平均值			n.a.	23.1	21.2	0.9	0.9	0.8	10.2	10.1	10.1
中间值			n.a.	23.1	21.2	0.9	0.9	0.8	10.2	10.1	10.1
欧洲市场											
SCA	SEK	96.50	12.2	13.6	13.0	1.0	1.0	1.0	7.8	7.4	7.2
M-real	EUR	0.74	n.a.	n.a.	n.a.	0.2	0.2	0.3	4.3	n.a.	20.7
Stora Enso	EUR	4.86	n.a.	105.7	33.3	0.7	0.8	0.8	10.3	10.7	9.0
UPM-Kymmene	EUR	8.64	n.a.	n.a.	48.0	0.7	0.8	0.8	8.0	9.7	8.2
平均值			12.2	59.6	31.4	0.7	0.7	0.7	7.6	9.3	11.3
中间值			12.2	59.6	32.4	0.7	0.8	0.8	7.8	9.5	9.0
其他市场											
CMPC	CLP	16,817.00	26.0	36.6	18.6	1.0	0.9	0.9	10.3	13.0	10.6
林业公司											
吉林森工	CNY	7.97	61.3	104.5	65.0	1.9	n.a.	n.a.	18.0	n.a.	n.a.
永安林业	CNY	7.13	356.5	89.1	59.4	3.9	n.a.	n.a.	29.5	n.a.	n.a.
景谷林业	CNY	8.90	127.1	n.a.	n.a.	3.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
平均值			181.7	96.8	62.2	2.9	n.a.	n.a.	23.7	n.a.	n.a.
中间值			127.1	96.8	62.2	3.0	n.a.	n.a.	23.7	n.a.	n.a.
林纸一体化											
福建南纸	CNY	4.25	850.0	n.a.	n.a.	1.4	n.a.	n.a.	53.2	n.a.	n.a.
岳阳纸业	CNY	8.08	38.5	43.9	23.4	1.8	1.7	1.6	17.8	14.3	11.3
平均值			444.2	43.9	23.4	1.6	1.7	1.6	35.5	14.3	11.3
中间值			444.2	43.9	23.4	1.6	1.7	1.6	35.5	14.3	11.3
全球平均值(不含中国)											
			102.4	59.8	24.8	2.0	1.9	1.8	29.0	18.0	10.8
全球中间值(不含中国)			24.2	27.8	21.5	1.5	1.5	1.5	10.3	10.4	9.5

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 15: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

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。