

动态报告

造纸印刷

造纸

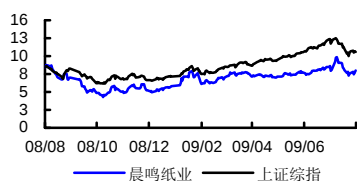
晨鸣纸业(000488)
谨慎推荐

2009 年半年报点评

(维持评级)

2009 年 8 月 28 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

昨收盘 (元)	8.28
总股本/流通 A 股(百万股)	2,062.05/809.14
流通 B 股/H 股(百万股)	557.50/0.00
总市值/流通市值(百万元)	17,073.74/14,555.50
上证综指/深圳成指	2,946.40/11,897.74
12 个月最高/最低 (元)	10.24/4.45

财务数据

净资产值(百万元)	12,313.45
每股净资产(元)	5.97
市净率	1.39
资产负债率	50.42%
息率	0.60%

相关研究报告:

《上岸了》——2009-4-29

《盈利将逐季回升》——2009-4-9

《晨鸣纸业:销售难度加大,盈利仍将下行(请以此为准)》——2008-10-31

分析师: 李世新

电话: 0755-82130565

E-mail: Lisx@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,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。

财报点评

盈利逐季回升

● 二季度盈利获一定程度改善

上半年公司实现各类纸品销量 152 万吨,与上年同期持平,产销率为 105%;实现收入 66.7 亿元,同比降 22%;实现净利 1.57 亿元,同比降 83%,EPS=0.076 元。其中 2Q09 收入 38.0 亿元,同比降 14%环比增 32%;净利 1.50 亿元,同比降 69%环比增 18 倍, EPS=0.073 元。上述盈利符合我们的预期。公司发布前三季业绩预告为 EPS=0.19 元,因各类纸种供需关系均将不同程度地改善,我们预计为 0.22 元。

● 毛利率有较大回升

1H09 纸品综合毛利率 15.0%略超 2H08 的 14.5%,作出贡献的是轻涂纸、白卡和箱板纸。2Q09 综合毛利率为 20.2%,如果剔除存货跌价准备 1.44 亿元影响则为 16.4%,后者符合行业实际运行水平,尽管如此,它仍明显超过前两季的 9.6%和 8.8%。

● 经营效率提高

2Q09 存货和应收账款周转分别为 96 天和 45 天,分别比上季减 23 天和 10 天。1H09 末存货中原料金额较上年末增 5%,而商品金额降 33%,我们测算目前原料 49 万吨高于上年末的 27 万吨,而商品 29 万吨低于上年末的 37 万吨。但 2Q09 出现了 3.8 亿元现金净流出,这主要由应收账款增 2.6 亿元带来,在行业供需关系和公司经营效率改善下这属暂时。

● 风险提示

公司规划项目投资规模巨大,资金压力沉重。

● 维持“谨慎推荐”评级

我们维持公司 2009~2011 年的 EPS 分别为 0.37、0.49 和 0.62 元的预测,对应 P/E 分别为 22X、17X 和 13X, P/B 分别为 1.3X、1.3X 和 1.2X,因盈利预期回升,我们维持“谨慎推荐”的评级。

盈利预测和财务指标

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	15,164.74	15,529.59	12,867	14,179	15,655
(+/-%)	26.55%	2.41%	-17.1%	10.2%	10.4%
净利润(百万元)	967.64	1,075.29	753	1019	1273
(+/-%)	171.12%	11.13%	-30.0%	35.4%	24.9%
每股收益 (元)	0.57	0.52	0.37	0.49	0.62
EBIT Margin	13.49%	12.99%	8.0%	10.6%	11.7%
净资产收益率 (ROE)	11.06%	8.77%	5.9%	7.5%	8.8%
市盈率 (PE)	14.60	15.88	22.7	16.8	13.4
EV/EBITDA	7.05	7.12	10.9	8.8	8.0
市净率 (PB)	1.62	1.39	1.34	1.26	1.19

附表 1：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E	利润表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	2853	3401	3588	5374	营业收入	15530	12867	14179	15655
应收款项	2862	2372	2613	2885	营业成本	12557	10626	11400	12491
存货净额	3398	2721	2922	3222	营业税金及附加	13	13	11	13
其他流动资产	615	509	561	619	销售费用	706	579	610	626
流动资产合计	9728	9002	9685	12101	管理费用	561	622	652	700
固定资产	14687	14430	14455	13603	财务费用	287	328	290	252
无形资产及其他	1277	1235	1192	1149	投资收益	(23)	0	0	0
投资性房地产	515	515	515	515	资产减值及公允价值变动	(90)	134	0	0
长期股权投资	93	93	93	93	其他收入	0	0	0	0
资产总计	26299	25274	25939	27462	营业利润	1293	833	1216	1573
短期借款及交易性金融负债	2555	2000	1500	1500	营业外净收支	263	263	263	263
应付款项	3010	2410	2589	2854	利润总额	1555	1095	1479	1835
其他流动负债	2630	2140	2293	2516	所得税费用	296	210	288	358
流动负债合计	8195	6550	6382	6870	少数股东损益	184	132	171	204
长期借款及应付债券	4019	4019	4019	4019	归属于母公司净利润	1075	753	1019	1273
其他长期负债	63	63	63	63					
长期负债合计	4083	4083	4083	4083					
负债合计	12278	10633	10465	10953					
少数股东权益	1763	1855	1975	2118					
股东权益	12259	12786	13499	14391					
负债和股东权益总计	26299	25274	25939	27462					

现金流量表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	1075	753	1019	1273
资产减值准备	(9)	(22)	(0)	(3)
折旧摊销	1148	1516	1609	1693
公允价值变动损失	90	(134)	0	0
财务费用	287	328	290	252
营运资本变动	1346	161	(164)	(145)
其它	176	114	120	146
经营活动现金流	3826	2389	2584	2964
资本开支	(1518)	(1061)	(1591)	(796)
其它投资现金流	6	0	0	0
投资活动现金流	(1509)	(1061)	(1591)	(796)
权益性融资	2711	0	0	0
负债净变化	(37)	0	0	0
支付股利、利息	(859)	(226)	(306)	(382)
其它融资现金流	(1124)	(555)	(500)	0
融资活动现金流	(205)	(781)	(806)	(382)
现金净变动	2113	547	188	1786
货币资金的期初余额	741	2853	3401	3588
货币资金的期末余额	2853	3401	3588	5374
企业自由现金流	2347	1447	1067	2221
权益自由现金流	1186	627	333	2018

关键财务与估值指标	2008	2009E	2010E	2011E
每股收益	0.52	0.37	0.49	0.62
每股红利	0.05	0.11	0.15	0.19
每股净资产	5.95	6.20	6.55	6.98
ROIC	7%	4%	7%	9%
ROE	9%	6%	8%	9%
毛利率	19%	17%	20%	20%
EBIT Margin	11%	8%	11%	12%
EBITDA Margin	18%	20%	22%	22%
收入增长	2%	-17%	10%	10%
净利润增长率	11%	-30%	35%	25%
资产负债率	53%	49%	48%	48%
息率	5.0%	1.3%	1.8%	2.2%
P/E	15.9	22.7	16.8	13.4
P/B	1.4	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	10.3	10.9	8.8	8.0

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国信证券所有，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。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
杨建龙		汤小生	021-68864595	唐建华	0755-82130468
林松立	010-82254212	黄海培	021-68864598	孙菲菲	0755-82133400
任泽平	010-82254206	崔嵘	021-68866202	高健	0755-82130678
周炳林	0755-82133339	廖喆	021-68866236	黄金香	010-82252922
		赵谦	021-68866295		
银行		房地产		计算机	
邱志承	021-68864597	方焱	0755-82130648	凌晨	021-68866233
黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	电子元件	
谈煊	010-82254212	黄道立	0755-82130833	王俊峰	010-82254205
戴志锋	0755-82133343				
有色金属		汽车及零配件		钢铁	
彭波	0755-82133909	李君	021-68866235	郑东	010-82254160
李洪冀	010-82252922	左涛	021-68866253	秦波	010-82252922
商业贸易		基础化工		非银行金融	
胡鸿轲	021-68866206	邱伟	0755-82133263	武建刚	010-82250828
吴美玉	010-82252911	陆震	0755-82130532	王一峰	010-82250828
		张栋梁	0755-82130532		
石油与石化		电力设备		传媒	
李晨	021-68866252	彭继忠	021-68866203	陈财茂	021-68866236
严蓓娜	021-68866253	皮家银	021-68866205	廖绪发	021-68866237
机械		电力与公用事业		医药	
余爱斌	0755-82133400	徐颖真	021-68864007	贺平鸽	0755-82133396
李筱筠	010-82254205	谢达成	021-68866236	丁丹	0755-82130678
				陈栋	021-68866235
通信		造纸		家电	
严平	021-68865025	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
程峰	021-68864599				
纺织服装		建材		旅游	
方军平	021-68866202	杨昕	021-68864596	廖绪发	021-68866237
		徐蔚昌	021-68866233	刘智景	021-68866233
中小股票		食品饮料		农业	
高芳敏	021-68864586	黄茂	0755-82133476	张如	021-68866233
陈爱华	0755-82133397	谢鸿鹤	0755-82130646		
煤炭		建筑		固定收益与基金	
李然	0755-82130681	邱波	0755-82133390	李怀定	021-68866233
苏绍许	0755-82133476	李遵庆	0755-82133343	张旭	010-82254210
				杨涛	0755-82133339
金融工程		金融工程		金融工程	
葛新元	0755-82133332	王军清	0755-82133297	焦健	0755-82131822
董艺婷	021-68866946	黄志文	0755-82130532	赵学昂	0755-82131822
戴军	021-68864585	林晓明	021-68866946		

国信证券经济研究所机构销售部

华南区		华东区		华北区	
万成水	0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平	021-68864592 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
刘宇华	0755-82130818 13823380182 liuyh@guosen.com.cn	马小丹	021-68866025 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	郑毅	021-68866205 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元	010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
庞博	0755-82130818 0755-82133343 pangb@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-68866011 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦骥	010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
祝彬	0755-82133456 15814403667 zhubin@guosen.com.cn	刘塑	021-68866236 13817906789 liusu@guosen.com.cn	李锐	010-82254212 13691229417 lirui2@guosen.com.cn
林莉	0755-82133197 13824397011 linli@guosen.com.cn	叶琳菲	021-68864011 13817758288 yelf@guosen.com.cn	徐文琪	010-82254210 13811271758 xuwwq@guosen.com.cn
王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn				