

晨鸣纸业(000488.sz)

林业资产价值尚未反映在公司股价上

熊峰 研究员

电话: 0755-82083888-816

eMail: xf@gf.com.cn

总的结论

目前造纸行业面临较好的阶段性投资机会,而晨鸣纸业作为造纸行业的龙头企业和估值洼地,当前是纸业板块中一个较好的投资标的。

晨鸣的林业资产价值将逐渐反映在公司股价上

晨鸣的林木资源储备能力已经遥遥领先于国内造纸同行。晨鸣近几年在广东、湖北、江西等地购买林地和造林的规模急剧扩大,而且由于介入较早、地方政府支持、抓住金融危机这个有利时机,林地租金和林木收购价格都非常低廉。我们认为晨鸣林业资产的公允价值变动在2010年有可能过亿元,而且未来每年的林业资产公允价值变动将逐年增加,这将直接增加每年的利润。

文化纸很可能在3月份再次提价

据我们与主要文化纸厂的交流,3月份国内文化纸很可能再次提价。一是国务院淘汰落后产能的力度明显加大,二是文化纸旺季即将到来,三是去年底以来木浆价格显著上涨。晨鸣由于文化纸占比大,所以将从此次提价中明显受益。

公司从人民币升值上将显著受惠

晨鸣纸业在人民币升值上将以下方面受惠:一是由于原料进口大于产品出口,二是主要造纸设备来源于进口,三是国外贷款近2亿美元,四是晨鸣在外汇远期结售汇上积累了较为丰富的经验。我们初步估计,如果人民币升值3%,晨鸣近两年每年节约的成本可在4亿元以上。

美欧对我国铜版纸的反倾销对晨鸣的影响非常有限

理由如下:1.国内铜版纸需求旺盛;2.目前铜版纸制造商呈寡头垄断格局,而且在明年年底前铜版纸新增产能有限;3.晨鸣出口欧美的铜版纸数量非常有限;4.晨鸣铜版纸的产品结构优于同行。

盈利预测与投资建议

目前公司已有自有林地233.7万亩,我们预计公司2009、2010和2011年实际造林面积将分别达到60万亩、90万亩和120万亩。考虑林木的自然生长、林木价格逐年上涨、以及公司在自有林地上的实际造林面积不断增加,我们保守估计2009-2011年林木公允价值变动分别为3000万元、10000万元和12000万元。这样,在其他因素不变的条件下,我们将2009-2011年的EPS分别调整为0.44元、0.60元和0.71元。我们继续认为公司目前具备较好的投资机会,给予强烈“买入”的投资评级。

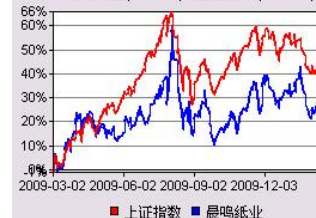
公司评级

买入

当前价格(元)	8.44
目标价格(元)	12.10
前次评级	买入

股价走势

晨鸣纸业(000488)与上证指数(000001)



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	7.93%	-2.65%	33.70%
上证综指	6.32%	-3.32%	77.88%

股票数据

总股本(万股)	206,204.5
	9
流通A股(万股)	175,791.0
	4

主要股东:

香港中央结算代理人有限公司

主要股东持股比例	18.90%
流通A股比例	85.25%

财务比率

ROE	8.77%
ROA	4.09%
资产负债率	46.68%
每股净资产(元)	5.95

2008年报数据。

春节过后，造纸行业新闻不断。一是欧盟继美国之后宣布对中国的铜版纸进行反倾销调查；二是国务院常务会议决定加快淘汰包括造纸行业在内的落后产能，胡、温等中央主要领导也高调强调；三是随着文化纸消费旺季的即将来临，文化纸涨价的预期又起；四是人民币升值预期。上述因素多空交织，也基本反应在了春节过后的A股市场上。上周二（2月23日）造纸板块率先大盘强劲反弹，上周五（2月26日）造纸板块走势又明显强于大盘。

出于对造纸行业出现阶段性投资机会的整体判断，以及对造纸龙头晨鸣纸业的长期跟踪，春节前我们重点调研了晨鸣纸业，并于2月8日发表晨鸣纸业深度研究报告《林浆纸一体化初步成型，公司股价明显低估》。春节过后，我们又与晨鸣纸业财务部、湛江晨鸣、黄冈晨鸣、以及博汇纸业、华泰纸业等进行了电话交流，并从林业资产价值比较的角度与升达林业、吉林森工等林产品公司进行了电话交流。多角度交流后，我们对晨鸣纸业的进一步研究结论是：目前造纸行业面临较好的阶段性投资机会，而晨鸣纸业作为造纸行业的龙头企业和估值洼地，当前是纸业板块中一个较好的投资标的。以下观点是我们对2月8日发表的晨鸣纸业深度研究报告《林浆纸一体化初步成型，公司股价明显低估》的补充。

一. 未来几年晨鸣的林业资产价值和林浆纸的纵向协同效应将逐渐反应在公司股价上

（一）晨鸣的林木资源储备已经遥遥领先国内造纸同行

林浆纸一体化是大势所趋，虽然国内造纸企业都意识到这一点，但由于受各种因素的制约，推进的效果都一般。印尼金光是最早在国内大面积造林的，目前号称在国内造林接近1000万亩，但随着我国政府对国内造纸企业的扶植，外企进一步大规模造林的势头已经趋缓。而国内其他纸企如华泰、太阳等，目前在国内的造林尚处于规划阶段，岳阳纸业虽然已有100多万亩林地，但由于岳阳纸业在国内纸企中规模偏小，加上股价偏高，所以投资的不确定性很大。晨鸣作为国内国有资本相对控股的造纸龙头，从2005年开始造林，由于与湖北、湛江、江西等地方政府关系密切，近几年在上述地方购买林地和造林的规模急剧扩大，而且由于介入较早、地方政府的支持、抓住金融危机的有利时机，林地租金和林木收购价格都非常低廉。以下是我们最新了解到的一些数据。

1. 湛江林业基地

公司于2005年成立湛江林业发展公司和阳江林业发展公司，并从2005年开始，以这两家公司为主体，在湛江、阳江、惠州、以及广西、湖南、江西的部分地区大规模租地和造林。公司在该区域的目标是建设300万亩的速生林基地，其中75万亩自有林、95万亩合同林、135万亩按市场原则

作为原料供应来源。目前公司已经收购的自有林地已超过60万亩，并还在陆续收购之中。其中截止2008年底已经完成造林的有32.1万亩，估计目前完成造林的在40—50万亩。2008年以前林地租金仅每亩20元，2008年后林地租金有所上涨，但控制在每亩50元以内。我们估计每亩平均租金约30—35元。该区域的主要树种是桉树，生长周期是5—7年，所以第一批造林在今年就开始进入砍伐期。目前桉树的市场价在每方320—350元左右，比金融危机时的最低价220元已明显上涨，虽然离危机前的每方420元的最高价还有一定距离，但据业内人士判断，桉树价格创新高将是迟早的事。根据我们在2007年6月份的实地调研，至2007年5月31日，湛江就已经共租赁林地25万亩，完成造林11万亩每亩租金仅20元，这部分林地大部分将在今明两年进入采伐期。按照湛江项目的可行性方案，林木采伐期为5年，预计每亩可生产木材8立方米，在正常年份每年采伐30万亩，生产木材240万，平均成本为1805元/亩（折226元/立方米），按平均销售价385元/立方米计算，每方可贡献毛利159元。

我们另外了解到，晨鸣内部计划，湛江70万吨纸浆项目和45万吨高档文化纸项目将在2011年4月建成投产，我们预计2011年公司在湛江周边的自有林可采伐面积约5—8万亩，保守按5万亩计算，每亩可生产木材8立方米，每方可贡献利润159元，即2011年自有林采伐可贡献6360万元的利润。

如果按可行性方案中的描述，在正常年份每年采伐30万亩，生产木材240万，每方可贡献利润159元，则每年湛江自有林可贡献38160万元的毛利（详细参照我们2007年6月和2010年2月的深度报告）。这只是自有林部分的种植利润。

2. 黄冈林业基地

晨鸣在湖北黄冈地区规划用林面积450万亩，其中收购加联营180万亩。目前已签收购合同的有102万亩，其中已经拿到林权证的自有林已达97.7万亩，剩下的小部分正在办理林权证。这102万亩收购的林地租赁成本非常便宜，每亩每年租金仅12.8元，租约期限为50年（前三十年12.8元/亩/年，然后每十年上浮10%）；另外已经签定联营合同的合作林面积为80万亩。在97.7万亩的自有林地中，其中有林地（指每亩蓄积量2立方以上）74.3万亩，荒山、疏林地（指每亩蓄积量2立方以下）23.4万亩。有林地每亩预付120元林木定金，待砍伐后按111元/吨由晨鸣收购。公司目前在黄冈地区已经完成的造林面积约5.7万亩。

这里的每吨111元收购价是指湿吨，若按1: 2.5折算成干吨，约为每吨277.5元，我们再每吨加上100元的各种费用，则每吨成本约为377.5元。而目前晨鸣的木材收购价为每吨510元。公司介绍，目前74.3万亩有林地林木蓄积量为260.57万立方，我们按1立方约为1.3吨计算，则目前已经溢价 $260.57 \times 1.3 \times (510 - 377.5) = 44883.2$ 万元。

此外，按照可行性方案，自营基地轮伐期13年，投产后达到年均商品材生产能力94.8万立方，基本保障黄冈晨鸣林浆纸一体化项目浆纸工程的针叶木原料供应。总投资121885.8万元。基地投产后，年均生产木材94.8万立方，年均经营收入4.75亿元，按50%毛利计算，每年可贡献毛利23750万元。

根据黄冈基地的可行性方案，公司还将在黄冈建设30万吨化学浆产能，目前已专门成立黄冈纸浆公司开展前期工作。

3. 咸宁林业基地

晨鸣目前在湖北咸宁地区已签林地收购合同的有100万亩，其中已经拿到林权证的自有林约71万亩，租金价格与黄冈基地基本相当。由于我们尚未来得及到咸宁基地进行实地考察，所以这里无法对该基地林业资产的价值进行详细判断。

此外，晨鸣目前在江西还有约5万亩自有林地。

（二）关于林木公允价值的会计核算

晨鸣2009年中报披露消耗性生物资产（203万亩林木）期末公允价值为42270万元。比2008年年报披露的消耗性生物资产（33.5万亩林木）期末公允价值30121万元增加12149万元。

晨鸣公司的《会计核算办法》中这样规定：“本集团所有消耗性生物资产都有活跃的交易市场，而且本集团能够从交易市场上取得同类或类似消耗性生物资产的市场价格及其他相关信息，从而对消耗性生物资产的公允价值作出合理估计，因此本集团对消耗性生物资产采用公允价值进行后续计量，公允价值的变动计入当期损益”。

2008年12月31日，晨鸣下属阳江晨鸣林业发展有限公司、湛江晨鸣林业发展有限公司、黄冈晨鸣林业发展有限责任公司及南昌晨鸣林业发展有限公司消耗性生物资产（33.5万亩）经仲量联行西门有限公司评估，其公允价值为人民币301,212,691.14元。由于2008年下半年林木价格显著下降，林木公允价值变动仅91.8万元，直接进入2008年当期损益。2009年中报披露消耗性生物资产（203万亩林木）期末公允价值为42270万元，林木公允价值变动199.3万元，直接进入2009年上半年当期损益。据我们与晨鸣财务部沟通，公司在消耗性生物资产评估上持保守稳健原则，由仲量联行西门有限公司进行评估，估计2009年林木公允价值变动超过3000万元直接进入当期损益。

请注意，这里的消耗性生物资产统计口径仅限于自造林，不包括自有林地上已与林农签订林木收购合同、并已交纳定金但尚未采伐的部分。

晨鸣自有林地面积从2008年底的33.5万亩，到2009年年中的203万亩，再到2009年底的233.7万亩，这是指已经拿到林权证的面积。但在上述林地上实际的造林面积为2008年32.1万亩（全部为湛江分公司），2009年60.7万亩（其中湛江分公司约50万亩，黄冈5.7万亩，咸宁约5万亩）。我们预计公司2010和2011年造林面积将分别达到90万亩和120万亩。

考虑林木的自然生长增值、林木将逐年涨价、加上公司在自有林地上的实际造林面积不断增加，我们相信今后几年林木公允价值变动直接进入当期损益的数字将大幅上升，我们保守估计2009-2011年林木公允价值变动分别为3000万元、10000万元和12000万元。

二. 文化纸很可能在3月份再次提价

去年以来,各种纸品基本上都轮番涨价了一次,我们可以认为前面的涨价是属于恢复性质的。据我们与各主要文化纸厂的交流,3月份国内文化纸很可能再次提价。一是国务院淘汰落后产能的力度明显加大,在金融危机时期死灰复燃的落后产能将被关闭;二是文化纸旺季即将到来,目前文化纸的需求旺盛;三是去年底以来木浆价格显著上涨,纸厂有被动转移成本的需要。晨鸣由于高中低档文化纸产能全面且占比较大(2008年产量铜版纸52万吨、轻涂纸35万吨、新闻纸52万吨、双胶纸及书写纸48万吨),所以将从此次提价中明显受益。我们预计中低档文化纸(双胶纸及书写纸)可能会率先提价约5%—10%。

三. 公司从人民币升值上将显著受惠

我们认为今年内人民币升值是大概率事件。晨鸣纸业在人民币升值上将从以下方面受惠:一是由于原料进口大于产品出口,结汇有净收益;二是主要造纸设备来源于进口,晨鸣目前是设备进口的高峰期,今年进口设备约100亿元,而设备进口是以美元标价的,所以人民币升值是晨鸣求之不得的好事,如果今年人民币升值3%,仅设备一项即可为公司节约3亿元的成本;三是美元贷款,如江西晨鸣等通过国际银团的美元贷款近2亿美元;四是晨鸣在外汇远期结售汇上积累了较为丰富的经验,如2007年晨鸣的汇兑净收益就有一亿多元,在最近公司还专门通过了远期结售汇组合产品内控管理制度。我们初步估计,如果人民币升值3%,晨鸣一年节约的成本可在4亿元以上。

四. 美欧铜版纸的反倾销对晨鸣影响非常有限

美国的铜版纸反倾销案还没结束,欧盟就已经蠢蠢欲动,开始酝酿对我国出口的铜版纸进行反倾销调查。我们总的判断是,美欧对我国铜版纸的反倾销,对国内的铜版纸市场影响有限,对晨鸣的影响更小。理由如下:

1. 国内铜版纸需求旺盛。2007年—2009年,我国铜版纸的产量从420万吨到460万吨到超过500万吨,国内需求稳步增长,出口仅占20%,而且出现全球多元化的出口格局。

2. 目前铜版纸制造商呈寡头垄断格局,行业价格同盟以各种形式出现,一般不会出现互相恶性杀价的情形。而且在明年年底前铜版纸新增产能有限,供求关系相对稳定。

3. 晨鸣出口欧美的铜版纸数量非常有限。据我们与晨鸣纸业的沟通,晨鸣的铜版纸年产量40多万吨,去年铜版纸总出口6万多吨,但出口美国的基本没有,出口欧盟每月不到2000吨,相反日本、南非、东南亚等地才是晨鸣铜版纸的主要出口地,所以他们认为美欧的反倾销对晨鸣没有影

响。

4. 晨鸣由于在铜版纸技术上具有优势，早就主动根据市场形势对铜版纸的产品结构进行了调整，譬如提高了轻克重（70-80克）铜版纸的产量，使得晨鸣的铜版纸生产绕过了部分高克重产品的恶性竞争。

五. 盈利预测与投资建议

我们从寿光市政府网站（2月5日）和寿光日报（2月11日）上已经查询到晨鸣纸业2009年全年以及2010年1月的经营数据。其中2009年实现主营业务收入186.2亿元，实现利税19.5亿元，实现利润12.1亿元，实缴税金9.5亿元。今年1月份，晨鸣集团实现主营业务收入13.4亿元、利税1.8亿元、利润1亿元。官方披露的2009年经营业绩与我们在2月8日的深度报告中的预测有较大出入，我们猜测可能是因为政府公布的主营业务收入包含了增值税，而利润是指税前利润总额。总的来说，我们在2月8日的深度报告中的预测还是偏于保守。

我们在2月8日的深度报告中对晨鸣纸业2009-2011年的经营业绩进行了详细预测，我们预测2009-2011年的EPS分别为0.43元、0.55元和0.65元。上述预测的主要根据是2010年公司经营能力的继续恢复和2011年部分新增产能的释放。详细过程参见2月8日的深度报告。

这个预测的假设前提主要是两点：一是不考虑公司已有林业资产的公允价值变动，二是不考虑人民币升值因素。但恰恰是这两点可能构成未来两年晨鸣业绩的超预期因素。由于人民币升值的时间和幅度具有不可确定性，这里我们暂时不予考虑，待人民币汇率实际变化后再我们对公司盈利预测进行调整。这里，我们先根据掌握到的公司林地价值资料，对公司2009-2011年林木公允价值变动进行简单估算，并计入每年损益。

我们预计公司2009、2010和2011年造林面积将分别达到60万亩、90万亩和120万亩。考虑林木的自然生长增值、林木价格将逐年上涨、加上公司在自有林地上的实际造林面积不断增加，我们相信今后几年公司林木公允价值变动直接进入当期损益的数字将大幅上升，我们保守估计2009-2011年林木公允价值变动分别为3000万元、10000万元和12000万元。这样，在其他因素不变的条件下，我们将2009-2011年的EPS分别调整为0.44元、0.60元和0.71元。

我们继续认为公司目前具备较好的投资机会，给予强烈“买入”的投资评级。

附1：寿光市政府网站2010年2月5日《寿光市2009年度十佳企业家名单及寿光市2009年度十佳企业家简介》

陈洪国：山东晨鸣纸业集团股份有限公司董事长、委书记。晨鸣集团历年来为寿光经济的发展做出了巨大的贡献，在陈洪国同志的带领下，企业进入中国企业500强和世界纸业50强，被评为中国上市公司百强企业和中国最具竞争力的50家蓝筹公司之一。2009年实现主营业务收入186.2亿元，实现利税19.5亿元，实现利润12.1亿元，实缴税金9.5亿元。

附2：寿光日报2月11日《工业经济首月开门红,预计完成65亿元》

寿光日报讯（记者 夏明德 聂桂芬） 2月9日，记者从市经贸局了解到，2010年，我市工业经济延续逐月回升的良好势头，实现了首月开门红。主要指标宽幅增长，预计全市规模以上企业完成工业总产值65亿元，同比增长30%，实现主营业务收入70亿元，同比增长36%，利税5.7亿元，同比增长60%，实现利润5.2亿元，同比增长70%。其中27家重点调度企业完成工业总产值48.8亿元，完成主营业务收入56.2亿元，实现利税4.9亿元。

受国内经济加速回暖影响，晨鸣集团的盈利状况持续改善，环比呈上升态势。今年1月份，晨鸣集团实现主营业务收入13.4亿元、利税1.8亿元、利润1亿元。（后文略）

资产负债表		单位：百万元			
报表项目	2008	2009E	2010E	2011E	
货币资金	2853	2782	2150	1650	
应收账款	1752	1824	1950	2400	
预付款项	463	909	1500	1000	
应收利息	0	0	0	0	
应收股利	0	0	0	0	
其他应收款	133	86	100	120	
存货	3398	2459	2500	2850	
流动资产合计	9728	10293	10993	11292	
长期股权投资	93	85	85	85	
固定资产	14213	13651	16652	19645	
在建工程	431	1297	7000	2000	
无形资产	1278	1311	1311	1311	
长期待摊费用	37	40	44	48	
递延所得税资产	128	132	140	145	
非流动资产合计	16571	17049	19850	21030	
资产总计	26300	27342	28827	31708	
短期借款	1517	4385	5000	5500	
应付票据	368	355	385	400	
应付账款	2643	2042	2800	2900	
预收款项	102	237	250	280	
应付职工薪酬	190	237	300	300	
应交税费	50	215	300	300	
应付利息	0	0	0	0	
应付股利	0	0	0	0	
其他应付款	346	466	566	666	
流动负债合计	8195	8137	11637	15137	
长期借款	4019	4683	8183	11683	
应付债券	0	0	0	0	
长期应付款	0	0	0	0	
预计负债	0	0	0	0	
递延所得税负债	7	7	7	7	
非流动负债合计	4083	4762	7762	1045	
负债合计	12278	12899	15899	18582	
股本	2062	2062	2062	2062	
资本公积	609	609	609	609	
盈余公积	825	825	825	825	
未分配利润	328	3636	328	3636	
少数股东权益	1763	1826	1763	1826	
负债股东权益总计	26300	27342	28827	31708	
每股净资产(元)	5.95	6.39	6.99	7.7	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表		单位：百万元			
报表项目	2008	2009E	2010E	2011E	
营业收入	15530	14916	16407	18607	
营业成本	12557	12239	12961	14670	
营业税金及附加	13	14	15	17	
销售费用	706	705	750	830	
管理费用	561	555	575	633	
财务费用	287	295	325	357	
资产减值损失	93	-6	0	0	
公允价值变动收益	3	30	100	120	
投资收益	-23	-13	0	0	
营业利润	1293	971	1304	1580	
营业外收入	274	230	250	250	
营业外支出	12	85	20	20	
利润总额	1555	1116	1534	1810	
所得税费用	296	156	200	235	
净利润	1259	960	1334	1575	
归属于母公司净利润	1075	907	1237	1464	
少数股东损益	184	53	97	111	
EPS(元)	0.57	0.44	0.60	0.71	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

现金流量简表		单位：百万元			
报表项目	2008	2009E	2010E	2011E	
经营活动现金流量	1934	1810	1901	2052	
投资活动现金流量	-1504	-2050	-3500	-3500	
筹资活动现金流量	1661	1120	3500	3500	
现金及现金等价物净增加额	2074	-589	-765	-850	
期末现金余额	2688	2398	1920	1112	
每股经营活动现金流(元)	0.94	0.88	0.92	1.00	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

主要财务指标					
指标项目	2008	2009E	2010E	2011E	
营业收入增长率	2.41%	-4%	10%	13.4%	
营业利润增长率	4.43%	-24.9%	34.3%	21.2%	
毛利率	19.14%	21%	21%	21%	
营业利润率	8.32%	6.5%	8.20%	8.5%	
净利率	8.11%	6.43%	8.13%	8.46%	
净资产收益率	6.97%	6.89%	8.58%	9.22%	
总资产收益率	5.21%	5.05%	5.85%	6.02%	
流动比率	1.19	1.26	1.25	1.30	
资产负债率	46.68	47.18	55.2%	58.6%	
所得税税率	25%	15%	15%	15%	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

晨鸣纸业(000488)行情走势



相关研究报告

晨鸣纸业(000488.sz)调研简报	陆晓鸣	2009-04-27
晨鸣纸业调研简报	熊峰	2007-09-19

广州

地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼
邮政编码	510075
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn
服务热线	020-87555888-390

上海

地址	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	200120

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。