

林纸产品/原材料

晨鸣纸业 (000488)

新项目陆续投产，进入业绩增长长期

——晨鸣纸业 2010 年三季报点评

	王峰	徐琳
	0755-23976228	021-38676644
	wangfeng@gtjas.com	xulin@gtjas.com
	S0880200010288	S0880108023061

本报告导读：

公司新项目 11 年 2 季度陆续投产，是纸业公司中新增产能最大的，对 11 年、12 年公司业绩产生重大影响。

投资要点：

● **三季报业绩同比大幅提升。**1-9 月公司实现营业收入 125.20 亿元，同比增加了 15.97%；实现营业利润 10.56 亿元，同比增幅为 82.75%；归属于母公司的净利润 8.40 亿元，同比增长 81.85%，稀释 EPS0.41 元。由于上年同期处于金融危机影响中，今年产品售价、毛利率水平均实现了同比大幅提升。

● **单季度盈利下滑。**第三季度共生产纸及纸板 90 万吨，销售量 89 万吨，实现营业收入 43.43 亿元，同比增加 5.41%，环比升幅为 1.97%；归属母公司净利润 2.32 亿元，同比减少了 23.83%，环比下降了 37.34%，单季度 EPS0.11 元。产销量情况显示市场需求尚可，而业绩下降主要是由于原材料价格上涨与产成品售价下滑的双重影响。

● **四季度将实现业绩同环比大幅提升。**公司纸种齐全，经营状况与行业基本一致。在节能减排淘汰落后产能的影响，多种纸品需求及价格从 9 月份开始逐渐上升，而原材料价格相对稳定或略有下降，因而盈利状况明显回升。我们判断四季度业绩将实现同环比大幅提升。

● **新项目的陆续投产将使公司进入新一轮业绩增长长期。**9.8 万吨生活用纸项目已于 10 月份进入试生产阶段，试产期约 3 个月。2011 年 4 月份起，湛江 70 万吨浆纸项目、寿光本埠 80 万吨高档低定量铜版纸项目、以及湛江 45 万吨高级文化纸项目将陆续投产，此外，60 万吨高档涂布白牛卡纸项目正在准备阶段，预计 2012 年 5 月投产。新产能释放是未来几年公司业绩的主要增长点。

● 我们预测公司未来两年净利润增速在 30% 左右。10 年、11 年净利润分别为 11.5 亿元、14.4 亿元，稀释 EPS 分别为 0.56 元、0.70 元。10 年、11 年动态 PE15.1 倍、12.1 倍，估值优势明显，维持公司增持评级，目标价 10 元。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	15,530	14,885	16,212	19,859	24,958
(+/-)%	2%	-4%	9%	22%	26%
经营利润 (EBIT)	1,693	1,310	1,803	2,174	2,894
(+/-)%	-4%	-23%	38%	21%	33%
净利润	1,075	836	1,145	1,435	1,896
(+/-)%	11%	-22%	37%	25%	32%
每股净收益 (元)	0.52	0.41	0.56	0.70	0.92
每股股利 (元)	0.05	0.30	0.15	0.16	0.16

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	10.9%	8.8%	11.1%	10.9%	11.6%
净资产收益率 (%)	8.8%	6.4%	8.3%	9.6%	11.5%
投入资本回报率 (%)	7.8%	5.3%	7.2%	8.7%	10.9%
EV/EBITDA	5.0	9.1	6.7	5.7	4.6
市盈率	9.9	21.1	15.1	12.1	9.1
股息率 (%)	1.0%	3.5%	1.8%	1.9%	1.9%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：**增持**

上次评级：谨慎增持

目标价格：**10.00**

上次预测：**10.00**

当前价格：**8.36**

2010.10.31

交易数据

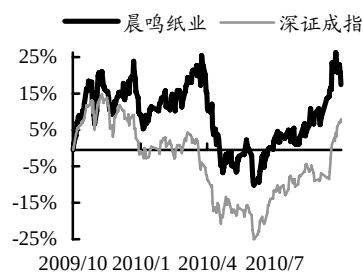
52 周内股价区间 (元)	6.21-9.44
总市值 (百万元)	17,239
总股本/流通 A 股 (百万股)	2,062/810
流通 B 股/H 股 (百万股)	557/391
流通股比例	85%
日均成交量 (百万股)	27
日均成交值 (百万元)	212

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	12,981
每股净资产	6.30
市净率	1.3
净负债率	49%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.00	0.12
Q2	0.07	0.18
Q3	0.15	0.11
Q4	0.18	0.15
全年	0.41	0.56

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	6%	18%	15%
相对指数	-12%	-10%	7%

相关报告

《公司即将进入新一轮业绩增长长期》	2010.08.25
《行业典型代表 10 年增速趋缓》	2010.04.14
《借助行业转暖 业绩稳定增长》	2009.11.18
《与行业回暖步调一致》	2009.11.02
《下半年公司业绩环比将大幅提升》	2009.09.02

模型更新时间: 2010.10.31

股票研究

原材料
林纸产品

晨鸣纸业 (000488)

评级: **增持**

上次评级: 谨慎增持

目标价格: **10.00**

上次预测: 10.00

当前价格: 8.36

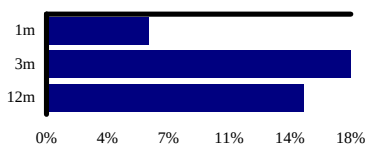
公司网址

www.chenmingpaper.com

公司简介

公司是集制浆、造纸、能源生产、纸机制造于一体的大型企业集团,是国内造纸行业唯一拥有 A、B、H 三种股票和可转债的上市公司。公司纸产品包括文化用纸、报刊用纸和包装用纸三大类 8 大系列 200 多个品种,公司产品畅销全国,并远销美国、日本、韩国、澳大利亚等 20 多个国家和地区。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

6.21-9.44

市值 (百万)

17,239

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利润率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

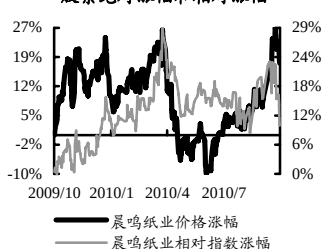
EV/EBITDA

P/S

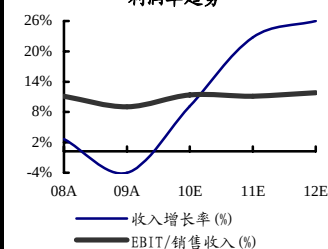
股息率

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	15,530	14,885	16,212	19,859	24,958
营业成本	12,557	12,057	12,773	15,695	19,541
税金及附加	13	16	21	23	31
销售费用	706	775	806	974	1,255
管理费用	561	726	810	992	1,237
EBIT	1,693	1,310	1,803	2,174	2,894
公允价值变动收益	3	18	0	0	0
投资收益	-23	-16	0	0	0
财务费用	287	313	304	262	214
营业利润	1,293	983	1,449	1,866	2,551
所得税	296	219	317	397	525
少数股东损益	184	118	206	258	342
净利润	1,075	836	1,145	1,435	1,896
货币资金、交易性金融资产	2,853	2,908	2,943	3,244	3,074
其他流动资产	152	91	0	0	0
长期投资	121	107	107	107	107
固定资产合计	14,687	15,570	14,757	14,044	13,379
无形资产及其他资产	1,636	1,863	1,352	1,342	1,325
资产合计	26,299	28,213	27,523	29,056	31,033
流动负债	8,195	7,065	6,657	6,819	6,894
非流动负债	4,083	6,411	5,087	5,087	5,088
股东权益	12,259	12,992	13,827	14,939	16,499
投入资本(IC)	17,628	20,270	20,240	20,182	21,446
NOPLAT	1,371	1,065	1,460	1,761	2,344
折旧与摊销	1,159	1,254	1,448	1,402	1,433
流动资金增量	159	-827	-556	-723	-2,090
资本支出	-1,542	-2,192	96	-456	-540
自由现金流	1,146	-700	2,449	1,984	1,148
经营现金流	1,934	1,639	2,641	2,514	1,774
投资现金流	-1,504	-2,134	96	-456	-540
融资现金流	1,661	178	-2,702	-1,756	-1,405
现金流净增加额	2,091	-318	35	302	-171
收入增长率	2.4%	-4.2%	8.9%	22.5%	25.7%
EBIT 增长率	-3.7%	-22.6%	37.6%	20.6%	33.1%
净利润增长率	11.1%	-22.3%	36.9%	25.3%	32.2%
利润率	19.1%	19.0%	21.2%	21.0%	21.7%
毛利率	10.9%	8.8%	11.1%	10.9%	11.6%
EBIT 率	6.9%	5.6%	7.1%	7.2%	7.6%
净利润率	8.8%	6.4%	8.3%	9.6%	11.5%
净资产收益率(ROE)	4.1%	3.0%	4.2%	4.9%	6.1%
总资产收益率(ROA)	7.8%	5.3%	7.2%	8.7%	10.9%
投入资本回报率(ROIC)	75	85	80	83	81
存货周转天数	40	40	40	40	40
应收账款周转天数	568	668	627	14	14
总资产周转天数	1.80	1.96	2.31	1.75	0.94
净利润现金含量	-10%	-15%	1%	-2%	-2%
资本支出/收入	46.7%	47.8%	42.7%	41.0%	38.6%
资产负债率	30.4%	43.4%	33.1%	21.0%	15.2%
净负债率	9.9	21.1	15.1	12.1	9.1
PE	0.9	1.4	1.3	1.2	1.0
PB	5.0	9.1	6.7	5.7	4.6
EV/EBITDA	0.7	1.2	1.1	0.9	0.7
P/S	1.0%	3.5%	1.8%	1.9%	1.9%
股息率					

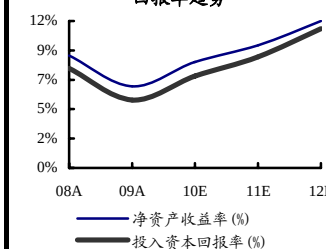
股票绝对涨幅和相对涨幅



利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债

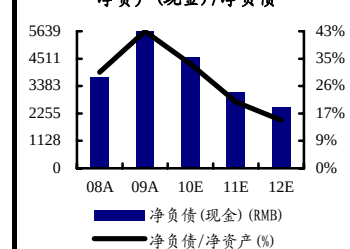
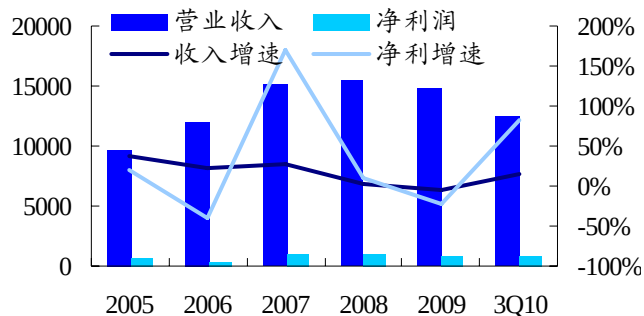


表 1: 2010 年三季报利润表分析 (单位: 亿元)

	3Q2009	3Q2010
营业收入	107.96	125.20
增长率 (YOY)	-13.00%	15.97%
营业成本	88.84	99.24
毛利率	17.70%	20.74%
营业税金及附加	0.11	0.16
营业税金/收入	0.11%	0.12%
销售费用	5.56	6.46
销售费用/收入	5.15%	5.16%
管理费用	5.15	6.45
管理费用/收入	4.77%	5.15%
财务费用	2.52	1.89
财务费用/收入	2.34%	1.51%
期间费用率	12.26%	11.82%
资产减值损失	-0.06	0.49
营业利润	5.78	10.56
增长率 (YOY)	-64.03%	82.75%
营业外收支	1.15	0.97
利润总额	6.93	11.53
税前利润率	6.42%	9.21%
所得税	1.61	2.05
实际税率	23.18%	17.74%
净利润	5.32	9.49
增长率 (YOY)	-63.66%	78.24%
净利润率	4.93%	7.58%
归属于母公司的净利润	4.62	8.40
增长率 (YOY)	-63.65%	81.85%
基本每股收益	0.22	0.41
稀释每股收益	0.22	0.41

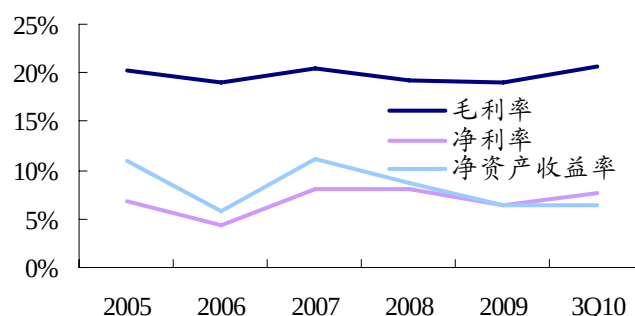
数据来源: 国泰君安证券研究

图 1: 近五年一期经营状况



数据来源: 国泰君安证券研究

图 2: 近五年一期盈利水平趋势



数据来源: 国泰君安证券研究

表 3: 分季度经营状况分析 (单位: 百元)

	3Q2008	4Q2008	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010	2Q2010	3Q2010
营业收入	3,856.93	3,120.26	2,874.45	3,800.92	4,120.24	4,089.03	3,917.44	4,259.20	4,343.25
同比 (%)	-7.48%	-25.67%	-30.22%	-14.27%	6.83%	31.05%	36.28%	12.06%	5.41%
环比 (%)	-13.00%	-19.10%	-7.88%	32.23%	8.40%	-0.76%	-4.20%	8.72%	1.97%
营业成本	3,065.03	2,844.52	2,597.35	3,031.90	3,255.12	3,173.04	3,141.67	3,254.73	3,527.12
毛利率 (%)	20.53%	8.84%	9.64%	20.23%	21.00%	22.40%	19.80%	23.58%	18.79%
销售费用	155.07	147.60	145.17	194.76	215.79	218.97	206.92	234.58	204.84
% 营业收入	4.02%	4.73%	5.05%	5.12%	5.24%	5.36%	5.28%	5.51%	4.72%
管理费用	138.05	157.42	170.54	165.36	179.36	211.10	201.18	215.96	227.77
% 营业收入	3.58%	5.05%	5.93%	4.35%	4.35%	5.16%	5.14%	5.07%	5.24%
EBITDA	-76.99	1,126.67	-41.86	1,013.64	-143.01	1,735.06	363.77	1,160.32	-234.53
同比 (%)	-114.00%	-24.30%	-107.56%	-18.81%	-85.75%	54.00%	969.09%	14.47%	-64.00%
环比 (%)	-106.17%	1563.40%	-103.72%	2521.69%	-114.11%	1313.27%	-79.03%	218.97%	-120.21%
财务费用	89.99	118.51	93.05	83.80	75.31	60.53	65.76	59.98	63.12
% 营业收入	2.33%	3.80%	3.24%	2.20%	1.83%	1.48%	1.68%	1.41%	1.45%
投资收益	-2.05	-8.74	-3.93	-5.60	-4.37	-1.79	-1.67	6.00	-8.31
营业利润	420.24	-313.25	-5.18	180.35	402.55	404.83	280.27	497.09	278.43
同比 (%)	2.82%	-183.84%	-100.97%	-72.29%	-4.21%	229.24%	5513.94%	175.62%	-30.83%
环比 (%)	-35.44%	-174.54%	98.35%	3583.93%	123.20%	0.57%	-30.77%	77.36%	-43.99%
利润总额	474.21	-265.53	10.54	227.70	454.53	480.16	323.09	515.47	314.58
同比 (%)	3.97%	-163.97%	-98.45%	-65.90%	-4.15%	280.83%	2964.79%	126.38%	-30.79%
环比 (%)	-28.98%	-155.99%	103.97%	2059.92%	99.62%	5.64%	-32.71%	59.55%	-38.97%
所得税费用	89.56	-60.76	5.15	46.97	108.47	58.41	59.38	83.10	62.13
% 实际税率	18.89%	22.88%	48.89%	20.63%	23.86%	12.17%	18.38%	16.12%	19.75%
归属股东净利	322.65	-194.78	7.85	149.64	304.19	374.27	238.10	369.77	231.70
同比 (%)	8.89%	-168.97%	-98.33%	-68.71%	-5.72%	292.15%	2934.57%	147.10%	-23.83%
环比 (%)	-32.52%	-160.37%	104.03%	1807.18%	103.28%	23.04%	-36.38%	55.30%	-37.34%
单季 EPS	0.16	-0.09	0.00	0.07	0.15	0.18	0.12	0.18	0.11

数据来源: 国泰君安证券研究

作者简介:**王峰:**

复旦大学国际金融硕士，96年至今为君安证券、国泰君安证券行业部研究员，主要从事轻工及造纸印刷行业的研究，2003-2009年连续获得《新财富》造纸印刷行业最佳分析师称号，2004年同时获得食品饮料行业第三名。

徐琳:

毕业于厦门大学管理学院会计系，香港理工大学金融与会计学院交流生。2007年7月进入国泰君安证券研究所行业公司部。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		