



业绩超预期，纸价将有望上调

公司评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
行业	轻工
目标价	9.8 元
报告发布日期	2011 年 1 月 25 日 星期二

郑 恺 轻工造纸行业高级分析师
zhengkai@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860209070189

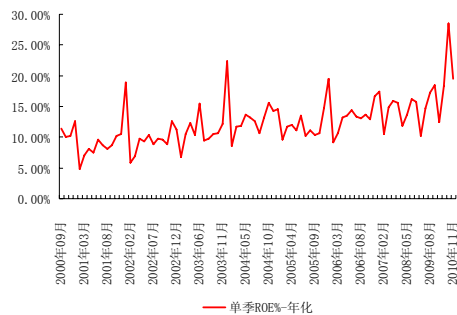
事件:

公司公布 2010 年业绩快报, 预计 2010 年营业收入为 1,719,544.56 万元, 同比增长 15.52%; 净利润 115,823.25 万元, 同比增长 38.55%, EPS 为 0.56 元。

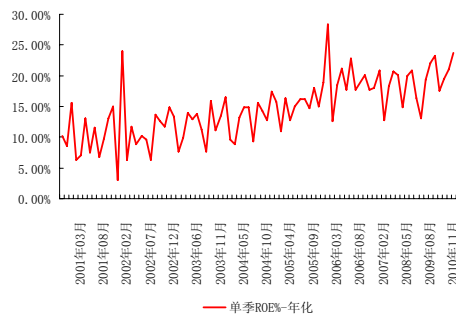
点评:

- **业绩增长略超我们预期, 销售量增长是主因。**公司预计 2010 年 EPS 为 0.56 元, 略超出我们前期 0.55 元的盈利预期, 根据公司公告的内容, 我们认为产能利用率较高, 销量增长是盈利超预期的主要原因, 2010 年公司主体造纸产能为 330 万吨, 但全年公司产纸量为 335 万吨, 相较 2009 年增长 10%, 但公司除了 9.8 万吨生活用纸在 2010 年 10 月份投产以外, 2010 年并没有大的产能投放, 因此我们认为 2010 年下游需求旺盛, 导致企业产能利用率水平较高, 这是刺激企业盈利超预期的主要因素。
- **展望 2011 年, 纸价有望上调 1~2 次, 能够转嫁成本压力。**我们注意到 2010 年四季度造纸下游行业, 包括印刷和包装盈利能力均较好 (见图 1), 未来纸品需求有望保持强势; 另一方面, 造纸产量增长却小于 10%, 且纸行业固定资产投资 2010 年 12 月再次出现负增长, 这在历史上均意味着未来纸品新增项目不多, 行业整体并不会过剩, 在浆价上涨的大趋势下, 纸厂能够完全转嫁成本压力, 提价 1~2 次, 从而保证自身毛利率水平。
- **参考历史吨纸盈利, 目前处于均值水平, 公司 2011 年有 200 万吨以上产能投放, 预计利润将稳定增长。**晨鸣纸业 2010 年 4 季度吨纸盈利约为 339 元/吨, 相比 293 元的平均吨纸盈利处于均值水平 (见图 2), 表明目前行业并没有达到周期性高点, 而公司 2011 年投产项目较多, 包括湛江项目 45 万吨纸品产品, 70 万吨木浆产能, 以及 80 万吨铜版纸产能。按照我们 2011 年造纸企业盈利能力可以保持的观点, 这些产能投放将为公司带来盈利的稳步增长, 不会出现增量不增利的情况。
- **估值处于历史底部, 维持目标价至 9.80 元, 维持买入评级。**公司四季度盈利略超预期, 对应当前股价 2010 年 PE 仅为 12.5 倍, PB 为 1.05 倍, 处于历史底部 (见图 3), 我们认为公司作为造纸行业的龙头代表企业, 与印刷包装公司对比, 议价能力上具备优势, 而其市值却没有反映这一地位, 随着 4 月份公司新产能的逐渐投放并达产贡献盈利, 未来的利润增长将带动企业股价上行。我们维持公司 2010~2012 年盈利预测为 0.55, 0.65 和 0.79 元, 给予 2011 年 15PE 水平, 对应目标价为 9.80 元, 维持公司买入评级。

图 1：印刷产业单季 ROE 年化大幅回暖

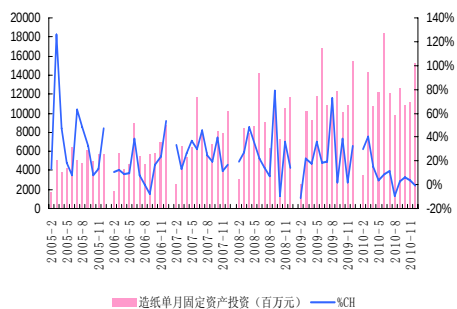


纸包装产业单季 ROE 年化数据攀升

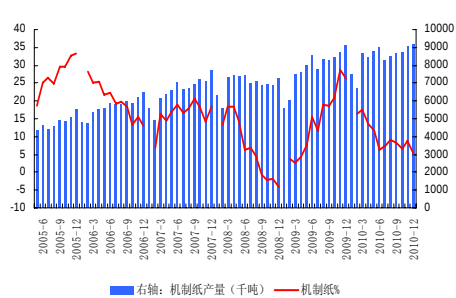


资料来源：东方证券研究所

图 2：造纸单月固定资产投资同比负增长

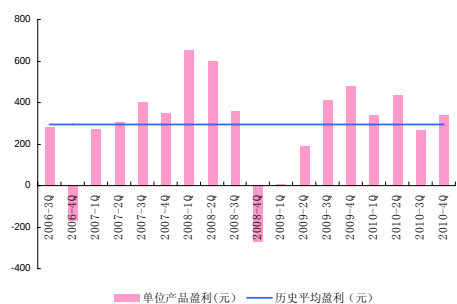


纸品单月产量增长低于 10%

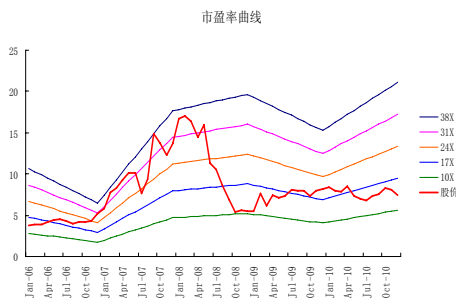


资料来源：东方证券研究所

图 3：吨纸盈利均值水平，未达到盈利高点



但估值水平较低



资料来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	15164.74	15529.59	14884.63	19536.94	25598.99	29775.90
增长率(%)	26.55%	2.41%	-4.15%	31.26%	31.03%	16.32%
归属母公司股东净利润	967.64	1075.29	835.95	1075.17	1286.58	1537.08
增长率(%)	171.12%	11.13%	-22.26%	28.62%	19.66%	19.47%
每股收益(EPS)	0.47	0.52	0.41	0.55	0.65	0.79
销售毛利率	20.38%	19.14%	18.99%	18.83%	18.43%	18.73%
销售净利率	8.04%	8.11%	6.41%	6.54%	5.97%	6.14%
净资产收益率(ROE)	11.06%	8.77%	6.43%	7.76%	8.64%	9.53%

报表预测						
利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	15164.74	15529.59	14884.63	19536.94	25598.99	29775.90
减: 营业成本	12074.48	12556.76	12057.42	15857.22	20881.63	24199.02
营业税金及附加	17.85	12.58	16.27	20.06	26.29	30.58
营业费用	783.29	705.60	774.69	971.20	1272.56	1480.20
管理费用	530.82	561.19	726.35	918.24	1151.95	1339.92
财务费用	392.16	287.14	312.69	500.22	700.96	523.76
资产减值损失	102.20	93.13	17.28	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	-9.46	-23.08	-15.69	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	30.37	2.66	18.31	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1284.84	1292.77	982.57	1270.00	1565.60	2202.43
加: 其他非经营损益	204.49	262.57	190.36	233.37	233.37	233.37
利润总额	1489.34	1555.34	1172.92	1503.37	1798.97	2435.80
减: 所得税	270.80	295.80	219.01	225.50	269.85	608.95
净利润	1218.54	1259.54	953.91	1277.86	1529.12	1826.85
减: 少数股东损益	250.91	184.25	117.96	202.69	242.55	289.77
归属母公司股东净利润	967.64	1075.29	835.95	1075.17	1286.58	1537.08
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	499.69	2677.86	2501.93	1953.69	2559.90	2977.59
应收和预付款项	4106.88	3324.84	5315.77	5516.83	9277.10	7547.73
存货	1744.49	3397.79	2226.58	3059.16	3901.38	3012.62
其他流动资产	5.96	151.99	105.66	105.66	105.66	105.66
长期股权投资	96.29	92.67	80.98	80.98	80.98	80.98
投资性房地产	29.90	28.16	26.43	22.60	18.77	14.94
固定资产和在建工程	14284.50	14686.90	15570.47	24836.94	23533.41	20992.88
无形资产和开发支出	842.59	1297.36	1333.71	1189.65	1045.59	901.52

其他非流动资产	56.51	338.44	529.14	512.93	496.72	496.72
资产总计	21666.81	25996.02	27690.66	37278.44	41019.51	36130.66
短期借款	4100.21	3458.82	3103.15	11318.98	12156.52	6090.15
应付和预收款项	2262.10	3457.86	3221.74	3526.86	5153.80	4806.17
长期借款	4056.19	4019.25	5087.42	5087.42	5087.42	5087.42
其他负债	667.75	1038.32	1541.29	1541.29	1541.29	1541.29
负债合计	11086.25	11974.25	12953.60	21474.56	23939.04	17525.03
股本	1706.35	2062.05	2062.05	2062.05	2062.05	2062.05
资本公积	3737.99	6093.48	6093.48	6093.48	6093.48	6093.48
留存收益	3300.70	4103.55	4836.37	5700.51	6734.55	7969.93
归属母公司股东权益	8745.04	12259.08	12991.90	13856.04	14890.08	16125.46
少数股东权益	1835.52	1762.70	1745.16	1947.85	2190.39	2480.16
股东权益合计	10580.56	14021.77	14737.06	15803.89	17080.48	18605.62
负债和股东权益合计	21666.81	25996.02	27690.66	37278.44	41019.51	36130.66
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	1171.88	1796.42	1633.53	3344.43	1588.37	8225.93
投资性现金净流量	-977.00	-1503.85	-2134.45	-11271.64	-701.64	-724.97
筹资性现金净流量	-513.00	1661.07	177.63	7378.97	-280.53	-7083.26
现金流量净额	-322.88	1936.03	-325.75	-548.23	606.20	417.69

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn