

晨鸣纸业 (000488.SZ)

新项目稳步推进，溶解浆增厚今年业绩

 评级: **买入**

 前次: **买入**

目标价(元):

9.48-11.06

分析师

分析师

朱嘉

孙国东

S0740210080009

S0740207010008

021-20315132

0531-68889511

zhujia@qlzq.com.cn

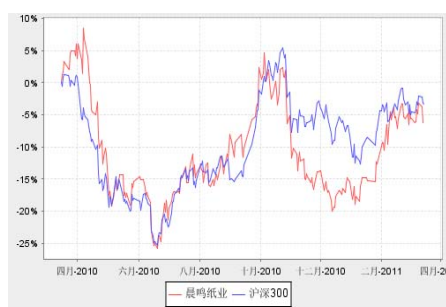
sungd@qlzq.com.cn

2011年3月31日

基本状况

总股本(百万股)	2062.05
流通股本(百万股)	820.27
市价(元)	8.14
市值(百万元)	16578.85
流通市值(百万元)	6595.01

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

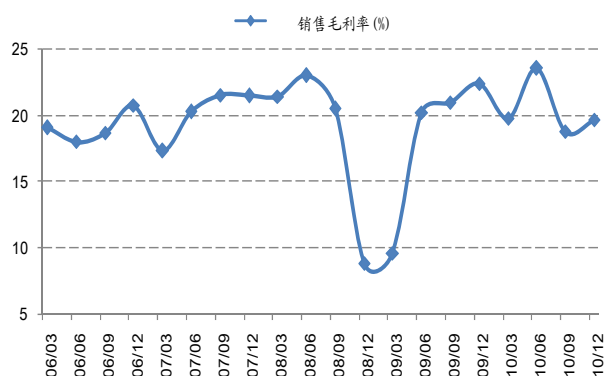
指标	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	15,529.5	14,884.6	17,203.1	24,027.5	28,225.0
营业收入增速	2.41%	-4.15%	15.58%	39.67%	17.47%
净利润增长率	11.13%	-22.26%	39.34%	39.67%	16.80%
摊薄每股收益(元)	0.52	0.41	0.56	0.79	0.92
前次预测每股收益(元)	0.52	0.41	0.55	0.77	0.88
市场预测每股收益(元)	0.52	0.41	0.57	0.72	0.95
偏差率(本次-市场/市场)	0	0	0	9.72%	3.16%
市盈率(倍)	0.00	21.12	12.84	10.30	8.85
PEG	0.00	—	0.33	0.23	0.47
每股净资产(元)	5.95	6.30	6.70	7.25	7.89
每股现金流量	0.94	0.79	1.13	0.97	1.60
净资产收益率	8.77%	6.43%	8.44%	10.88%	11.67%
市净率	0.00	1.36	1.08	1.00	0.92
总股本(百万股)	2,062.05	2,062.05	2,062.05	2,062.05	2,062.05

备注: 市场预测取 聚源一致预期

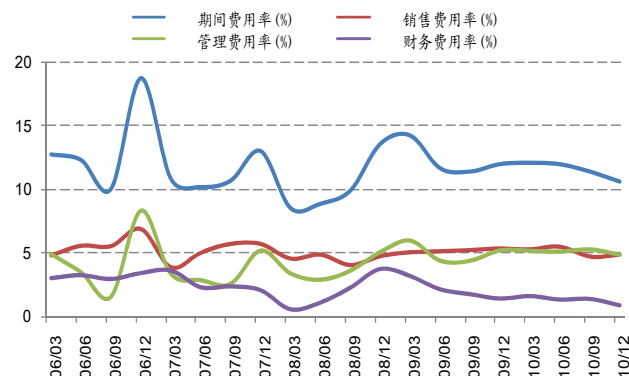
投资要点

- 公司今日公布年报, 2010 年实现营业收入 172.03 亿元, 同比增长 15.58%; 实现归属于母公司所有者净利润 11.63 亿元, 同比增长; EPS 为 0.56 元, 每 10 股派发人民币 3.00 元(含税)现金红利。业绩符合我们之前的预期。
- 公司成品纸产销量及毛利率均呈增长态势。公司收入增长的原因为成品纸产销量的上升, 公司完成成品纸产量 335 万吨, 同比增长 10.20%, 销量大约为 325 万吨左右。公司利润增长幅度大于收入增幅的主要原因为整体毛利率的提升, 公司 2010 年整体毛利率达到 20.46%, 同比提升 1.47 个百分点。
- 公司整体毛利率提升主要归功于主要产品白卡纸和铜版纸毛利率的回升。2010 年, 公司白卡纸毛利率上升至 26.82%, 同比提升 8.18 个百分点; 铜版纸毛利率提升至 23.24%, 同比提升 2.84 个百分点。两纸种毛利率大幅提升的主要原因为 2010 年国内纸价因浆价大幅提升而大幅上涨, 而公司木浆自给率较高, 浆线满产, 纸品成本相对固定所致。
- 公司四季度业绩环比增长, 符合我们之前四季度旺季增厚业绩的预期。公司四季度营业收入为 46.83 亿元, 环比增长 7.83%; 净利润为 3.24 亿元, 环比增长 39.66%。其原因为四季度纸价大幅回升, 公司整体毛利率环比回升 0.93 个百分点所致。
- 公司期间费用率呈下降趋势。2010 年, 公司期间费用率为 11.50%, 同比下降 0.69 个百分点; 其中财务费用率下降 0.74 个百分点为主要原因。

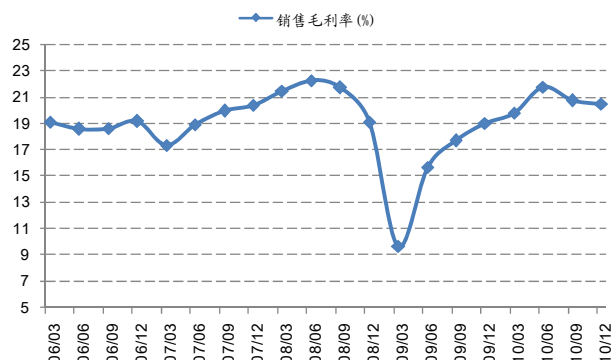
- 公司再次迈出扩张的步伐。公司前些年的扩张主要以并购为主，而现在，公司将主要以新建产能的方式进行规模的扩张。目前公司的新项目主要有：1、6万吨高档生活纸项目，已于2010年底建成投产；2、湛江项目，包括70万吨木浆产能和45万吨高档文化纸产能，预计分别将于2011年4月和5月投产；3、本部80万吨高档低定量铜版纸项目，也将于2011年4月建成投产；4、60万吨高档涂布白牛卡纸项目，将于2012年5月建成投产。新建产能的逐步投产，将促进公司的规模将再上一个台阶，并成为公司2011和2012年业绩增长强有力的支撑。
- 公司林业方面建设按部就班。截至到2010年年底，公司在湛江共征原料林地240万亩，已办理林权证面积210万亩，其中在湛江及周边地区的造纸原料林地建设面积已达到81万亩。此外，公司在湖北的黄冈与咸宁地区另有原料林地170万亩，已建设林地大约为90多万亩。
- 公司为溶解浆高盈利的既得利益者。公司目前拥有溶解浆产能为4.3万吨（延边晨鸣，控股76.73%），此外公司延边晨鸣另一条3万吨的浆线正在技改，将于4月份技改完成，公司富裕晨鸣（公司百分百控股）也有一条3万吨的浆线正在技改，已于3月技改完成。2011年公司溶解浆的权益产能将达到8.6万吨，权益产量有望达到6.8万吨。同时，目前延边晨鸣4.3吨的生产线的吨浆净利达到了4577元。2011年溶解浆有望增厚公司EPS0.12元左右。
- 我们预测公司2011和2012年每股收益分别为0.79元和0.92元，对应的动态市盈率分别为10.30倍和8.85倍，目前估值水平处于行业内偏低水平。我们给予公司2011年12-14倍的PE，公司合理估值区间为9.48元-11.06元，维持公司“买入”的投资评级。

图表1：公司单季度毛利率走势


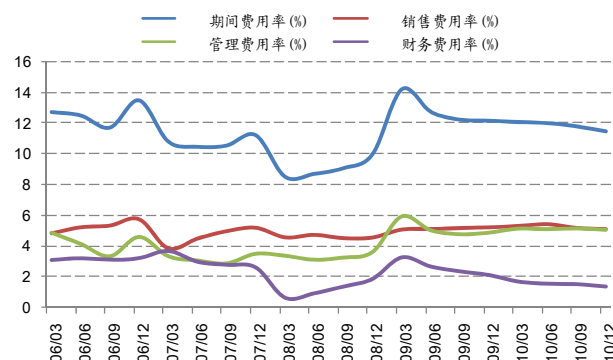
来源：齐鲁证券研究所

图表2：公司单季度期间费用率走势


来源：齐鲁证券研究所

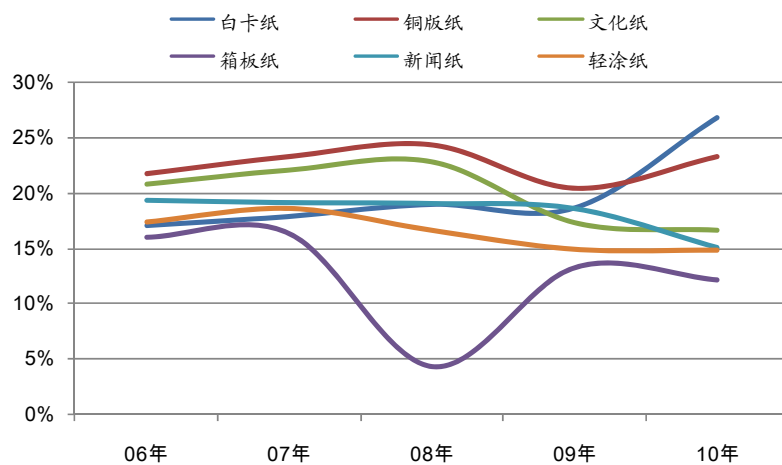
图表3：公司毛利率走势


来源：齐鲁证券研究所

图表4：公司期间费用率走势


来源：齐鲁证券研究所

图表 5：各纸种历年毛利率情况



来源：齐鲁证券研究所

图表 6：财务预测简表

损益表 (人民币百万元)					资产负债表 (人民币百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	14,885	17,203	24,028	28,225	货币资金	2,893	3,412	4,714	5,874
增长率	-4.2%	15.6%	39.7%	17.5%	应收款项	4,315	4,112	5,831	6,917
营业成本	-12,057	-13,683	-19,119	-22,566	存货	2,227	3,053	4,204	5,166
% 销售收入	81.0%	79.5%	79.6%	79.9%	其他流动资产	1,106	854	1,167	1,403
毛利	2,827	3,520	4,909	5,659	流动资产	10,541	11,432	15,915	19,361
% 销售收入	19.0%	20.5%	20.4%	20.1%	% 总资产	37.4%	32.6%	39.7%	46.2%
营业税金及附加	-16	-20	-26	-29	长期投资	107	107	107	107
% 销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	15,570	21,303	21,666	19,856
营业费用	-775	-874	-1,249	-1,468	% 总资产	55.2%	60.7%	54.0%	47.3%
% 销售收入	5.2%	5.1%	5.2%	5.2%	无形资产	1,366	1,609	1,790	1,987
管理费用	-726	-864	-1,129	-1,270	非流动资产	17,672	23,648	24,191	22,578
% 销售收入	4.9%	5.0%	4.7%	4.5%	% 总资产	62.6%	67.4%	60.3%	53.8%
息税前利润 (EBIT)	1,310	1,762	2,505	2,892	资产总计	28,213	35,080	40,107	41,939
% 销售收入	8.8%	10.2%	10.4%	10.2%	短期借款	3,449	7,010	7,984	6,392
财务费用	-313	-215	-287	-294	应付款项	3,222	3,180	4,514	5,601
% 销售收入	2.1%	1.3%	1.2%	1.0%	其他流动负债	395	708	995	1,157
资产减值损失	-17	0	-64	-45	流动负债	7,065	10,899	13,492	13,150
公允价值变动收益	18	0	0	0	长期贷款	5,087	7,087	8,087	8,587
投资收益	-16	-15	0	0	其他长期负债	1,324	1,324	1,324	1,324
% 税前利润	—	—	0.0%	0.0%	负债	13,476	19,310	22,903	23,061
营业利润	983	1,532	2,154	2,553	普通股股东权益	12,992	13,807	14,946	16,276
营业利润率	6.6%	8.9%	9.0%	9.0%	少数股东权益	1,745	1,963	2,257	2,602
营业外收支	190	155	203	203	负债股东权益合计	28,213	35,080	40,107	41,939
税前利润	1,173	1,687	2,357	2,756	比率分析				
利润率	7.9%	9.8%	9.8%	9.8%		2009	2010E	2011E	2012E
所得税	-219	-305	-436	-511	每股指标				
所得税率	18.7%	18.1%	18.5%	18.6%	每股收益 (元)	0.405	0.565	0.789	0.921
净利润	954	1,382	1,921	2,245	每股净资产 (元)	6.300	6.696	7.248	7.893
少数股东损益	118	218	295	344	每股经营现金净流 (元)	0.795	1.130	0.969	1.597
归属于母公司的净利润	836	1,165	1,627	1,900	每股股利 (元)	0.300	0.169	0.237	0.276
净利率	5.6%	6.8%	6.8%	6.7%	回报率				
现金流量表 (人民币百万元)					净资产收益率	6.43%	8.44%	10.88%	11.67%
	2009	2010E	2011E	2012E	总资产收益率	2.96%	3.32%	4.06%	4.53%
净利润	954	1,382	1,921	2,245	投入资本收益率	5.26%	5.48%	7.18%	8.45%
少数股东损益	0	218	295	344	增长率				
非现金支出	1,271	1,304	1,742	2,100	营业总收入增长率	-4.15%	15.58%	39.67%	17.47%
非经营收益	381	87	99	110	EBIT增长率	-22.65%	34.54%	42.12%	15.47%
营运资金变动	-968	-442	-1,764	-1,162	净利润增长率	-22.26%	39.34%	39.67%	16.80%
经营活动现金净流	1,639	2,548	2,293	3,637	总资产增长率	7.28%	24.34%	14.33%	4.57%
资本开支	2,192	7,125	2,018	239	资产管理能力				
投资	-11	0	0	0	应收账款周转天数	44.3	43.7	42.6	43.1
其他	69	-15	0	0	存货周转天数	85.1	72.4	71.6	76.0
投资活动现金净流	-2,134	-7,140	-2,018	-239	应付账款周转天数	72.1	60.0	60.6	63.8
股权募资	0	0	0	0	固定资产周转天数	340.2	294.8	257.4	253.7
债权募资	1,957	5,555	1,973	-1,091	偿债能力				
其他	-1,782	-226	-651	-801	净负债/股东权益	38.23%	67.67%	65.93%	48.15%
筹资活动现金净流	175	5,329	1,322	-1,892	EBIT利息保障倍数	4.2	8.2	8.7	9.8
现金净流量	-320	737	1,597	1,505	资产负债率	47.77%	55.05%	57.11%	54.99%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机: 18616512309
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308