

晨鸣纸业中报分析(000488)/5.60元

上半年净利润同比增长 11%，稍低于预期

王 鹏

86-755-82943270

wangpeng@ccs.com.cn

非周期性消费品·造纸

估值区间: 5.5-6.8元

谨慎推荐 A(维持)

公司上半年净利润同比增长 11%，二季度较一季度环比下降 8%，但二季度毛利率较一季度上升。我们认为公司业绩稍低于预期的原因主要是由于公司上半年新项目刚刚达产所致，预计下半年公司整体毛利将有所提升，维持“谨慎推荐”评级。

投资要点

- 公司上半年实现每股收益 0.243 元。上半年产量同比增长 20.71%；主营业务收入同比增长 23.67%；净利润同比增长 10.96%。
- 供求关系是影响造纸行业毛利水平的主要因素，而原材料价格仅是次要因素，并且只能在短期内起作用。今年上半年机制纸的整体毛利为 21.5%，较去年同期的 26.5% 同比下降 5 个百分点。分产品看，只有新闻纸毛利提升近 2 个百分点，其余产品毛利均有所下降。
- 公司存货较年初增长了 40%，主要是原材料和库存商品增长所致。
- 全年业绩仍有望增长 50% 以上。公司高管曾明确表示今年的目标是盈利增长 50%，我们认为虽然公司目前面临的压力较大，但依靠下半年新增产能的正常发挥、国产设备抵免所得税以及原材料价格下降带来的毛利水平短期上升，公司今年的增长目标有望实现。
- 该股票的合理价值区间为 5.5-6.8 元，目前股价处于合理估值区间的下限。

风险因素

- 下半年原材料价格如果继续上涨，以及部分产品供求关系发生变化，使得产品毛利不能有效提升，05 年盈利就可能达不到预期。

投资建议

- 维持“谨慎推荐 - A”的投资评级。

上证指数: 1083.03

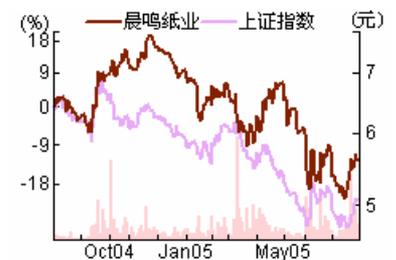
股本数据

A 股总股本(万)	134659.3
流通 A 股(万)	35400.5
流通市值(亿)	19.8

股价表现

	绝对值	相对上证
3 个月(%)	-18.01	-11.41
6 个月(%)	-14.37	-5.24
1 年(%)	-12.5	9.37
52 周波动(元)	4.92-7.83	

股价走势



资料来源: 招商证券

相关研究

晨鸣纸业一季报——所得税和少数股东权益增加导致业绩低于预期

3/29/2005

造纸行业 05 年二季度投资策略报告——产品毛利分化加大

4/11/2005

主要财务指标

会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
主营收入(亿元)	70.65	95.97	140.29	168.13
同比增长率(%)	21.4%	35.8%	46.2%	19.8%
营业利润(亿元)	7.49	10.52	14.46	16.13
同比增长率(%)	-4.4%	40.5%	37.5%	11.5%
净利润(亿元)	5.04	7.77	9.24	10.26
同比增长率(%)	-19.8%	54.3%	18.9%	11.1%
主营利润率(%)	23.40%	23.81%	23.24%	22.37%
营业利润率(%)	10.60%	10.96%	10.31%	9.59%
净利润率(%)	7.13%	8.10%	6.58%	6.10%

会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
每股收益(元)	0.561	0.576	0.677	0.720
每股净资产(元)	5.390	4.194	4.762	5.416
净资产收益率(%)	10.41%	13.73%	14.21%	13.29%
每股股息(元)	0.10	0.12	0.14	0.14
股息收益率(%)	1.79%	2.06%	2.42%	2.57%
负债率(%)	58.34%	54.09%	56.20%	53.24%
P/E(倍)	14.97	9.72	8.27	7.78
P/B(倍)	1.56	1.34	1.18	1.03
EV/EBITDA(倍)	8.37	6.85	5.01	4.41

一、上半年经营业绩概述

中期每股收益 0.243 元，低于笔者预期的 0.27 元。主要原因是轻涂纸销售额和整体毛利水平稍低于笔者预期。

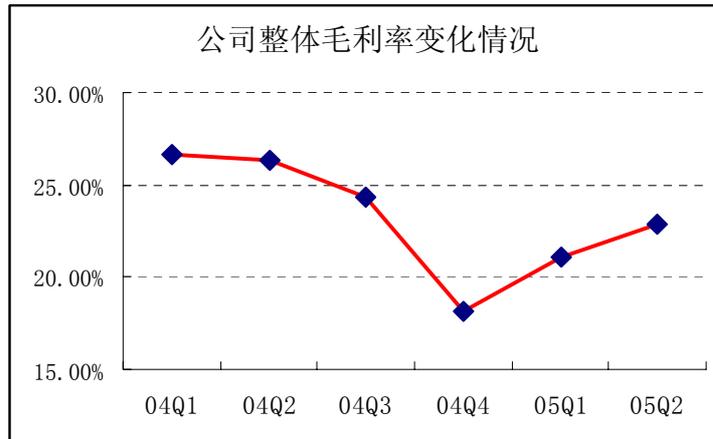
公司上半年完成纸品产量 95 万吨，比去年同期增长 20.71%；实现主营业务收入 420836.45 万元，比去年同期增长 23.67%；实现净利润 32782.66 万元，比去年同期增长 10.96%。每股收益为 0.243 元（扣除非经常性损益后的净利润为 0.21 元），低于笔者在中期投资策略报告中预期的 0.27 元/股。主要原因是：轻涂纸销售额和整体毛利水平比笔者预期的要低。江西晨鸣轻涂纸生产线真正达产时间是在 5 月份底，比公司原先预计的 4 月份达产晚了 1 个月。同时，轻涂纸、铜版纸的毛利水平比预期稍低。

公司今年一季度实现每股收益为 0.127 元，二季度的每股收益为 0.116 元，二季度实现的净利润较一季度下滑 8.13%；从扣除非经常性损益后的净利润指标看，一季度为 0.113 元，二季度为 0.10 元，也比一季度下降约 11%。

毛利率分析：今年上半年机制纸的整体毛利为 21.5%，较去年同期的 26.5% 同比下降 5 个百分点。分产品看，除新闻纸毛利提升近 2 个百分点外，其余产品均有所下滑。毛利率同比下降的主要原因是原材料价格上涨，今年上半年的木浆的平均价格较去年同期要高出近 10%。而新闻纸则由于市场供不应求，毛利仍维持增长态势。**这说明供求关系是影响造纸行业毛利水平的主要因素，而原材料价格仅是次要因素，并且只能在短期内起作用。**去年下半年以来，除新闻纸的供求关系比较紧张外，其他品种均呈现供求基本平衡甚至供略大于求的状态，这直接导致了毛利水平的不同变化。我们预计明年随着国内产能扩张压力的增大，造纸行业的毛利率仍将呈下滑态势。（参见笔者《造纸行业 05 年下半年投资策略报告》）

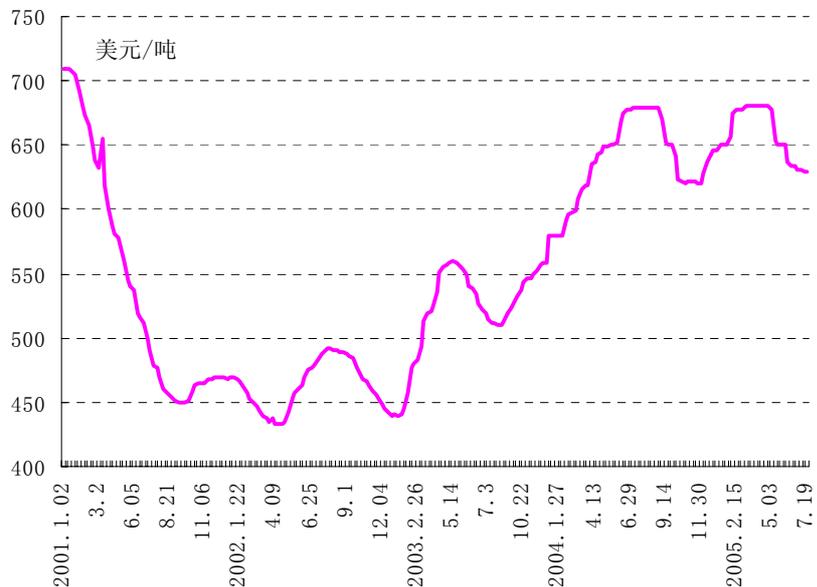
上半年分业务收入、毛利率及同比变化情况（单位：万元）

	主营业务收入	主营业务成本	毛利率 (%)	主营业务收入比上年同期增减 (%)	主营业务成本比上年同期增减 (%)	毛利率比上年同期增减 (%)
分行业						
机制纸	381102.98	299019.59	21.51	20.15	28.29	-5
电力、热力	3144.45	2763.74	12.1	34.45	41.17	-4.16
分产品						
轻涂纸	40064.23	32343.42	19.27	46.09	57.60	-5.9
双胶纸	54197.31	42385.42	21.79	13.84	23.43	-5.91
书写纸	18870.01	14489.41	23.21	-21.80	-20.28	-1.47
铜版纸	99628.30	75371.05	24.35	9.71	17.31	-4.9
新闻纸	39325.65	27116.80	31.05	27.55	24.10	1.92
箱板纸	37700.72	32433.15	13.97	1.6	4.54	-3.61
白卡纸	50306.33	40953.81	18.59	/	/	/



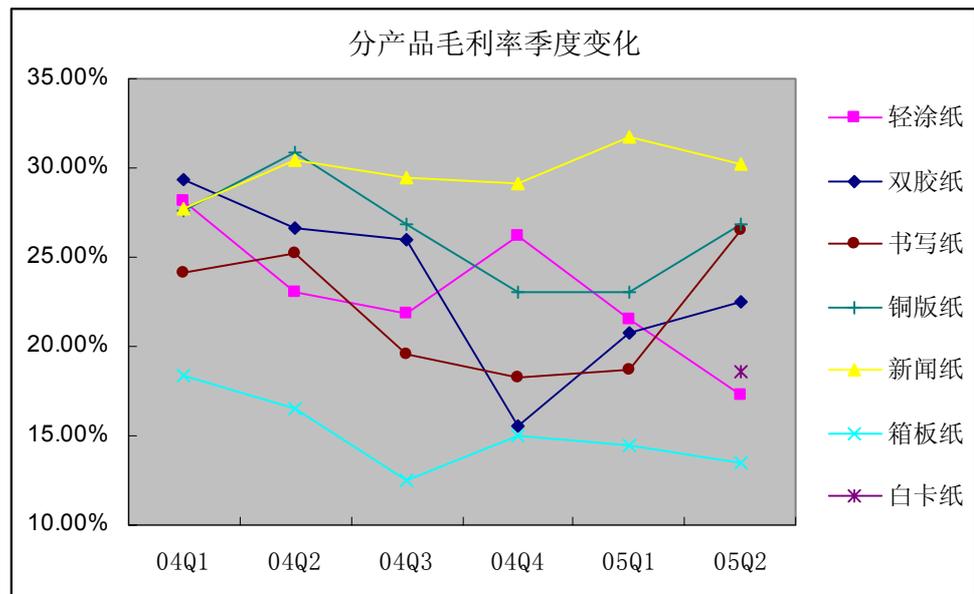
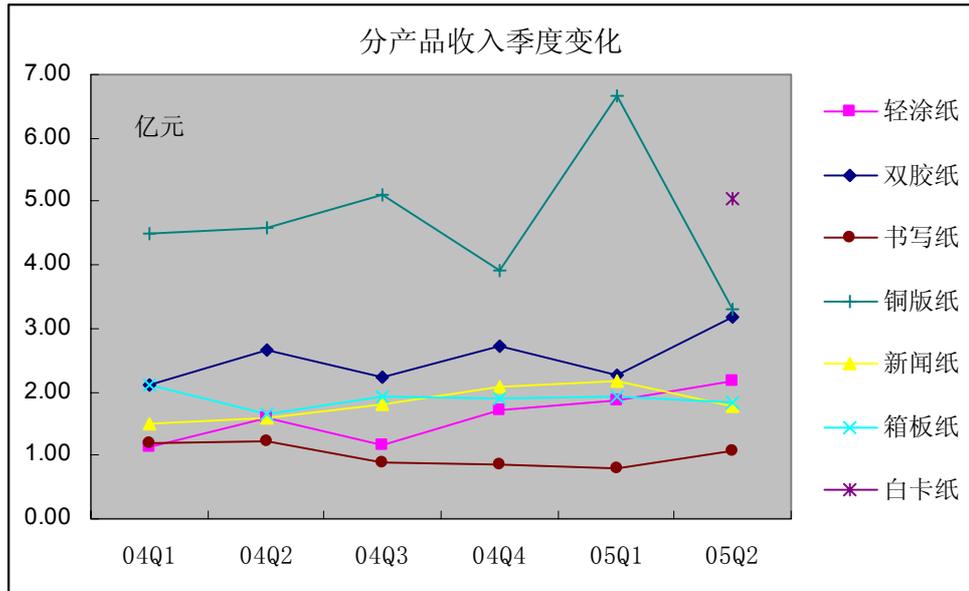
从整体毛利水平的变化看，今年前 2 个季度均较去年 4 季度高，且二季度高于一季度。我们坚持中期策略报告中的观点，预计随着下半年原材料价格的下降，公司整体毛利率将继续恢复性上涨，但时间可能仅限于下半年，到明年国内造纸产能扩张较快，供求关系的变化将导致毛利水平难以继续提升。

北方漂白软木牛皮浆FOEX价格指数 截止05年7月19日



收入变化情况：分产品看，收入较去年同比增长最多的依次是轻涂纸、新闻纸、双胶纸和铜版纸，增长率分别为 46%、27.6%、13.8% 和 9.7%。但对比上半年两个季度的数据，铜版纸和新闻纸在第二季度的销售收入却比一季度大幅减少，如果说铜版纸的收入下滑是由于一季度集中处理去年的库存，仍属合理的话，新闻纸收入下降则令人费解。

一则今年新闻纸的销售形势非常好，仍供不应求，二则江西晨鸣项目试产初期还生产了部分新闻纸，因此今年二季度新闻纸销售应继续增长。具体原因还没有得到公司方面的解释。需要指出的是，新闻纸销售收入自 04 年一季度以来逐季增长，只有今年 2 季度是下滑的。



存货：公司存货较年初整体增长了 40%，增加额约为 6.44 亿元，主要是原材料和库存商品增长所致。我们认为库存商品的增长有些过快，说明公司部分产品（可能是白卡纸和轻涂纸）的销售并不顺畅。

项 目	2005. 6. 30 (万元)	2004. 12. 31 (万元)	增长率
原材料	123,730.87	90,065.66	37.38%
在产品	7,506.93	4,325.75	73.54%
库存商品	83,499.53	59,351.23	40.69%
低值易耗品	815.40	237.84	242.84%
包装物	2,679.93	66.24	3945.51%
房地产开发成本	7,385.79	7,147.09	3.34%
合 计	225,618.45	161,193.82	39.97%

二、盈利预测与估值

公司高管今年初明确表示今年的目标是盈利增长 50%，我们认为虽然公司目前面临的压力较大，但依靠下半年新增产能的正常发挥、国产设备抵免所得税（今年上半年税收返还及补贴收入为 4556.65 万元，预计全年将超过 1 亿元，达到约 1.2 亿元）以及原材料价格下降带来的毛利水平短期上升的利好，公司今年的增长目标有望实现。

我们继续维持全年 0.576 元/股的盈利预测（如果不考虑所得税抵免及补贴收入，每股盈利为 0.48 元）。预计未来 3 年的盈利情况如下：

	2004	2005E	2006E	2007E
主营收入 (万元)	706461.31	959681.24	1402896.45	1681307.71
同比增长率	21.40%	35.84%	46.18%	19.85%
净利润 (万元)	50372.13	77723.50	92380.14	102609.21
同比增长率	-19.80%	54.30%	18.86%	11.07%
主营业务利润率	23.40%	23.81%	23.24%	22.37%
净利率	7.13%	8.10%	6.58%	6.10%
EPS	0.561	0.576	0.677	0.720

以市盈率法估值，考虑到未来的成长性，给予该公司 10-13 倍左右的市盈率是比较合理的，对应的股价区间为 5.76-7.49 元。

采用 DCF 方法进行估值，每股的合理价值为 6.79 元。

DCF 估值敏感性分析 (WACC=11.06%)

折现率\长期增长率	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%
9.06%	8.44	9.47	10.80	12.57	15.03
10.06%	6.82	7.58	8.54	9.77	11.40
11.06%	5.50	6.08	6.79	7.68	8.82
12.06%	4.42	4.87	5.41	6.07	6.89
13.06%	3.52	3.87	4.29	4.79	5.40

综合以上方法,我们认为该股票的合理价值区间为 5.5-6.8 元,目前股价处于合理估值区间的下限。

三、投资建议

维持“谨慎推荐-A”的投资评级。

附表:

会计年度:	2003	2004	2005	2006	2007
主营收入(万元)	581907.32	706,461.31	959,681.24	1,402,896.45	1,681,307.71
同比增长率	30.63%	21.40%	35.84%	46.18%	19.85%
EBITDA(万元)	146311.12	151,383.59	184,984.57	253,002.30	287,398.66
同比增长率	39.14%	3.47%	22.20%	36.77%	13.60%
净利润(万元)	62811.16	50,372.13	77,723.50	92,380.14	102,609.21
同比增长率	65.01%	-19.80%	54.30%	18.86%	11.07%
主营业务利润率	27.92%	23.40%	23.81%	23.24%	22.37%
净利率	10.79%	7.13%	8.10%	6.58%	6.10%
EPS	0.70	0.56	0.58	0.68	0.72
P/E		14.97	9.72	8.27	7.78
P/B		1.56	1.34	1.18	1.03
EV/EBITDA		8.37	6.85	5.01	4.41
ROIC/WACC		0.81	0.93	1.09	1.14
ROCE/WACC		0.71	0.90	1.08	1.12
股本经济收益率 REP		1.32	1.28	1.09	1.03
净资产收益率	14.35%	10.41%	13.73%	14.21%	13.29%
总股本(万股)	89773	89773	134963	136480	142550

资产负债表

会计年度:	2004	2005E	2006E	2007E
货币资金	159414.44	55461.46	10000.00	36209.68
短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
应收票据	35525.45	47984.06	70144.82	84065.39
应收股利	0.00	0.00	0.00	0.00
应收利息	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	105617.77	172742.62	252521.36	302635.39
其他应收款	17575.66	23992.03	35072.41	42032.69
预付帐款	41998.46	39972.51	59467.82	72181.85
应收补贴款	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	161193.82	189233.78	278707.83	337821.79
待摊费用	623.48	863.71	1262.61	1513.18
流动资产合计	521949.07	530250.19	707176.85	876459.97
长期投资合计	85.07	85.07	85.07	85.07
固定资产净值	583106.76	830124.11	1018995.86	1118895.28
固定资产净额	583106.76	830124.11	1018995.86	1118895.28
工程物资	25740.73	37740.73	44940.73	34140.73
在建工程	440445.64	241184.66	191966.16	124765.14
固定资产合计	1049293.13	1109049.50	1255902.75	1277801.15
无形资产	9523.61	9333.14	9142.66	8952.19
长期待摊费用	4178.13	3342.51	2506.88	1671.25
其他长期资产	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产及其他资产合计	13701.74	12675.64	11649.54	10623.45
资产总计	1585029.02	1652060.40	1974814.21	2164969.63
短期借款	329887.94	120000.00	103921.37	20000.00
应付票据	909.51	0.00	0.00	0.00
应付帐款	133904.48	109173.34	160792.98	194897.19
预收帐款	22556.97	36391.11	53597.66	64965.73
应付工资	242.98	519.44	643.23	840.46
应付福利	2156.94	2994.21	4377.04	5245.68
应付股利	77.55	0.00	0.00	0.00
应交税金	9846.27	13435.54	19640.55	23538.31
其他应付款	58.48	106.96	82.72	94.84
其他应付款	27131.52	45430.79	60145.17	75836.72
预提费用	1054.06	2130.49	3114.43	3732.50
流动负债合计	558359.65	330181.88	406315.15	389151.43
长期借款	164840.60	364840.60	514840.60	614840.60
长期负债合计	366411.38	563448.60	703448.60	763448.60
负债合计	924771.02	893630.48	1109763.74	1152600.03
少数股东权益	176351.11	192389.67	215106.10	240337.87
股本	89772.79	134962.68	136480.13	142549.93
资本公积金	198692.03	173456.71	181939.26	215869.45
留存收益	195442.06	257620.86	331524.98	413612.34
股东权益合计	483906.89	566040.25	649944.36	772031.73
负债和股东权益总计	1585029.02	1652060.40	1974814.21	2164969.63

损益表

会计年度:	2004	2005E	2006E	2007E
主营业务收入	706461.31	959681.24	1402896.45	1681307.71
减: 主营业务成本	538960.86	727822.25	1071953.18	1299314.60
主营业务税金及附加	2173.10	3358.88	4910.14	5884.58
主营业务利润	165327.35	228500.10	326033.13	376108.53
加: 其他业务利润	2340.29	1395.35	1867.82	1631.59
营业费用	39604.22	56621.19	82770.89	99197.15
管理费用	33626.32	49903.42	72950.62	87428.00
财务费用	19573.51	18217.62	27573.37	29856.82
营业利润	74863.58	105153.22	144606.07	161258.14
加: 投资收益	686.49	2200.00	2200.00	2200.00
补贴收入	10090.59	0.00	5300.00	5300.00
营业外收入	599.29	675.65	637.47	656.56
减: 营业外支出	1496.28	1105.09	1300.69	1202.89
利润总额	84743.67	106923.77	151442.86	168211.82
减: 所得税	20640.37	25661.71	36346.29	40370.84
减: 少数股东损益	13731.16	16038.57	22716.43	25231.77
净利润	50372.13	77723.50	92380.14	102609.21

现金流量表

会计年度:	2004	2005E	2006E	2007E
经营活动产生的现金流量净额	40623.84	73660.00	93316.57	177665.72
投资活动产生的现金流量净额	-394545.04	-120344.00	-226650.00	-117156.00
筹资活动产生的现金流量净额	407234.13	-57268.98	87871.97	-34300.04
现金期末余额	158634.07	55461.46	10000.00	36209.68
现金期初余额	105293.46	159414.44	55461.46	10000.00
现金净增加额	53340.60	-103952.98	-45461.46	26209.68

附：招商证券公司投资评级

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10-20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 $\pm 10\%$ 之间
	回避	股价跌幅为 10%以上
长期评级	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
	C	公司长期竞争力低于行业平均水平

附：招商证券行业投资评级

类别	级别	定义
评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要说明

本报告中的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征价。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。本报告版权归招商证券所有。