

邓亚萍
 (021) 69419393-1034
dengyp@xyzq.com.cn
 2004年09月16日

晨鸣纸业(000488)实地调研报告

兴证研第 20040323 号

投资评级: 审慎推荐

市场数据: 2004年09月16日

收盘价(元)	9.70
一年内最高/最低(元)	12.86/8.37
上证指数	1371.20
市净率	1.87
息率%(分红/股价)	0.82
A股流通市值(万元)	228920

注: 财务数据以最近一年年报数据计算

基础数据: 2004年06月30日

每股收益(元)	0.33
每股净资产(元)	5.20
总股本/流通A股(万股)	89773/23600

相关研究:

《晨鸣纸业公司研究报告》2003年6月30日
 《晨鸣纸业实地调研简报》2003年7月30日
 《晨鸣纸业铜版纸价格上涨的盈利预测调整》2004年4月5日

主要财务数据:

项目/时间	2002年	2003年	2004年	2005年
主营业务收入(万元)	445,477.51	581,907	676,184	876,584
主营业务利润(万元)	124,804.60	162,473	196,093	254,000
净利润(万元)	38,066.07	62,811	67,693	89,600
每股收益(元)	0.76	0.70	0.754	0.998
净资产收益率(%)	10.77	14.35	-	-
每股经营现金流(元)	2.07	0.69	-	-

投资要点:

- ⊗ 公司是目前国内规模最大的国有造纸企业, 主营业务涉及机制纸及板纸和造纸原料、造纸机械、电力、热力的生产与销售。
- ⊗ 2003年随着公司相关铜版纸、新闻纸和箱板纸项目的达产, 2003年全年完成机制纸产量 138.56 万吨, 2004年上半年公司完成机制纸产量 78.7 万吨, 同比增长 17%。
- ⊗ 而从产品构成来看, 2003年公司主导产品轻涂纸实现主营业务收入 57236.95 万元, 占 9.83%; 双胶纸实现主营业务收入 98482.78 万元, 占 16.93%; 书写纸实现主营业务收入 50127.43 万元, 占 8.61%; 铜版纸实现主营业务收入 144796.91 万元, 占 24.88%; 新闻纸实现主营业务收入 62068.25 万元, 占 10.67%; 箱板纸实现主营业务收入 61246.56 万元, 占 10.52%。
- ⊗ 公司 2004 年的业绩增长来源于铜版纸价格的上涨, 今年以来铜版纸价格出现了先扬后抑的局面, 7 月份均价已经和年初的价格相差不多了。
- ⊗ 公司 2005 年的利润增长点来自于年产 20 万吨低定量涂布纸及配套项目和年产 30 万吨高档涂布白板纸项目, 这两个项目公司已经于 2004 年 4 月和 10 月通过银行借款实施了。
- ⊗ 晨鸣纸业作为纸业龙头企业, 2005 年由于相关项目的部分达产, 将对业绩产生一定的贡献, 按 9 月 16 日收盘价 9.70 元计算, 公司的动态市盈率 12.9 倍, 处于较低水平, 同时基于 05 年业绩的增长前景, 建议关注, 投资评级审慎推荐。

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本研究联系, 否则后果自负。

1 公司基本情况

公司是目前国内规模最大的国有造纸企业。

公司是目前国内规模最大的国有造纸企业，主营业务涉及机制纸及板纸和造纸原料、造纸机械、电力、热力的生产与销售。

2 公司业务及利润增长情况

2.1 公司业务构成分析

2003 年随着公司相关铜版纸、新闻纸和箱板纸项目的达产，2003 年全年完成机制纸产量 138.56 万吨，同比增长了 32.81%；实现销售收入 581,907.32 万元，同比增长了 30.63%；实现利润 84,758.77 万元，同比增长了 36.44%。2004 年上半年公司完成机制纸产量 78.7 万吨，同比增长 17%；实现主营业务收入 340,289 万元，同比增长 34.7%；净利润 29,545 万元，扣除去年同期 6,265 万国产设备抵税因素，同比增长 2%。

而从产品构成来看，2003 年公司主导产品轻涂纸实现主营业务收入 57236.95 万元，占 9.83%；双胶纸实现主营业务收入 98482.78 万元，占 16.93%；书写纸实现主营业务收入 50127.43 万元，占 8.61%；铜版纸实现主营业务收入 144796.91 万元，占 24.88%；新闻纸实现主营业务收入 62068.25 万元，占 10.67%；箱板纸实现主营业务收入 61246.56 万元，占 10.52%。

表 1: 公司分类产品收入及毛利率变动情况

分产品	主营业务收入		比例		毛利率(%)	
	2003 年	2004 年中期	2003 年	2004 年中期	2003 年	2004 年中期
轻涂纸	57,236.95	27,424.35	9.83	8.06	29.45	25.17
双胶纸	98,482.78	47,607.17	16.93	13.99	32.99	27.7
书写纸	50,127.43	24,130.51	8.61	7.09	30.25	24.68
铜版纸	144,796.91	90,810.03	24.88	26.69	27.86	29.25
新闻纸	62,068.25	30,831.61	10.67	9.06	30.65	29.13
箱板纸	61,246.56	37,641.38	10.52	11.06	17.64	17.58

资料来源: 公司公告 兴业研发

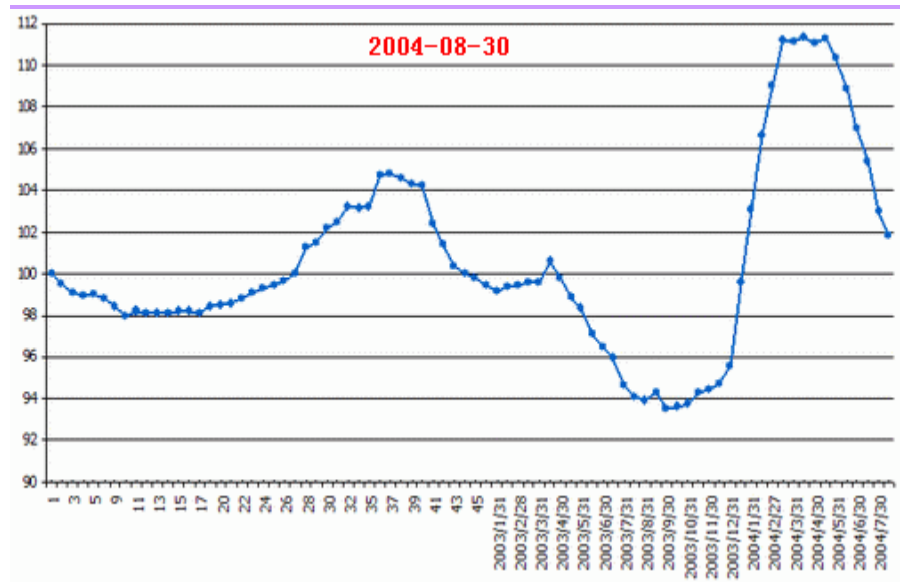
从上表可以看出，收入增幅较大的产品是铜版纸，该项目自 2002 年 8 月投产以后，03 年产量达到 28 万吨，销量约 26.5 万吨，对收入的贡献度稳步上升，由 2002 年的 11.01% 上升到 2003 年的 24.88%，再到 2004 年中期的 26.69%。而在所有产品中，2004 年中期只有铜版纸的毛利率有一定幅度的上升，其他的均有不同程度的下滑，这主要是由于年初以来木浆、废纸和麦草等原材料的价格出现上涨，从而对产品毛利率产生挤压，而年初铜版纸价格的大幅提升是该产品毛利率提高的关键。

2.2 公司 2004 年的主要利润来源——铜版纸项目

2003 年年底铜版纸价格开始上扬，2004 年 2 月，国内最大的铜版纸生产厂家镇江金东纸业率先涨价，晨鸣纸业铜版纸的价格也由 2003 年的平均每吨 6800 元一次性上涨了 1000-1200 元，涨幅达 15%-18%。然而

好景不长，行情到了2004年4、5月达到高峰，随即转而下行至今夏的低位盘整。晨鸣纸业也难逃行业的整个趋势，铜版纸价格也出现了先扬后抑的局面，7月份均价已经和年初的价格相差不多了。

图 1: 国内铜版纸市场价格指数



资料来源：景华纸业网 兴业研发

表 2: 2004 年国内铜版纸价格变动情况

月 份	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月
国产纸价	7000	7600	7800	7940	7900	7650	7450	7300
外资纸价	7300	7800	7900	8000	8000	7900	7800	7700
进口纸价	8500	8500	9000	9000	9000	9000	9000	-
晨鸣	7192	7618	7831	7940	7918	7730	7462	-

资料来源：景华纸业网 兴业研发

表 3: 国内主要铜版纸生产厂家以及扩产情况 (万吨)

厂家	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年
金东纸业	90	110	120	120	120	120	120
山东泉林纸业	9	9.4	10	30	30	30	30
晨鸣纸业	1	8	30	30	30	30	30
芬欧汇川常熟项目					45	45	45
斯道拉恩索苏州紫兴项目		14	14	14	60	60	60
牡丹江大字纸纸	6	8	10	14	16	16	16
日本王子制纸南通项目							60
合计	106	149.4	184	208	301	301	361

资料来源：景华纸业网 兴业研发

从目前国内主要的铜版纸生产厂家的扩产情况来看，这些项目达产后，2005-2007 年铜版纸的供应量将有迅速的提升，届时整个铜版纸市场的竞争力度将进一步加强。

2.3 公司 2005 年的利润增长点在于可转债项目的达产

公司本次可转债项目主要投资于年产 20 万吨低定量涂布纸及配套项目和年产 30 万吨高档涂布白板纸项目。这两个项目公司已经于 2004 年 4 月和 10 月通过银行借款实施了，其中年产 20 万吨低定量涂布纸项目在江西晨鸣实施，实际年产量可望达到 35-40 万吨，年产 30 万吨高档涂布白板纸项目在寿光本部实施，实际年产量可望达到 40 万吨。

表 4: 公司可转债资金投资项目情况

项目名称	项目总投资(万元)	拟投入募集资金(万元)	募集资金投入进度	
			(万元)	
			2004 年	2005 年
国家经贸委“双高一优”项目	83,760	83,760	67,008	16,752
年产 30 万吨高档涂布白板纸项目	17,300	17,300	1,404	15,896
污染治理与综合利用工程项目	17,800	17,800	2,925	14,875
企业信息化与现代物流项目	168,555	51,699	38,713	12,986
年产 20 万吨低定量涂布纸及配套项目	8,708	8,708	8,708	0
150T/D 化机浆制浆及附属系统项目	25,000	25,000	25,000	0
补充流动资金	321,123	204,267	143,758	60,509
合计				

资料来源：公司公告 兴业研发

截止 2004 年 6 月 30 日，公司已使用银行借款共计 121,961.40 万元投入项目建设，其中：年产 30 万吨高档涂布白板纸项目已投入 41,221.29 万元，目前该项目土建工作基本完成，设备安装的前期工作正在展开；20 万吨低定量涂布纸项目利用国债贴息贷款已投入 70,301.11 万元，目前该项目土建工作基本完成，主要设备的招标定货工作正在积极展开；150T/D 化机浆制浆及附属系统项目已投入 10,438.99 万元，该项目在达到预定可使用状态后，已于 2004 年 2 月转固。

2.3.1 年产 30 万吨高档涂布白板纸项目

涂布白板纸、白卡纸是目前最主要的包装用纸品种，根据中国造纸协会统计，1999 年全国涂布白板纸、白卡纸产量 246 万吨，进口量达 124 万吨，消费量为 370 万吨；2000 年产量增加到 280 万吨，2001 年达到 300 万吨，2002 达到 430 万吨，较 2001 年增长了 72.00%，是所有纸品生产中增长速度最快的品种。2002 年涂布白板纸消费量为 504 万吨，较 2001 年增长了 49.11%，预计 2005 年的市场需求量在 690 万吨，2006 年将达到 740 万吨，目前涂布白板纸生产和消费仍有 70 多万吨缺口依靠进口。

本项目引进具有国际领先水平的生产线，具备年产 30 万吨高档涂布白板纸、白卡纸的生产能力，潜在生产能力可达 40 万吨。项目产品包括目前纸包装用主要纸品：白底涂布白板纸、灰底涂布白板纸和白卡

纸，产品拟替代进口涂布白板纸、白卡纸。具体生产计划如下：涂布白底白板纸：15.30 万吨/年，涂布灰底白板纸：12.24 万吨/年，涂布白卡纸：3.06 万吨/年。

表5：产品预测市场价格

产品名称	产量（吨）	单价（元/吨）（不含税）
灰底白板纸	122,400	3,979
白底白板纸	153,000	4,726
白卡纸	30,600	7,296

资料来源：公司公告 兴业研发

2.3.2 年产20万吨低定量涂布纸及配套项目

低定量涂布纸（即轻涂纸、LWC 纸）是涂布量较低的涂布纸，具有美观、轻量、适合彩色印刷的特点，大量运用于高级杂志、广告、产品样本、报刊插页、彩印书刊等的印刷。1987-1990 年世界低定量涂布纸年均增长率为 8.8%，大大超过同期全球纸和纸板 3.5% 的增长率。1991-1995 年低定量涂布纸年均增长率超过 8.5%，目前在欧美国家中已占有涂布纸总额的 40-45% 左右。

我国内地 LWC 纸工业起步较晚，20 世纪 80 年代开始，从欧洲引进了几台机内涂布装置，再加上国内自制设备，共有十多条生产线，当时年总生产能力为 5 万吨，远远不能满足市场需要。尽管目前我国 LWC 纸已形成生产能力 70-80 万吨，但多数厂家生产的 LWC 纸产品质量还不能满足用户要求，导致国外 LWC 纸大量流入中国。近两年来国内实际生产量基本维持在 20 万吨左右，2002 年国内生产量约为 25 万吨左右，供求缺口巨大，低定量涂布纸市场酝酿着巨大的商机。根据我国造纸工业十五规划，2005 年我国涂布纸产量将达到 240 万吨，需求量将达到 320 万吨，其中年低定量涂布纸消费量将达到 75-100 万吨。

本项目建成后具备年产 20 万吨低定量涂布纸生产能力，潜在生产能力可达 40 万吨，目前低定量涂布纸不含税销售价格 5,726.5 元/吨。项目产品低定量涂布纸将通过公司庞大的营销网络推向市场，销售方式以直销为主、代销为辅，预计将替代进口。

2.4 未来的产品格局

本次募集资金投资项目建成后公司产量将达 180 万吨以上，高档产品比重将达到 70% 以上，形成以铜版纸、低定量涂布纸、新闻纸、涂布白板纸等高档产品为主的高附加值、多元化产品结构；随着信息化和现代物流体系的构建，公司管理更加现代化，经营效率和成本优势更加凸现；环保配套水平的提高和制浆能力的提高将有力的保证公司的可持续发展能力。

3 盈利预测

3.1 分产品主营收入预测

表 6：公司主营产品未来两年收入预测

产品	项目	2002年	2003年	2004E	2005E
轻涂纸	销售收入	55,961.62	57,236.95	58,000	162,400
	单价(不含税)	5,596	5,723	5,800	5,800
	销量	10	10	10	28
双胶纸	销售收入	116,925.09	98,482.78	105,000	105,000
	单价(不含税)	5,846	4,924	5,000	5,000
	销量	20	20	21	21
书写纸	销售收入	52,110.08	50,127.43	54,684	54,684
	单价(不含税)	4,737	4,557	4,557	4,557
	销量	11	11	12	12
铜版纸	销售收入	49,033.43	144,796.91	195,000	195,000
	单价(不含税)	5,400	5,464	6,500	6,500
	销量	9	26.5	30	30
新闻纸	销售收入	48,887.75	62,068.25	81,000	81,000
	单价(不含税)	4,444	4,433	4,500	4,500
	销量	12	14	18	18
箱板纸	销售收入	34,767.60	61,246.56	66,500	66,500
	单价(不含税)	2,320	2,660	2,660	2,660
	销量	15	23	25	25
涂布白板纸	销售收入	-	-	-	96,000
	单价(不含税)	-	-	-	4,800
	销量	-	-	-	20
其他纸	销售收入	82,385.29	77,954.78	86,000	86,000
	单价(不含税)	4,119	4,214	4,300	4,300
	销量	20	18.5	20	20
其他收入		5,406.65	29,993.66	30,000	30,000
合计收入		455,477.51	551,913.66	676,184	876,584

 机
制
纸

资料来源：公司年报 兴业研发

注：

- 1、公司 2003 年主要的利润增长点是齐河晨鸣 15 万吨 A 级牛皮箱纸板项目、武汉晨鸣 13 万吨新闻纸项目和 15.3 万吨铜版纸项目(实际产量可达到 25 万吨以上)，其余产品主要是产能提高对业绩产生一定贡献。
- 2、公司 2004 年的主要利润增长点在于铜版纸项目的提价因素对业绩产生的一定贡献，同时新闻纸产品的价格适度回升也对业绩产生了贡献。
- 3、公司 2005 年的主要利润增长点在于新投产的江西晨鸣 20 万吨低定量涂布纸项目(实际产量可达到 35-40 万吨)和 30 万吨高档涂布纸项目的贡献，2005 年预测产量按照设计达产产能的 60-70% 计，销量按照 50% 计算。
- 4、各产品的单价来源于调研数据。
- 5、销售收入的单位为万元，产量单位为万吨，单价的单位为元/吨，不含税价格。

3.2 公司未来两年盈利预测

表 7：公司未来盈利预测表（单位：万元）

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本研究所联系，否则后果自负。

项目	2001年	2002年	2003年	2004E	2005E
主营业务收入	240,553.37	445,477.51	581,907	676,184	876,584
减：主营业务成本及税金	181,095.24	320,672.91	419,434	480,091	622,584
主营业务利润	59,458.13	124,804.60	162,473	196,093	254,000
加：其他业务利润	745.41	1,356.00	450	1,500	1,500
减：三项费用	37,234.40	68,378.47	84,577	95,000	123,000
营业利润	22,969.14	57,782.13	78,346	102,593	132,500
加：投资收益	3,192.03	6,958.70	1,863	100	100
营业外收入净额	-1,352.37	-2,619.93	4,550	5,000	5,000
利润总额	24,808.80	62,120.91	84,759	107,693	137,600
减：所得税	6,686.60	14,514.72	14,048	25,000	33,000
少数股东权益	3,922.23	9,540.11	7,900	15,000	15,000
净利润	14,199.97	38,066.07	62,811	67,693	89,600
每股收益（元）	0.28	0.76	0.70	0.754	0.998

资料来源：公司年报 兴业研发

4 综合判断

晨鸣纸业作为纸业龙头企业，2005年由于相关项目的部分达产，将对业绩产生一定的贡献，按9月16日收盘价9.70元计算，公司的动态市盈率12.9倍，处于较低水平，同时基于05年业绩的增长前景，建议关注，投资评级审慎推荐。

投资评级的说明

报告发布后6个月内股价涨跌幅相对同期的上证指数/深证指数的涨跌幅为准。

投资建议的评级标准

推荐	相对强于市场表现10%以上
审慎推荐	相对强与市场表现5% - 10%
中性	相对市场表现在-5% - +5%
回避	相对弱于市场表现在5%以下