

轻工制造

2017年02月20日

晨鸣纸业 (000488)

——2016 年报点评：业绩持续高增长，造纸业绩弹性充分体现，维持增持！

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2017年02月17日

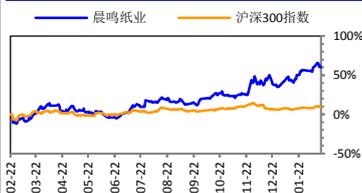
收盘价(元)	12.25
一年内最高/最低(元)	12.85/6.8
市净率	1.1
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	13544
上证指数/深证成指	3202.08 / 10197.92

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年12月31日

每股净资产(元)	11.47
资产负债率%	72.58
总股本/流通A股(百万)	1936/1106
流通B股/H股(百万)	471/352

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《晨鸣纸业(000488)——2016年业绩预增90%-110%，造纸业绩弹性充分体现，维持增持!》2017/01/10

《前三季度盈利水平提升，库存下降，年末多重因素推动涨价提速，持续供给收缩复苏!——造纸行业点评》2016/12/02

证券分析师

周海晨 A0230511040036
zhouhc@swsresearch.com
屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com
范张翔 A0230516080003
fanzx@swsresearch.com

联系人

丁智艳
(8621)23297818x7580
dingzy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件一：公司2016年实现归母净利20.64亿元，同比增长102.1%，符合预期。**公司发布16年年报，2016年实现收入229.07亿元，同比增长13.2%；归母净利20.64亿元，同比增长102.1%；合计EPS为0.99元。16Q4单季实现收入63.35亿元，同比增长18.5%；归母净利5.10亿元，同比增长10.9%。2016年分配方案为普通股股东每10股派发现金红利6元(含税)，优先股股东每10股派发现金红利3.08元(含税)。
- **事件二：公司出资4.56亿元参股瑞京人寿保险公司，在原60万吨牛卡纸厂房内新建一条51万吨的高档文化纸生产线。**公司拟出资4.56亿元参股注册资本30亿元的瑞京人寿保险股份有限公司，持股15.2%。瑞京人寿保险公司注册地在江西赣州，我们预测获得保监会牌照概率很大，进度较快，目前保险牌照在市场上价值数十亿元，公司看好保险牌照稀缺性和金融板块多元化布局。51万吨高档文化纸产线建于搬迁至湛江60万吨液态包装纸(现对应120万吨白卡纸)的车间，主要生产高档双胶纸等文化纸，因基础设施完备，预计进度有望超预期。
- **造纸贡献业绩弹性，租赁盈利能力稳定，资产计提减值体现谨慎会计态度。**1) **造纸巨大盈利弹性显现。**16年以来受益于低库存和白卡、铜版纸等纸种涨价落实，公司850万吨浆纸产能的龙头优势逐渐显现，16年完成机制纸产量436万吨、销量452万吨，机制纸吨纸售价4322.27元(VS 2015年4354.94元/吨)，毛利率同比提升0.88个百分点，吨纸毛利为1027.40元(VS 2015年996.85元)。2) **租赁盈利能力稳定。**截至2016年底租赁规模260亿元左右，贡献净利润约8亿元。3) **资产计提减值体现谨慎会计态度。**2016年对富裕晨鸣和江西晨鸣闲置固定资产提取减值4.14亿元(VS 2015年6096.83万元)，结合16年计入当期损益的政府补贴仅4.72亿元，体现公司谨慎会计态度。公司盈利水平持续提升，2016年毛利率同比提升4.02个百分点至31.1%，净利率同比提升4个百分点至8.83%。
- **造纸：低库存+量价齐升，湛江白卡产能正式投产，业绩弹性不容忽视。造纸板块表现持续超预期：低库存(目前主要纸种库存维持半个月以内，结构性供需情况得到改善)；产品结构优化(毛利率较高的双胶纸25.1%、铜版纸25.8%、白卡纸24.5%收入占比持续提升至53.3%)；白卡纸和铜版纸提价落实：白卡纸15年10月以来持续提价落实，铜版纸7-8月开始反弹落实，通过部分提价和经销商自行提货等方式对冲煤炭和运费上涨；纸浆反弹推动年底涨价：上半年纸浆价格呈下降趋势，11月后受外汇影响和印尼浆产能未如期投放，浆价反弹推动了新一轮纸企涨价，我们认为17年浆价前高后低，不存在持续提价基础；湛江白卡纸产能正式投产：白卡纸山东本部产能约50万吨，15年末江西晨鸣35万吨高档食品包装卡纸投产，湛江晨鸣120万吨液态包装卡纸目前已正式投产，借助湛江地理和木材资源优势，盈利前景可观。造纸主业持续提供业绩弹性。**

财务数据及盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	20,242	22,907	26,549	30,824	36,002
同比增长率(%)	5.97	13.17	15.90	16.10	16.80
净利润(百万元)	1,021	2,064	2,496	3,005	3,508
同比增长率(%)	102.14	102.11	20.95	20.39	16.71
每股收益(元/股)	0.53	0.99	1.20	1.44	1.68
毛利率(%)	27.1	31.1	31.5	31.6	32.1
ROE(%)	6.1	12.2	11.9	12.5	12.7
市盈率	23	12	10	8	7

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

- 金融板块：投资性集团框架搭建完善，盈利持续强劲！**公司已形成由融资租赁公司、财务公司、济南晨鸣投资管理公司（有望在更多领域寻找优质投资项目）、上海利得互联网金融平台（3%股权）、产业投资基金（规模2-3亿元，认缴2000万元），利得人寿保险有限公司（注册资本10亿元，持15%股权）、瑞京人寿保险公司（注册资本30亿，持股15.2%）等共同打造的第二主业金融板块。**融资租赁积极扮演领头羊角色：**核心团队来自银行、律所、会计师事务所等专业机构，项目渠道多元化，业务40%来自山东省外。项目期限结构平均3年左右，和融资期限结构相匹配；同时和国有企业、上市公司、政府平台合作提升抗风险能力。**目前中国融资租赁市场渗透率约5%（VS欧美市场20%左右），预计2021年市场规模达到20万亿元。**此前公司向财务公司增资10亿元，销售公司拟发行不超21亿元资产支持证券，金融板块多元化布局持续推进，整体实力持续强化。
- 金融+造纸双轮驱动，定增+优先股拓展融资渠道，业绩持续超预期+资本运作值得期待，维持增持。**公司45亿元优先股发行完成，定增底价7.58元/股和发行前公司最近一期BPS孰高者提供安全边际。作为造纸行业龙头，市场前期更多关注融资租赁业务，今年以来造纸板块表现靓丽，有望享受业绩高速增长+估值修复双轮驱动！维持17-18年归属普通股股东净利25亿元和30亿元的盈利预测，目前股价（A股12.25元/股，总市值202亿元）对应17-18年PE分别为9.5倍和7.9倍。**作为造纸龙头，公司估值极具吸引力，业绩持续高增长，维持增持！同时建议买入晨鸣B和H。**

表：盈利预测表

单位：百万元，元，百万股

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	19,102	20,242	22,907	26,549	30,824	36,002
二、营业总成本	19,012	19,204	20,879	23,888	27,552	31,958
其中：营业成本	15,323	14,765	15,787	18,186	21,083	24,445
营业税金及附加	91	133	251	292	308	360
销售费用	1,148	1,191	1,166	1,327	1,541	1,764
管理费用	1,161	1,385	1,441	1,620	1,880	2,268
财务费用	1,229	1,669	1,819	2,128	2,414	2,871
资产减值损失	60	61	414	334	325	250
加：公允价值变动收益	7	(19)	(20)	(20)	(20)	(20)
投资收益	69	89	84	80	90	80
三、营业利润	166	1,108	2,092	2,722	3,342	4,104
加：营业外收入	410	311	501	465	475	400
减：营业外支出	15	9	10	10	10	10
四、利润总额	561	1,410	2,583	3,177	3,807	4,494
减：所得税	108	432	561	712	836	1,015
五、净利润	453	978	2,023	2,464	2,970	3,479
少数股东损益	(52)	(43)	(41)	(32)	(35)	(29)
归属于母公司所有者的净利润	505	1,021	2,064	2,496	3,005	3,508
六、全面摊薄每股收益	0.26	0.53	0.99	1.20	1.44	1.68
发行后总股本（百万）	1,936	1,936	1,936	1,936	1,936	1,936

注：EPS考虑永续债在报告期内的影响

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。