

2017年04月28日

晨鸣纸业 (000488.SZ)

纸业龙头，业绩靓丽

■晨鸣纸业一季报：17Q1 营业收入 62.7 亿元，同比增长 26.7%，归属上市公司股东净利润 7.03 亿元，同比增长 74.7%，扣非后增长 110.1%。

■报表靓丽，一季度收入端持续改善：公司 17Q1 实现收入 62.7 亿元，营业利润 7.7 亿元，归母净利润 7.03 亿元，分别增长 26.7%、77.7%、74.7%，收入端持续改善。收入高速增长主要受益于纸张提价及公司机制纸销量增加，融资租赁业务目前以控制规模保证质量为主。价格方面：公司主要纸种铜版纸、胶版纸、白卡纸一季度提价继续，其中铜版纸/胶版纸 17Q1 同比上涨 1000-1400 元/吨，幅度 20%-30%，白卡纸 17Q1 同比上涨 1600-1800 元/吨，幅度 30%-40%，而浆价 17Q1 同比上涨约 40 美元/吨，公司一体化程度较高，显著受益产品提价。纸张提价已阶段性接近尾声，6-7 月份淡季价格可能有所调整压，但从中长期来看，行业去产能（市场/政策等）+需求增长稳定，且行业新一轮产能扩张预计将于 19-20 年落地，我们预计纸业复苏可能延续至 18 年，价格中枢（白卡/铜版/胶版纸）可能于 18 年达到高点。销量方面：湛江 120 万吨白卡纸项目于 16 年 10 月投产，目前月产量约 7 万吨，贡献部分增量。此外，公司积极跟进市场，调整产品结构，开发生产酒标纸、超高松白卡、高克重双胶纸等高附加值产品。

■盈利能力改善：受益产品提价，一季度公司毛利率 32%，同比提升 1.1pct；销售、财务费用率分别下降 0.3pct、2.4pct，管理费用率基本持平，期间费用率下降 2.7pct。报告期内，公司计提资产减值损失 2382.5 万元，较去年同期增加 2752 万元，主要由于销售公司计提坏账损失同比增加。另外，报告期内，公司收到政府补助 8795.8 万元，同比减少 2865 万元。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	20,241.9	22,907.1	30,558.1	33,216.7	35,209.6
净利润	1,021.2	2,064.0	3,029.7	3,768.7	4,125.4
每股收益(元)	0.53	1.07	1.56	1.95	2.13
每股净资产(元)	8.71	11.47	8.59	10.04	11.83

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	22.6	11.2	7.6	6.1	5.6
市净率(倍)	1.4	1.0	1.4	1.2	1.0
净利润率	5.0%	9.0%	9.9%	11.3%	11.7%
净资产收益率	6.1%	9.3%	18.2%	19.4%	18.0%
股息收益率	2.5%	0.0%	4.8%	5.1%	4.1%
ROIC	5.3%	9.2%	12.6%	12.2%	14.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

造纸

投资评级 买入-A

维持评级

6 个月目标价： 15.6 元
股价 (2017-04-28) 11.93 元

交易数据

总市值(百万元)	23,101.32
流通市值(百万元)	13,189.70
总股本(百万股)	1,936.41
流通股本(百万股)	1,105.59
12 个月价格区间	7.51/12.87 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.44	-0.04	48.51
绝对收益	-2.05	-0.58	50.13

周文波

分析师
SAC 执业证书编号：S1450515080001
zhouwb@essence.com.cn
021-35082778

雷慧华

分析师
SAC 执业证书编号：S1450516090002
leihh@essence.com.cn
021-35082719

袁雯婷

分析师
SAC 执业证书编号：S1450517030002
yuanwt@essence.com.cn

相关报告

晨鸣纸业：纸业提价加速，业绩持续高增长	2017-02-21
晨鸣纸业：晨鸣纸业：纸张提价&融资租赁，业绩大幅	2016-10-12
晨鸣纸业：晨鸣纸业：融资租赁&纸业复苏，业绩大幅	2016-08-26
晨鸣纸业：80 亿元定增，	2016-04-18
租赁+纸业双加码！	
晨鸣纸业：低基数+融资租	2016-04-08

■**账期、存货改善明显**：一季度末公司应收账款周转天数 55.7 天，同比下降 14 天，环比下降 6.5 天，与我们之前了解到的纸企通过收缩账期控制接单的情况相符。一季度公司存货周转天数 108.3 天，同比下降 35 天，环比下降 6 天，与我们前期了解的公司库存同比下降情况相符。一季度公司经营性现金流-18 亿元。

■**造纸主业改善超预期**：16 年下半年以来以来，随着环保趋严、新增产能放缓、加上落后产能淘汰，各大纸种逐步进入景气周期，公司造纸主业持续改善，随着供给侧改革的深入推进，我们预期公司主业将越来越好。各细分纸种中，铜版纸 16 年产能淘汰近 40 万吨，理论开工率接近 90%，供求改善明显，行业集中度进一步提升。双胶纸中小企业占比高，有望显著受益供给侧改革。白卡纸替代低端灰底白板纸+人民币贬值带动出口高增长，需求增速高，消化过剩产能，开工率已达 87%。白卡纸产能投放高峰已过，未来两年没有新增产能，加上需求增长，供需持续向好；市场集中度高，竞争格局好，各大纸企联合提价，提价幅度大，持续性强。公司湛江 120 万吨白卡纸项目今年产能持续释放，黄冈晨鸣林浆纸一体化、寿光本埠 40 万吨化学木浆、海城海鸣菱镁矿开采等项目稳步推进。公司公告拟投产 51 万吨高级文化纸产能，项目总投资 37.6 亿元，建设周期 18 个月，预计 19 年投产，投产后预计可贡献收入 31 亿元，贡献利润 3 亿元，我们预计 17-18 年公司造纸业务盈利有望持续提升。

■**盈利预测及投资建议**：不考虑定增：我们预计 2017-2018 年公司净利润 30.3 亿元、37.7 亿元，同比增长 46.8%、24.4%，EPS 分别为 1.56 元、1.95 元，6 个月目标价 15.6 元，维持“买入-A”评级。

■**风险提示**：宏观经济疲软，融资租赁风险控制不良，造纸行业需求恢复缓慢。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	20,241.9	22,907.1	30,558.1	33,216.7	35,209.6	成长性					
减:营业成本	14,764.7	15,787.3	20,947.6	22,328.2	23,660.9	营业收入增长率	6.0%	13.2%	33.4%	8.7%	6.0%
营业税费	133.0	251.4	183.3	199.3	211.3	营业利润增长率	567.2%	88.9%	68.5%	26.4%	10.4%
销售费用	1,191.0	1,166.5	1,711.3	1,860.1	1,971.7	净利润增长率	102.1%	102.1%	46.8%	24.4%	9.5%
管理费用	1,384.7	1,441.5	2,016.8	2,192.3	2,323.8	EBITDA 增长率	47.7%	27.8%	32.9%	13.8%	5.3%
财务费用	1,669.4	1,818.6	2,172.9	2,180.2	2,103.5	EBIT 增长率	99.0%	40.8%	45.7%	16.5%	5.8%
资产减值损失	61.0	413.7	50.0	50.0	50.0	NOPLAT 增长率	70.8%	59.0%	48.9%	16.5%	5.8%
加:公允价值变动收益	-19.1	-20.1	-	-	-	投资资本增长率	-8.2%	8.2%	20.3%	-12.9%	15.1%
投资和汇兑收益	88.7	84.4	50.0	50.0	30.0	净资产增长率	20.3%	30.7%	-25.0%	16.1%	17.2%
营业利润	1,107.9	2,092.4	3,526.2	4,456.5	4,918.4	利润率					
加:营业外净收支	302.3	490.8	185.0	160.0	135.0	毛利率	27.1%	31.1%	31.5%	32.8%	32.8%
利润总额	1,410.2	2,583.2	3,711.2	4,616.5	5,053.4	营业利润率	5.5%	9.1%	11.5%	13.4%	14.0%
减:所得税	432.2	560.6	742.2	923.3	1,010.7	净利润率	5.0%	9.0%	9.9%	11.3%	11.7%
净利润	1,021.2	2,064.0	3,029.7	3,768.7	4,125.4	EBITDA/营业收入	20.7%	23.3%	23.2%	24.3%	24.2%
						EBIT/营业收入	13.7%	17.1%	18.7%	20.0%	19.9%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	435	416	335	302	279
货币资金	8,984.3	10,109.9	9,167.4	9,965.0	10,562.9	流动营业资本周转天数	139	98	126	123	122
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	522	557	470	441	445
应收账款	5,420.9	5,588.3	9,325.8	6,993.5	10,255.9	应收帐款周转天数	95	87	88	88	88
应收票据	3,998.8	1,590.5	6,384.9	2,517.2	6,809.8	存货周转天数	95	79	79	79	78
预付帐款	1,073.0	1,511.4	2,113.4	1,783.3	2,316.9	总资产周转天数	1,199	1,259	996	913	896
存货	5,210.9	4,862.7	8,589.1	5,914.1	9,410.1	投资资本周转天数	620	545	468	440	416
其他流动资产	10,476.0	12,104.1	8,367.5	10,315.9	10,262.5	投资回报率					
可供出售金融资产	109.0	1,945.0	709.0	921.0	1,191.7	ROE	6.1%	9.3%	18.2%	19.4%	18.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	1.3%	2.5%	3.4%	4.5%	4.3%
长期股权投资	70.5	67.3	67.3	67.3	67.3	ROIC	5.3%	9.2%	12.6%	12.2%	14.9%
投资性房地产	16.0	14.3	14.3	14.3	14.3	费用率					
固定资产	24,169.7	28,811.6	28,111.3	27,569.0	26,984.8	销售费用率	5.9%	5.1%	5.6%	5.6%	5.6%
在建工程	5,829.6	4,115.2	4,315.2	4,615.2	5,115.2	管理费用率	6.8%	6.3%	6.6%	6.6%	6.6%
无形资产	1,462.7	1,541.0	1,438.2	1,335.5	1,232.8	财务费用率	8.2%	7.9%	7.1%	6.6%	6.0%
其他非流动资产	11,140.3	10,024.3	8,156.8	9,760.1	9,298.7	三费/营业收入	21.0%	19.3%	19.3%	18.8%	18.2%
资产总额	77,961.7	82,285.4	86,760.1	81,771.3	93,522.7	偿债能力					
短期债务	24,755.5	27,875.5	37,434.9	34,955.2	38,260.5	资产负债率	77.9%	72.6%	80.5%	76.0%	75.4%
应付帐款	4,100.9	4,673.2	6,825.1	5,474.9	7,566.1	负债权益比	351.7%	264.7%	412.6%	316.1%	306.1%
应付票据	3,281.6	515.3	4,465.5	1,056.7	4,756.4	流动比率	0.72	0.77	0.74	0.68	0.78
其他流动负债	16,496.1	13,644.6	10,782.7	13,752.5	12,773.0	速动比率	0.62	0.66	0.59	0.57	0.63
长期借款	5,169.4	6,935.6	2,667.0	-	264.6	利息保障倍数	1.66	2.15	2.62	3.04	3.34
其他非流动负债	6,899.2	6,076.3	7,658.5	6,878.0	6,870.9	分红指标					
负债总额	60,702.8	59,720.5	69,833.7	62,117.3	70,491.7	DPS(元)	0.30	-	0.58	0.61	0.48
少数股东权益	387.4	346.1	285.3	209.7	127.0	分红比率	56.9%	0.0%	36.8%	31.2%	22.7%
股本	1,936.4	1,936.4	1,936.4	1,936.4	1,936.4	股息收益率	2.5%	0.0%	4.8%	5.1%	4.1%
留存收益	12,697.3	14,027.3	14,704.6	17,507.9	20,967.6						
股东权益	17,258.9	22,564.9	16,926.4	19,654.0	23,031.0						

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2015	2016	2017E	2018E	2019E	
净利润	977.9	2,022.6	3,029.7	3,768.7	4,125.4	EPS(元)	0.53	1.07	1.56	1.95	2.13
加:折旧和摊销	1,411.7	1,440.3	1,403.0	1,445.0	1,487.0	BVPS(元)	8.71	11.47	8.59	10.04	11.83
资产减值准备	61.0	413.7	-	-	-	PE(X)	22.6	11.2	7.6	6.1	5.6
公允价值变动损失	19.1	20.1	-	-	-	PB(X)	1.4	1.0	1.4	1.2	1.0
财务费用	1,690.4	1,980.1	2,172.9	2,180.2	2,103.5	P/FCF	2.0	19.4	10.4	5.3	15.8
投资损失	-88.7	-84.4	-50.0	-50.0	-30.0	P/S	1.1	1.0	0.8	0.7	0.7
少数股东损益	-43.3	-41.4	-60.7	-75.6	-82.7	EV/EBITDA	8.1	6.3	7.0	5.1	5.1
营运资金的变动	-18,254.8	-2,526.6	-6,060.0	3,628.8	-5,420.0	CAGR(%)	55.7%	26.0%	87.1%	55.7%	26.0%
经营活动产生现金流量	-9,721.4	2,153.0	434.8	10,897.1	2,183.2	PEG	0.4	0.4	0.1	0.1	0.2
投资活动产生现金流量	-3,460.6	-3,667.5	2,891.3	-2,000.8	-1,849.9	ROIC/WACC	0.8	1.3	1.8	1.7	2.1
融资活动产生现金流量	14,063.7	1,629.6	-4,268.6	-8,098.8	264.6	REP	1.3	0.7	0.6	0.6	0.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

周文波、雷慧华、袁雯婷声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034