

强烈推荐-A (维持)

晨鸣纸业 000488.SZ

目标估值: -
当前股价: 16.56 元
2017年08月16日

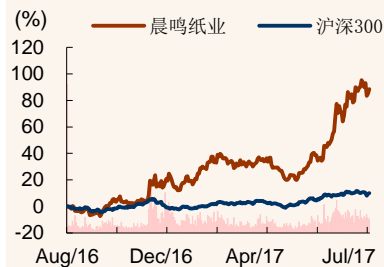
业绩符合预期 造纸盈利预期持续看好

基础数据

上证综指	3251
总股本(万股)	193641
已上市流通股(万股)	110559
总市值(亿元)	321
流通市值(亿元)	183
每股净资产(MRQ)	11.8
ROE(TTM)	12.6
资产负债率	74.8%
主要股东	寿光晨鸣控股有限公
主要股东持股比例	15.13%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	10	37	94
相对表现	10	29	85



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《晨鸣纸业(000488)——造纸盈利预期兑现 租赁业务持续高增长》2017-02-20
- 2、《晨鸣纸业(000488)——纸价上涨、库存走低带动业绩超预期》2017-01-10
- 3、《晨鸣纸业(000488)——盈利增长强劲,安全边际凸显》2016-12-05

李宏鹏

lihongpeng@cmschina.com.cn
S1090515090001

濮冬燕

021-68407301
pudy@cmschina.com.cn
S1090511040031

郑恺

021-68407559
zhengkai1@cmschina.com.cn
S1090514040003

事件:

公司公告半年报,上半年实现营业收入 137.49 亿元,同比增长 29.63%,净利润 17.46 亿元,同比增长 85.86%。

评论:

1、业绩符合预期,量价齐升助毛利率再创历史新高

上半年机制纸实现营业收入 120.4 亿元,同比增加 34.84%。主要原因有二:一是在供给侧结构性改革、国家环保整治加码以及持续淘汰过剩产能的背景下,16 年下半年以来,木浆、废纸、物流、煤炭等成本上行,公司主要产品文化纸、铜版纸、白卡纸等纸品价格均有所提价;二是湛江 60 万吨液体包装纸项目投产,上半年公司机制纸产量达 256 万吨,销量 244 万吨。同时,带动机制纸毛利率提升 4.83pct 至 28.34%,再创历史新高;扣非净利大幅增长 118.8%。

2、融资租赁业务稳步发展趋势有望延续

上半年公司融资租赁业务收入 11.28 亿元,同比减少 6.15%,资金成本上行拖累毛利率水平下滑 11.52pct 至 50.21%。未来来看,中商产业研究院报告预计融资租赁行业仍将保持年均 20% 以上的复合增速,同时,公司融资租赁业务规模和租赁杠杆仍有放大空间,预计下半年在保持风险可控的前提下,维持稳步发展态势。

3、造纸行业新产能落地节奏推后,行业景气度有望持续

一方面,今年前 6 个月造纸行业固定资产投资同比下降 2.2%,考虑到新产能从固定资产投资到达产至少要 1 年半左右,18 年下半年大部分新产能无法落地,行业供需缺口有望延续到 19 年。另一方面 17 年 6 月 30 日完成造纸行业排污许可证核发,随着京津冀环保督查的进一步趋严,基本杜绝了环保不达标的小纸厂复产。预计在新增产能不足,需求旺季来临的背景下,造纸行业景气仍然向好。

4、维持“强烈推荐-A”评级

我们认为,在环保加码、行业整体向上的背景下,吨纸净利或将持续高位;同时公司湛江项目产能稳步释放,成本控制优化,有望带来业绩持续超预期,预计 2017~2019 年 EPS 分别为 1.84 元、2.21 元、2.41 元,净利分别同比增长 73%、20%、9%,维持“强烈推荐-A”评级。

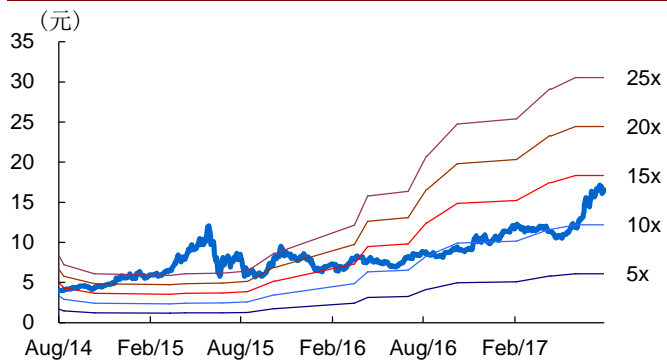
风险提示:浆价持续上涨、纸品需求下行、租赁业务低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	20242	22907	30231	34599	36968
同比增长	6%	13%	32%	14%	7%
营业利润(百万元)	1108	2092	4082	4982	5466
同比增长	567%	89%	95%	22%	10%
净利润(百万元)	1021	2064	3563	4275	4658
同比增长	102%	102%	73%	20%	9%
每股收益(元)	0.53	1.07	1.84	2.21	2.41
PE	31.4	15.5	9.0	7.5	6.9
PB	1.9	1.4	1.3	1.1	1.0

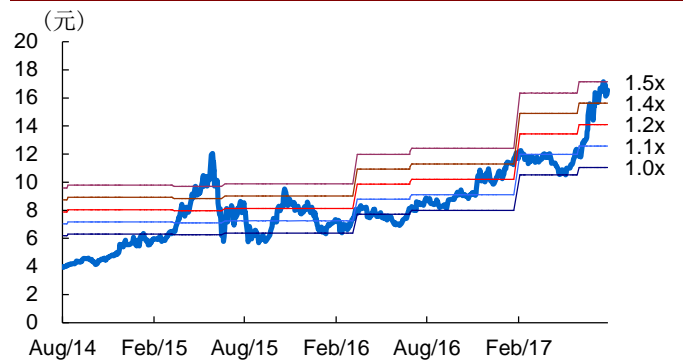
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 晨鸣纸业历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 晨鸣纸业历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《晨鸣纸业（000488）—造纸盈利预期兑现 租赁业务持续高增长》2017-02-20
- 2、《晨鸣纸业（000488）—纸价上涨、库存走低带动业绩超预期》2017-01-10
- 3、《晨鸣纸业（000488）—盈利增长强劲，安全边际凸显》2016-12-05

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	35164	35767	35783	40914	44157
现金	8984	10110	2187	2476	3160
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	3999	1590	2099	2402	2567
应收款项	3951	3974	5219	5973	6381
其它应收款	1470	1614	2130	2438	2605
存货	5211	4863	6233	7125	7557
其他	11549	13615	17915	20500	21886
非流动资产	42798	46519	50850	54967	58878
长期股权投资	70	67	67	67	67
固定资产	24170	28812	33329	37609	41665
无形资产	1463	1541	1387	1248	1123
其他	17095	16099	16067	16042	16022
资产总计	77962	82285	86634	95881	103035
流动负债	48634	46709	48534	54661	58532
短期借款	24756	27876	32743	36804	39673
应付账款	2942	3724	4782	5466	5798
预收账款	181	377	484	554	587
其他	20756	14732	10525	11838	12474
长期负债	12069	13012	13012	13012	13012
长期借款	5169	6936	6936	6936	6936
其他	6899	6076	6076	6076	6076
负债合计	60703	59720	61546	67673	71544
股本	1936	1936	1936	1936	1936
资本公积金	8387	12404	12404	12404	12404
留存收益	6548	7878	10472	13679	17055
少数股东权益	387	346	275	189	96
归属于母公司所有者权益	16871	22219	24813	28019	31395
负债及权益合计	77962	82285	86634	95881	103035

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	(9721)	2153	2720	5713	7717
净利润	1021	2064	3563	4275	4658
折旧摊销	1412	1440	1698	1913	2119
财务费用	1690	1980	2373	2484	2688
投资收益	(89)	(84)	(100)	(100)	(100)
营运资金变动	(13720)	(3321)	(4753)	(2781)	(1560)
其它	(36)	74	(60)	(78)	(88)
投资活动现金流	(3461)	(3667)	(6032)	(6032)	(6032)
资本支出	(3716)	(2478)	(6032)	(6032)	(6032)
其他投资	256	(1190)	0	0	0
筹资活动现金流	14064	1630	(4610)	608	(1001)
借款变动	17528	1158	(1370)	4061	2869
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	2204	4017	0	0	0
股利分配	(968)	(968)	(968)	(1069)	(1282)
其他	(4701)	(2577)	(2273)	(2384)	(2588)
现金净增加额	882	115	(7922)	289	684

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	20242	22907	30231	34599	36968
营业成本	14765	15787	20271	23171	24576
营业税金及附加	133	251	332	380	406
营业费用	1191	1166	1360	1557	1664
管理费用	1385	1441	1814	2076	2218
财务费用	1669	1819	2373	2484	2688
资产减值损失	61	414	100	50	50
公允价值变动收益	(19)	(20)	0	0	0
投资收益	89	84	100	100	100
营业利润	1108	2092	4082	4982	5466
营业外收入	311	501	400	400	400
营业外支出	9	10	10	10	10
利润总额	1410	2583	4472	5372	5856
所得税	432	561	981	1183	1291
净利润	978	2023	3491	4189	4565
少数股东损益	(43)	(41)	(71)	(86)	(93)
归属于母公司净利润	1021	2064	3563	4275	4658
EPS (元)	0.53	1.07	1.84	2.21	2.41

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	6%	13%	32%	14%	7%
营业利润	567%	89%	95%	22%	10%
净利润	102%	102%	73%	20%	9%
获利能力					
毛利率	27.1%	31.1%	32.9%	33.0%	33.5%
净利率	5.0%	9.0%	11.8%	12.4%	12.6%
ROE	6.1%	9.3%	14.4%	15.3%	14.8%
ROIC	3.5%	4.8%	7.7%	8.0%	8.1%
偿债能力					
资产负债率	77.9%	72.6%	71.0%	70.6%	69.4%
净负债比率	45.4%	49.9%	45.8%	45.6%	45.2%
流动比率	0.7	0.8	0.7	0.7	0.8
速动比率	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
存货周转率	2.8	3.1	3.7	3.5	3.3
应收帐款周转率	5.4	5.8	6.6	6.2	6.0
应付帐款周转率	4.6	4.7	4.8	4.5	4.4
每股资料 (元)					
每股收益	0.53	1.07	1.84	2.21	2.41
每股经营现金	-5.02	1.11	1.40	2.95	3.99
每股净资产	8.71	11.47	12.81	14.47	16.21
每股股利	0.50	0.50	0.55	0.66	0.72
估值比率					
PE	31.4	15.5	9.0	7.5	6.9
PB	1.9	1.4	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	8.4	6.6	4.3	3.7	3.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑恺，毕业于同济大学计算机科学与技术专业和复旦大学经济学（硕士），9 年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工首席行业分析师。2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名；金融界“慧眼”评选轻工制造行业白金分析师。

濮冬燕，经济学硕士，2009 年至今任造纸轻工行业分析师，2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名。

李宏鹏，经济学硕士，5 年证券从业经验，招商证券造纸轻工行业分析师。2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名。

郭庆龙，北京大学光华管理学院经济学学士，英国伦敦大学学院一等管理学硕士，四年金融行业从业经验，2 年轻工行业研究经验，招商证券造纸轻工行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- 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

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。