

2017年9月28日

王奕超

目标价(元) 23

公司基本资讯

产业别	轻工制造		
A 股价(2017/9/28)	19.35		
深证成指(2017/9/28)	11031.42		
股价 12 个月高/低	19.41/8.22		
总发行股数(百万)	1936.41		
A 股数(百万)	1105.59		
A 市值(亿元)	213.93		
主要股东	寿光晨鸣控股有限公司(15.13%)		
每股净值(元)	8.11		
股价/账面净值	2.39		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	17.4	24.1	125.6

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

产品组合

双胶纸	29.8%
铜版纸	26.6%
白卡纸	16.9%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	7.2%
一般法人	31.6%

股价相对大盘走势



晨鸣纸业(000488.SZ)

Buy 买入

造纸行业复苏，产品价上涨，公司盈利能力强，同时开发融资租赁业务，2017年上半年实现净利润 yoy+85.86%，业绩全年有望大幅增长

结论与建议：

2017年纸价上涨，晨鸣纸业产量增加，“林浆纸”产能一体化增强盈利能力，同时积极开拓融资租赁业务。2017年上半年报实现营收 137.49 亿 (yoy+29.63%)，归母净利润 17.45 亿 (yoy+85.86%)。我们预计公司 2017 年以及 2018 年实现净利润分别为 35.68 亿 (yoy+72.85%,EPS 为 1.84 元) 以及 46.15 亿 (yoy+29.36%，EPS 为 2.38 元)，当前 A 股市场股价对应 17 年及 18 年 P/E 为分别为 10 和 8 倍，对此给予买入的投资建议。

- **造纸业恢复稳定增长：**造纸行业往年高速发展，产能的扩张远高于需求增长。在 2011 年宏观经济增速放缓后，出现严重性供大于求，行业进入饱和期。同时，造纸生产与消费增长相连，在 2014 年和 2015 年经济景气度不佳时行业更是出于零增长态势。然而，近年的政策对行业产能有所抑制，让总需求逐渐追上行业供给。2016 年造纸行业恢复增长态势，产销量分别实现 yoy+4.6% 和 3.4%。未来看，行业供给和需求到达平衡程度预计能让行业维持平稳增长走势。
- **2017 年纸品量价齐升：**年初至今国内纸产品价格振翅而起，公司产量提升。纸品原材料废纸和木浆因国际国内产能投入不足，价格分别 yoy 升涨 37% 和 11%。供给侧改革把行业落后产能给淘汰，且最近环保政策的实施进一步制约行业产能。而电商与快递的发展提高了国内耗纸需求。三个原因助推今年纸产品需求及产量，公司上半年实现产量 256 万吨，yoy+20%。同时，主营产品白卡纸，双胶纸，和铜版纸的价格分别上涨 yoy+31%，18%，和 25%。销量和价格上涨明显增厚公司业绩：2017 年上半年公司营收实现 137.49 亿，yoy+32.7%，净利润 17.45 亿，yoy+85.86%。
- **产能“林浆纸”一体化优势明显：**晨鸣为造纸行业龙头，如今产能规模已达 1000 多万吨。公司对产能以及整体供应链的投入让自己的盈利能力领跑同行。其中，产能投资有多项目以林业，产纸浆为主，打造产能一体化的路线。对上游产能的投入以及开发能让公司大幅降低成本，减少对原材料价格波动的敏感性。随着“林浆纸”路线的发展，公司毛利率开始稳定上升。2017 年上半年实现毛利率 30.3%，较去年增加 2.1 个百分点。
- **融资租赁市场进入调整期：**公司近年开始利用自身庞大的资金，跨入融资租赁市场。虽然此业务行业成长性快，毛利率高，但由于国家经济政策趋于降杠杆，利率的提升导致公司 2017 年上半年租赁业务营收下降，毛利率降低。2017 年上半年公司融资租赁营收 11.28 亿，yoy-6.15%。未来此业务有望成为公司利润亮点之一，但目前整体行业处于调整期。
- **股息率较高：**分红方面，晨鸣纸业近年来稳定保持 50% 以上的分红率，且股息率远高于同行业。2016 年，晨鸣纸业每股派息 0.6 元，分红率 56.29%，股息率为 4.93%。我们预计公司未来保持 55% 左右的分红率，预计 2017 年，2018 年股息率达到 5.24% 和 6.77%。
- **风险提示：**纸品价格超预期下跌、资金利率过快上行。

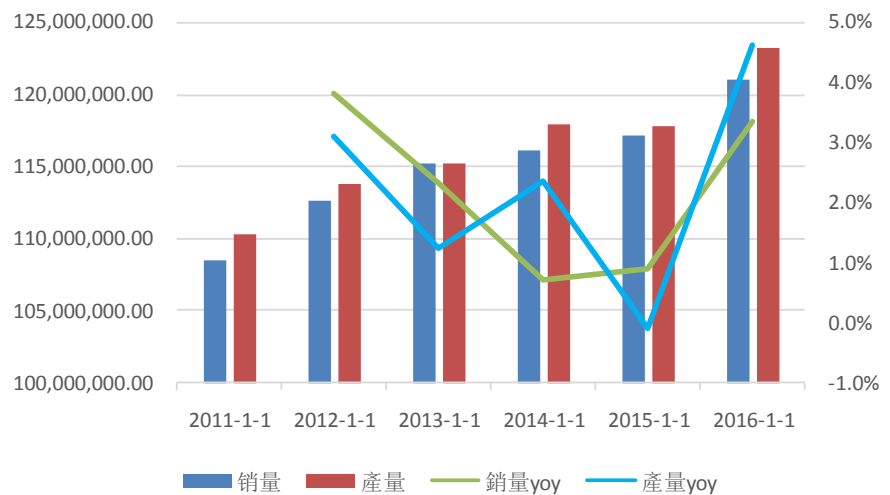
年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	710	505	1,021	2,063	3,568	4,615
同比增减	%	221.51%	-28.91%	102.14%	102.11%	72.85%	29.36%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.36	0.26	0.53	1.07	1.84	2.38
同比增减	%	235.60%	-27.48%	102.14%	102.11%	72.85%	29.36%
A 股市盈率(P/E)	倍	53.79	74.17	36.69	18.15	10.50	8.12
股利 (DPS)	RMB 元	0.3	0.14	0.3	0.6	1.0	1.3
股息率 (Yield)	%	7.59%	2.51%	3.65%	6.08%	5.24%	6.77%

➤ 中国造纸行业概况

造纸行业为传统零售行业，往年宏观经济快速发展的大背景下，每年保持10%以上的产销量平均增速。当时国内经济还以双位数增速在发展，驱动行业的过度扩张，新增产能多于新增市场需求。2010年宏观经济增速大幅放缓后，行业出现严重供大于求的情况，每年产销量平均增速回落至2%，进入需求低迷，增长持平状态。造纸产销也跟经济周期息息相关，在2014-2015两年经济景气度不佳的环境下，造纸业更是出于零增长态势，产销分别yoy+0.8%和1.1%。

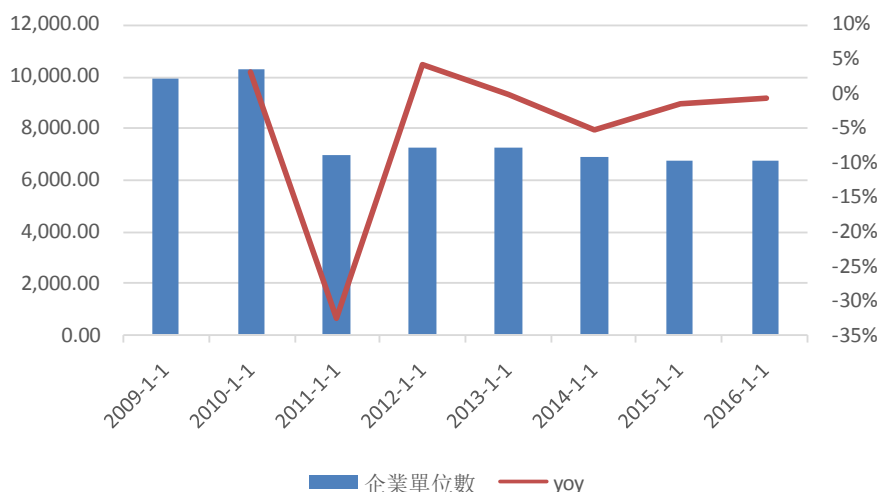
然而近年供给侧改革将落后产能淘汰，强制抑制行业产能，提高行业集中度。光2011年，行业企业单数从10261家跌至6910家，yoy-33%。政策改革让总需求逐渐追上总供给，同时行业也随着经济周期而复苏。2016年行业恢复增长状态，行业产量1.23亿吨，yoy+4.6%，销量1.21亿吨，yoy+3.4%。未来看，行业走向稳定：供给和需求达成平衡让行业转型平稳增长，行业集中度提高让新增产能集中在现有大厂，能提高行业盈利能力和毛利率。

图1：中国机制纸纸行业产量与销量（单位：吨，%）



数据来源：Choice，群益金鼎证券整理

图2：行业企业单位数



数据来源: Choice, 群益金鼎证券整理

➤ 晨鸣纸业公司概况

◇ 2017 年纸品量价齐升

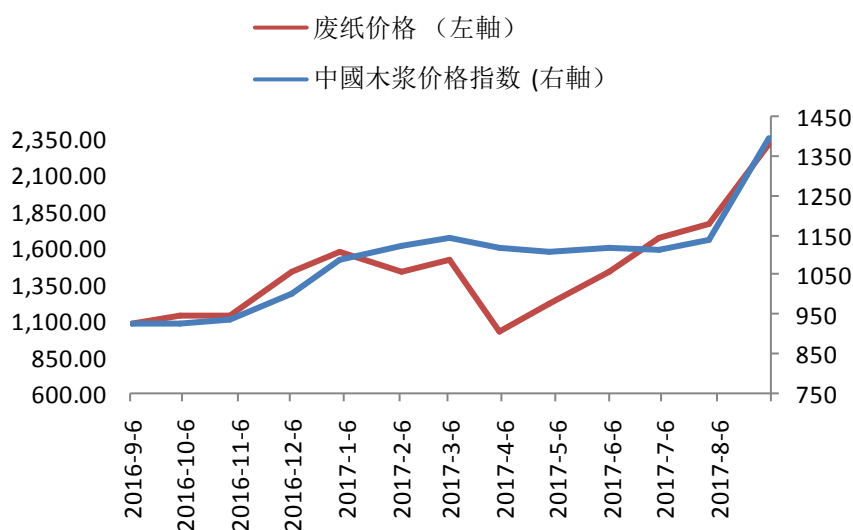
2017 年纸产品价格振翅而起，产量释放。上游方，公司主要原材料木浆及废纸今年因国际国内产能投入不足，价格波动较大。截至 9 月 13 日，中国木浆价格指数 yoy 上涨 51%，国内废纸价格 yoy+114%。

下游方，行业经过多年产能抑制；自从 2011 年企业单位数几乎腰折之后，企业数量还是持续往下走。从 2011 年到 2017 年，行业企业数量再度下降 2%。而今年环保制度趋严，许多中小型造纸厂被迫停产检修，行业产能进一步收紧。同时，消费需求和产量达成平衡后，近年也受到电商，快递的浪潮影响。快递包装物品极耗纸，物流的增长与纸需求是密不可分的。随着电商对消费行为的改革，购物愈来愈以网上预定，快地配送模式，快递的增长也拉动了国内纸品的需求。

由于原材料在造纸成本里占比 60%，原材料涨价带给下游产品价格一定的压力。迭加下游产能收紧，需求增大，2017 年纸产品价格走上巅峰。截至 9 月 13 日，公司主营产品白卡纸，双胶纸，铜版纸市场价格分别 yoy 上升 31%，18%，和 25%。同时环保政策将中小型企业停产，行业产量集中在大工厂，公司产量也有所增加。晨鸣 2017 年上半年产量 256 万吨，yoy+20%。

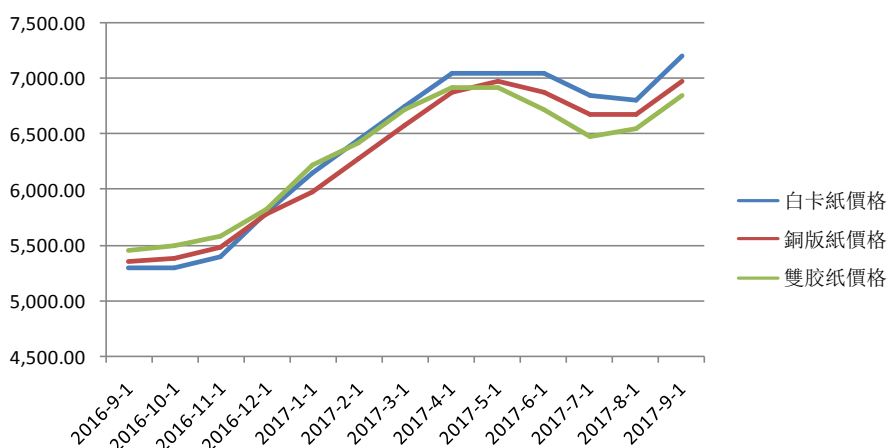
纸产品量价齐升明显增厚公司业绩。2017 年上半年报营收实现 137 亿，yoy+29.63%。短期来看，纸产品上下游情况变动不大，价格能维持在高位震荡。且四季度造纸旺季未来临，电商“双十一”促销能进一步拉动包装纸需求，公司预计全年能享受高价格，高产量情况。

图 3: FOEX 木浆价格指数，国内废纸价格（单位：元/吨）



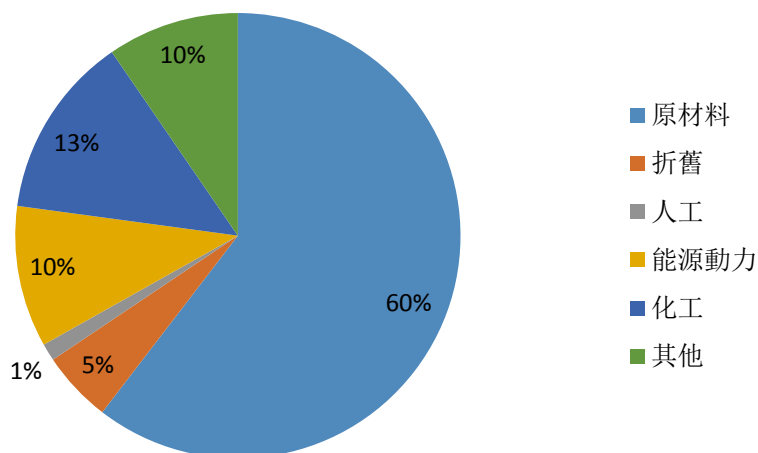
数据来源: Choice, 群益金鼎证券整理

图 4: 主营产品价格 (单位: 元/吨)



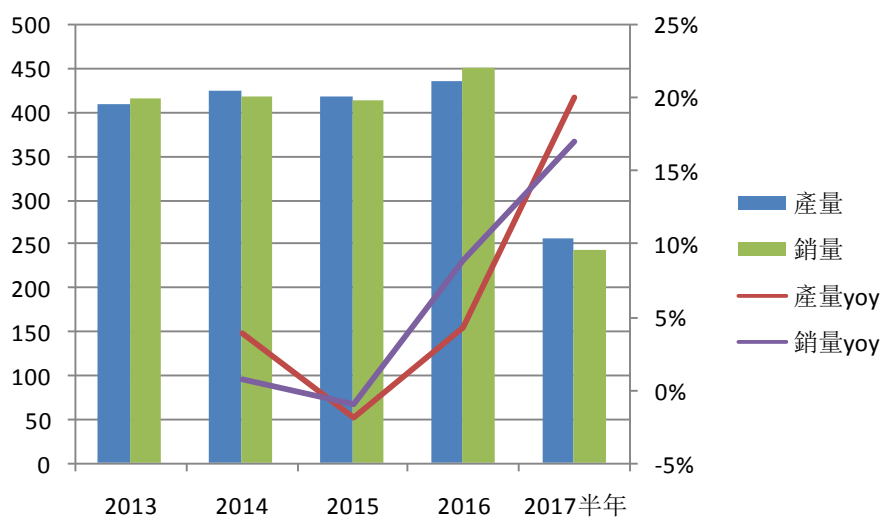
数据来源: Choice, 群益金鼎证券整理

图 5: 纸产品成本结构 (单位: %)



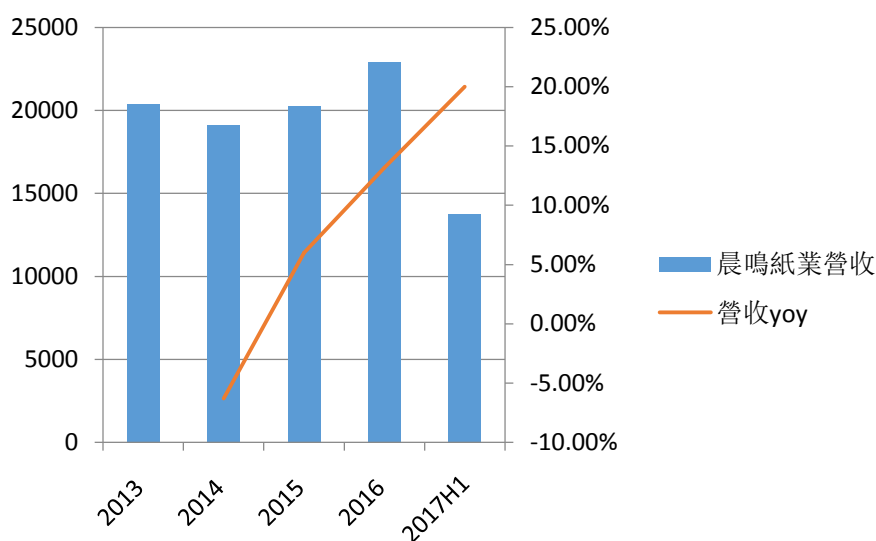
数据来源: Choice, 群益金鼎证券整理

图 6: 晨鸣纸业纸产量 (单位: 万吨, %)



数据来源: Choice, 群益金鼎证券整理

图 7: 晨鸣纸业营收 (单位: 百万元, %)



数据来源: Choice, 群益金鼎证券整理

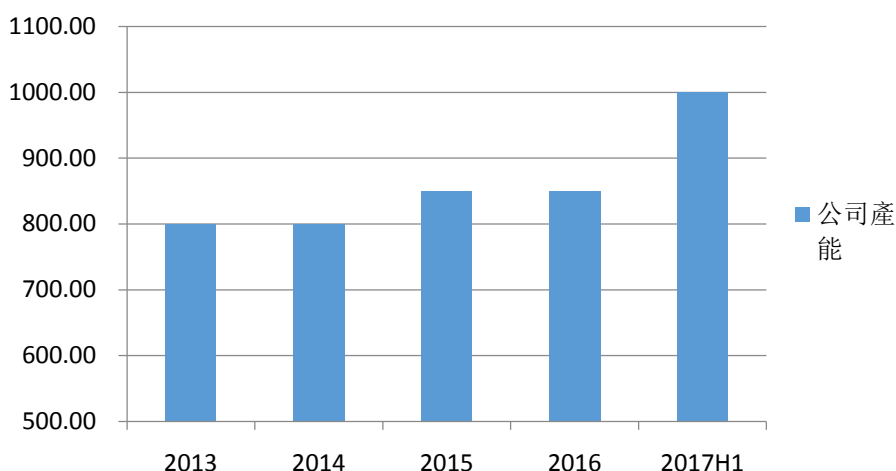
◇ 产能“林浆纸”一体化优势明显

晨鸣纸业为行业龙头，每年都有对产能及供应链体系有稳定的投入。目前在山东，广东，湖北，江西，吉林等地拥有生产基地，产能达到 1000 多万吨。

同时，公司 2011 年开始扩张产能范围，投入许多上游产能的项目，打造产能一体化的路线。如今，此投资的种子已开花：公司 1000 万吨产能里有 280 吨纸浆专用，产能及供应链范围包括林业，产浆，矿产，码头等。上游产能的发展让公司能自给原材料，能与原材料价格波动形成对冲，降低价格变化对成本的影响。公司在开发纸浆产能之后，毛利率明显上升：2012 年开始，每年总毛利率均有不同程度的增长。2017 年半年总体毛利率继续提高至 30.68%，增长 2.1 个百分点，领跑同行企业。而公司营业规模数百亿，毛利率的变动对营收增加较有弹性，对利润的弹性更大。

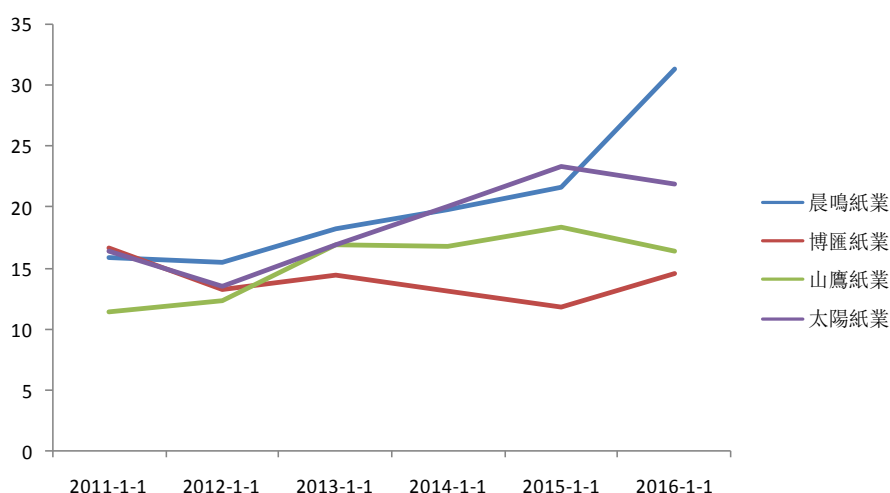
未来，供给侧改革和环保政策的实施有望把行业产量集中在龙头大厂，同时公司在半年报里透露出未完成投资项目包括黄冈林纸一体化项目，黄冈码头项目，和 51 万吨高档文化纸项目，持续产能扩张和一体化，同时开发运输设施，降低运输成本。预计行业结构趋势和公司对产能优化的投资能延续毛利率增长的趋势，巩固龙头地位。

图 8: 晨鸣纸业产能 (单位: 万吨)



数据来源: Choice, 群益金鼎证券整理

图 9: 同行业毛利率比较 (单位: %)



数据来源: Choice, 群益金鼎证券整理

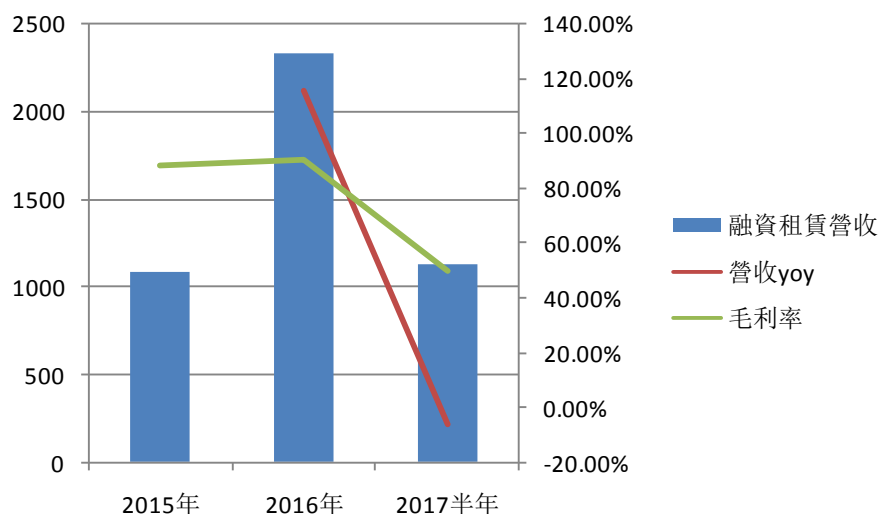
◇ 融资租赁行业占时进入调整期

公司从 2014 年开始, 用自己庞大的资金和资产进军融资租赁。融资租赁业务初期发展极快, 毛利率高; 2016 年实现营收 23.4 亿, yoy+116%, 毛利率 90.6%, 净利润 9.18 亿, 占总净利润 44.49%。利差收入是融资租赁主要营收来源, 但在 2017 年由于国内政策开始降总体经济的杠杆, 基准利率的提升提高融资租赁成本, 公司租赁业务营收和毛利率都下降。2017 年上半年, 公司融资租赁营收 11.3 亿, yoy-6.15%, 毛利率跌至 50.21%, 净利润 2.47 亿 (经我们测算, 比去年同期下降 3~4 成左右), 整体净利润占比降至 14.15%。融资租赁整体行业增长也大幅回落, 截至 2017 年 3 月, 融资租赁合同余额 5.54 万亿, 仅增长 3.9%。

但行业长期有望良好发展。融资租赁以往是一个高速发展的行业, 从 2007 到 2017 十年内行业合同余额增长翻倍, 从 240 亿到 5.33 万亿。在“十三五”规划下, 国务院在 2015 年两次发布过加快融资租赁发展的指导意见, 预计在 2020 年国内融资租赁市场能到达 20 万亿元。融资租赁行业短期内形势不佳, 但长期还是有快速成长的潜能。公司早期开发此业务, 未来有望成为利润亮点, 提高公

司资金效率，增强盈利能力。

图 10：融资租赁收入（单位：百万元，%）

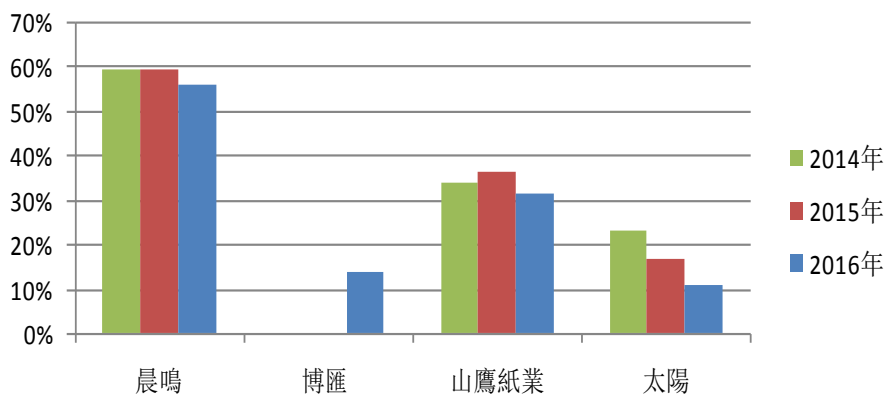


数据来源：Choice，群益金鼎证券整理

◇ 公司股息率较高

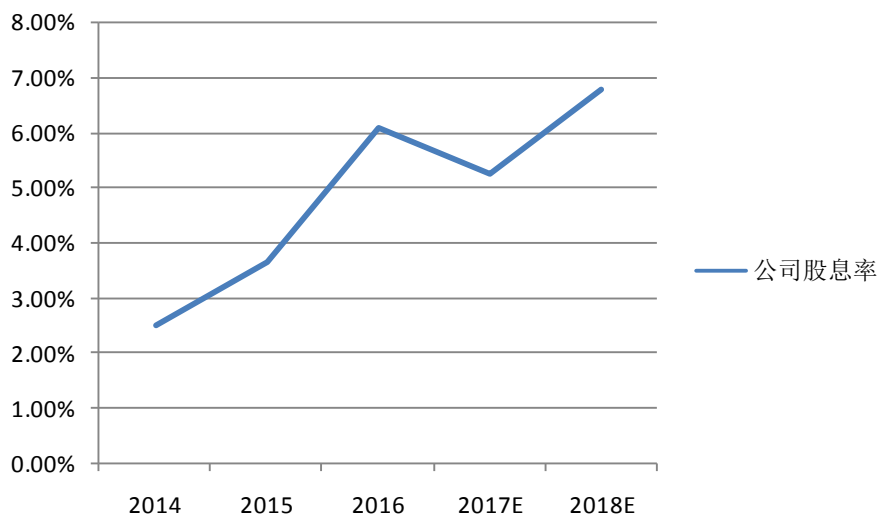
分红方面，公司近年来维持较高的分红率，每年分红超过 55%。2016 年，公司每股分红 0.6 元，总分红率为 56.29%，高于同行企业。股息率则是到达 6.08%。预计 2017，2018 年业绩成长良好，公司持续 55%的分红率，每股分红分别为 1.01 元和 1.31 元，股息率到达 5.24%和 6.77%。

图 11：同行分红率比较



数据来源：Choice，群益金鼎证券整理

图 12：晨鸣纸业股息率（单位：%）



数据来源: Choice, 群益金鼎证券整理

➤ 盈利预测

行业情况逐渐改善,2017 年全年纸品价格上涨,同时四季度纸业旺季未来临,预计公司全年业绩良好。

综合以上分析,我们预计公司 2017 年和 2018 年归母净利润为 35.68 亿 (yoy+72.85%,EPS 为 1.84 元),和 46.15 亿 (yoy+29.36%,EPS 为 2.38 元)。当前 A 股市场股价对应 17 年及 18 年 P/E 为分别为 10 和 8 倍,对此给予买入的投资建议。

➤ 风险提示

1. 纸品价格超预期下跌、资金利率过快上行。

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并损益表

百万元	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
营业额	20389	19102	20242	22907	30917	36173
经营成本	16652	15323	14765	15787	20660	23471
毛利	3737	3779	5477	7120	10257	12702
营业税金及附加	86	91	133	251	371	434
销售费用	1129	1148	1191	1166	1546	1809
管理费用	1199	1161	1385	1441	1917	2243
财务费用	931	1229	1669	1819	2319	2713
资产减值损失	24	60	61	414	100	200
投资收益	24	69	89	84	85	85
营业利润	404	166	1108	2092	4069	5379
税前利润	866	561	1410	2583	4459	5769
所得税	176	108	432	561	892	1154
少数股东权益	-20	-52	-43	-41	0	0
净利润	711	505	1021	2064	3568	4615

附二: 合并资产负债表

百万元	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
货币资金	2548	5476	8984	10110	12140	15411
存货	5043	5421	5211	4863	5106	5361
应收帐款	3103	3489	3951	3974	4173	4381
流动资产合计	18225	23570	35164	35767	22118	25853
长期投资净额	32	36	70	67	71	74
固定资产合计	21182	24745	24170	28812	30252	31765
在建工程	5266	3709	5830	4115	4321	4537
无形资产及其他资产合计	1365	1319	1463	1541	1618	1699
资产总计	47522	56822	77962	82285	54959	60291
流动负债合计	19289	28096	48634	46709	17126	19699
长期负债合计	13595	14378	12069	13012	13662	14346
负债合计	32884	42474	60703	59720	30789	34044
少数股东权益	598	431	387	346	363	382
股东权益合计	14638	14348	17259	22565	24170	26247
负债和股东权益总计	47522	56822	77962	82285	54959	60291

附三: 合并现金流量表

百万元	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
经营活动产生的现金流量净额	1123	985	-9721	2153	3660	4575
投资活动产生的现金流量净额	-1911	-3073	-3461	-3667	-2934	-2347
筹资活动产生的现金流量净额	-832	2328	14064	1630	1304	1043
现金及现金等价物净增加额	-1617	250	912	92	2030	3271

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。