

## 纸业高景气，业绩表现持续靓丽

■晨鸣纸业三季报业绩预告：17年前三季度公司归属上市公司股东净利润26.5-27.5亿元，同比增长71%-77%；其中单三季度归母净利润9-10亿元，同比增长46%-63%，符合我们预期。根据我们的预计单三季度融资租赁业务贡献利润约2亿元，造纸主业贡献利润约6.5-7.5亿元；虽然7-8月淡季文化纸价格下跌对造纸主业盈利带来一定影响，但新闻纸等其他纸种盈利的提升及白卡纸的放量对冲了这一影响，加上融资租赁业务，公司三季度盈利与二季度基本相当。

■纸业高景气，业绩表现持续靓丽：公司主要纸种铜版纸、胶版纸Q3均价维持相对高位，白卡纸Q3均价较Q2整体有所回落；其中铜版纸17Q3价格同比上涨约1800元/吨，幅度37%；胶版纸同比上涨约1200元/吨，幅度21%；白卡纸同比上涨约1400-1500元/吨，幅度29%；虽浆价也加速上涨，但纸价上涨幅度仍高于浆价涨幅，其中针叶浆17Q3同比上涨约80美元/吨，幅度14%，阔叶浆17Q3同比上涨约140美元/吨，幅度28%。各木浆级纸年初以来持续涨价，5月价格到达高点，6-8月淡季价格有所回落，幅度300-500元/吨不等；9月份开启新一轮提价，其中铜版纸9月提价约700-900元/吨，胶版纸提价约800-1000元/吨，白卡纸提价约500-700元/吨，目前各纸种价格已超过5月份高点。根据中纸在线，同时各品牌已陆续宣布10月份提价计划，普提300元/吨。原材料价格加速上涨+库存较低+旺季因素，我们预计木浆级纸张提价有望持续到今年底/明年初，价格达到7000元/吨以上，公司将显著受益纸价上涨。销量方面：湛江120万吨白卡纸项目于16年10月投产，贡献较大增量。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。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	20,241.9	22,907.1	30,947.5	34,816.0	38,227.9
净利润	1,021.2	2,064.0	4,021.5	5,007.3	5,562.7
每股收益(元)	0.53	1.07	2.08	2.59	2.87
每股净资产(元)	8.71	11.47	8.53	9.77	11.17

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	37.5	18.6	9.5	7.7	6.9
市净率(倍)	2.3	1.7	2.3	2.0	1.8
净利润率	5.0%	9.0%	13.0%	14.4%	14.6%
净资产收益率	6.1%	9.3%	24.4%	26.5%	25.7%
股息收益率	1.5%	3.0%	5.8%	7.4%	8.1%
ROIC	5.3%	9.2%	14.8%	16.9%	18.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 买入-A

维持评级

6个月目标价：25.80元  
股价(2017-10-11) 18.60元

### 交易数据

总市值(百万元)	36,017.14
流通市值(百万元)	20,563.90
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	9.20/19.79元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	14.82	20.58	126.78
绝对收益	17.38	26.94	126.44

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：晨鸣纸业：行业景气向上，纸业龙头业绩持续超预期/周文波 2017-08-16
- 晨鸣纸业：纸业龙头，业绩靓丽/周文波 2017-04-28
- 晨鸣纸业：纸业提价加速，业绩持续高增长/周文波 2017-02-21
- 晨鸣纸业：晨鸣纸业：纸张提价&融资租赁，业绩大幅增长/周文波 2016-10-12
- 晨鸣纸业：晨鸣纸业：融资

■**纸业高造纸业务景气期仍将持续**：16年下半年以来以来，在市场与政策去产能的双重驱动下，各大纸种逐步进入景气周期，原材料反弹及企业之间价格联盟等行为加速了行业复苏，污水排放许可证的发放对行业也带来正面影响，公司造纸主业持续改善。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速增长，需求增速高，消化过剩产能，开工率已达87%；加上市场集中度高，竞争格局好，各大纸企联合提价，提价幅度大，持续性强。造纸属典型的市场化出清行业，也是纯正供需驱动的周期行业；纸业需求具类消费属性，较为稳健，其周期性主要来自供给端。我们跟踪白卡/铜版/胶版纸行业17-18年基本无新产能，所以此轮纸业复苏大概率可延续至18年。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。公司前期公告拟投产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、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。

■**融资租赁业务平稳发展**：金融板块作为公司重点布局的第二主业，已经逐步成为公司的重要利润来源。公司15年成立融资租赁公司，并逐步增资加码，目前公司旗下拥有山东晨鸣融资租赁及青岛晨鸣弄海融资租赁两大子公司；另外，17年9月底，公司公告设立上海晨鸣集团融资租赁有限公司，注册资本10亿元；目前公司融资租赁业务注册资金总额约137亿元（含上海晨鸣租赁），已成为国内融资租赁巨头之一。截止2016年底，公司融资租赁余额约200亿元，较15年底水平基本持平。截至2016年12月末，公司在各大金融机构中共获得综合授信额度684亿元，其中未使用额度317亿元，有效支持公司相关业务开展，我们预计未来公司融资租赁业务将保持平稳。公司的金融板块布局将以融资租赁为核心，通过上海利德3%股份（主营财富管理、基金销售、资产管理三大业务）、新三板投资基金（珠海德33.3%股份），并设立投资公司与财务公司，形成包括财务管理、项目投资、股权投资业务等在内的金融服务与金融投资结合的生态圈。

■**盈利预测及投资建议**：预计2017-2018年公司净利润40.2亿元、50.1亿元，同比增长94.8%、24.5%，EPS分别为2.08元、2.59元，六个月目标价25.80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
<b>营业收入</b>	20,241.9	22,907.1	30,947.5	34,816.0	38,227.9	<b>成长性</b>					
减:营业成本	14,764.7	15,787.3	20,765.8	23,117.8	25,421.6	营业收入增长率	6.0%	13.2%	35.1%	12.5%	9.8%
营业税费	133.0	251.4	185.7	208.9	229.4	营业利润增长率	567.2%	88.9%	123.9%	25.8%	11.5%
销售费用	1,191.0	1,166.5	1,423.6	1,566.7	1,720.3	净利润增长率	102.1%	102.1%	94.8%	24.5%	11.1%
管理费用	1,384.7	1,441.5	1,918.7	2,054.1	2,293.7	EBITDA 增长率	47.7%	27.8%	51.0%	16.0%	7.9%
财务费用	1,669.4	1,818.6	1,979.6	2,016.8	2,031.1	EBIT 增长率	99.0%	40.8%	70.4%	18.7%	8.8%
资产减值损失	61.0	413.7	80.0	60.0	60.0	NOPLAT 增长率	70.8%	59.0%	74.1%	18.7%	8.8%
加:公允价值变动收益	-19.1	-20.1	-	-	-	投资资本增长率	-8.2%	8.2%	3.7%	1.3%	2.0%
投资和汇兑收益	88.7	84.4	90.0	100.0	100.0	净资产增长率	20.3%	30.7%	-25.6%	13.7%	13.6%
<b>营业利润</b>	1,107.9	2,092.4	4,684.1	5,891.6	6,571.9	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	302.3	490.8	242.0	242.0	242.0	毛利率	27.1%	31.1%	32.9%	33.6%	33.5%
<b>利润总额</b>	1,410.2	2,583.2	4,926.1	6,133.6	6,813.9	营业利润率	5.5%	9.1%	15.1%	16.9%	17.2%
减:所得税	432.2	560.6	985.2	1,226.7	1,362.8	净利润率	5.0%	9.0%	13.0%	14.4%	14.6%
<b>净利润</b>	1,021.2	2,064.0	4,021.5	5,007.3	5,562.7	EBITDA/营业收入	20.7%	23.3%	26.1%	26.9%	26.4%
						EBIT/营业收入	13.7%	17.1%	21.5%	22.7%	22.5%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	固定资产周转天数	435	416	331	288	257
货币资金	8,984.3	10,109.9	9,284.3	10,444.8	11,468.4	流动营业资本周转天数	139	98	90	87	90
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	522	557	428	396	400
应收账款	5,420.9	5,588.3	6,103.0	7,243.1	7,761.5	应收账款周转天数	95	87	68	69	71
应收票据	3,998.8	1,590.5	4,427.1	2,536.1	5,256.5	存货周转天数	95	79	72	72	72
预付账款	1,073.0	1,511.4	2,081.9	1,952.5	2,452.7	总资产周转天数	1,199	1,259	947	846	816
存货	5,210.9	4,862.7	7,481.4	6,389.2	8,946.4	投资资本周转天数	620	545	427	389	361
其他流动资产	10,476.0	12,104.1	8,367.5	10,315.9	10,262.5						
可供出售金融资产	109.0	1,945.0	709.0	921.0	1,191.7	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	6.1%	9.3%	24.4%	26.5%	25.7%
长期股权投资	70.5	67.3	67.3	67.3	67.3	ROA	1.3%	2.5%	4.9%	5.9%	6.1%
投资性房地产	16.0	14.3	14.3	14.3	14.3	ROIC	5.3%	9.2%	14.8%	16.9%	18.2%
固定资产	24,169.7	28,811.6	28,111.3	27,569.0	26,984.8	<b>费用率</b>					
在建工程	5,829.6	4,115.2	4,315.2	4,615.2	5,115.2	销售费用率	5.9%	5.1%	4.6%	4.5%	4.5%
无形资产	1,462.7	1,541.0	1,438.2	1,335.5	1,232.8	管理费用率	6.8%	6.3%	6.2%	5.9%	6.0%
其他非流动资产	11,140.3	10,024.3	8,156.8	9,760.1	9,298.7	财务费用率	8.2%	7.9%	6.4%	5.8%	5.3%
<b>资产总额</b>	77,961.7	82,285.4	80,557.2	83,163.9	90,052.6	三费/营业收入	21.0%	19.3%	17.2%	16.2%	15.8%
短期债务	24,755.5	27,875.5	34,378.7	36,096.9	35,928.9	<b>偿债能力</b>					
应付账款	4,100.9	4,673.2	6,526.9	6,031.3	7,800.4	资产负债率	77.9%	72.6%	79.2%	77.1%	75.9%
应付票据	3,281.6	515.3	4,422.3	1,295.2	4,950.5	负债权益比	351.7%	264.7%	380.1%	335.9%	315.3%
其他流动负债	16,496.1	13,644.6	10,792.6	13,782.6	12,818.4	流动比率	0.72	0.77	0.67	0.68	0.75
长期借款	5,169.4	6,935.6	-	-	-	速动比率	0.62	0.66	0.54	0.57	0.60
其他非流动负债	6,899.2	6,076.3	7,658.5	6,878.0	6,870.9	利息保障倍数	1.66	2.15	3.37	3.92	4.24
<b>负债总额</b>	60,702.8	59,720.5	63,779.0	64,084.0	68,369.1	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	387.4	346.1	265.4	165.0	53.5	DPS(元)	0.30	0.60	1.15	1.45	1.61
股本	1,936.4	1,936.4	1,936.4	1,936.4	1,936.4	分红比率	56.9%	56.3%	55.6%	56.3%	56.1%
留存收益	12,697.3	14,027.3	14,576.4	16,978.4	19,693.6	股息收益率	1.5%	3.0%	5.8%	7.4%	8.1%
<b>股东权益</b>	17,258.9	22,564.9	16,778.2	19,079.9	21,683.5						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>							<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
净利润	977.9	2,022.6	4,021.5	5,007.3	5,562.7	EPS(元)	0.53	1.07	2.08	2.59	2.87
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	8.53	9.77	11.17
资产减值准备	61.0	413.7	-	-	-	PE(X)	37.5	18.6	9.5	7.7	6.9
公允价值变动损失	19.1	20.1	-	-	-	PB(X)	2.3	1.7	2.3	2.0	1.8
财务费用	1,690.4	1,980.1	1,979.6	2,016.8	2,031.1	P/FCF	3.3	32.1	11.0	6.0	9.3
投资损失	-88.7	-84.4	-90.0	-100.0	-100.0	P/S	1.9	1.7	1.2	1.1	1.0
少数股东损益	-43.3	-41.4	-80.6	-100.4	-111.5	EV/EBITDA	8.1	6.3	7.3	6.1	5.5
营运资金的变动	-18,254.8	-2,526.6	-71.9	-2,447.1	-483.1	CAGR(%)	71.2%	39.2%	105.6%	71.2%	39.2%
<b>经营活动产生现金流量</b>	-9,721.4	2,153.0	7,161.6	5,821.5	8,386.2	PEG	0.5	0.5	0.1	0.1	0.2
投资活动产生现金流量	-3,460.6	-3,667.5	2,931.3	-1,950.8	-1,779.9	ROIC/WACC	0.7	1.2	1.9	2.2	2.3
融资活动产生现金流量	14,063.7	1,629.6	-10,918.6	-2,710.2	-5,582.7	REP	1.5	0.8	0.8	0.7	0.6

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	葛娇好	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	章政	021-35082861	zhangzheng@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
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	北京联系人	王秋实	010-83321351
田星汉		010-83321362	tianxh@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
张莹		010-83321366	zhangying1@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
	巢莫雯		

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