

# 晨鸣纸业(000488)

## 造纸业绩超预期，盈利具有持续性 增持(维持)

2017年08月15日

证券分析师 马莉

执业证书编号: S0600517050002  
010-66573557

[mal@dwzq.com.cn](mailto:mal@dwzq.com.cn)

证券分析师 汤军

执业证书编号: S0600517050001  
[tangj@dwzq.com.cn](mailto:tangj@dwzq.com.cn)

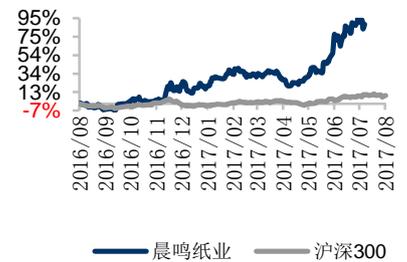
证券分析师 史凡可

执业证书编号: S0600517070002  
[shifk@dwzq.com.cn](mailto:shifk@dwzq.com.cn)

### 投资要点

- **公司发布2017年半年度报告:** 上半年公司实现营收137.49亿元,较上年同期增长29.63%,归母净利润17.46亿元,同比大幅增长85.86%;其中第二季度单季收入74.75亿元,同比增加32.20%,归母净利润10.43亿元,同比增长94.21%。上半年17.46亿净利润中,融资租赁2.48亿,营业外收入1.59亿元,约13亿元来源于造纸,造纸业务盈利实现大幅度增长。
- **量价齐升,共驱造纸高速增长:** 公司上半年完成机制纸产量256万吨,销量244万吨(上年同期为209万吨),新增销量主要为公司去年10月投产的60万吨液体包装纸项目在今年上半年逐步释放。自16年12月以来,公司主要纸种双胶纸、白卡纸、铜版纸经过数轮提价,综合单吨收入提高至4936元/吨(上年同期为4273元/吨),每吨均价提升663元。同时,公司加强生产成本控制,使得机制纸业务综合毛利率上升4.83个百分点至28.34%,我们估算上半年综合吨纸净利达到545元/吨,相较去年有大幅度的提升。
- **白卡纸放量,细分纸种盈利均提升:** 公司造纸业务共实现收入120.44亿元,同比增长34.84%。分产品来看,白卡纸新增产能释放较好,上半年收入达29.32亿元,同比大增176.51%,湛江100+万吨白卡纸项目受益于浆纸一体化,且没有中间运输费用等,毛利率大幅提升8.98%至32.18%。双胶纸、铜版纸各实现收入26.93、25.88亿元,同比分别增长14.35%、25.02%,毛利率分别为26.56%(+3.59%)、28.95%(+3.76%)。铜版纸增幅较大在于上半年铜版纸价格提价力度高于双胶纸。新闻纸、箱板纸、书写纸等其他纸种收入38.32亿元,毛利率为26.25%。综合来看,公司受益于造纸景气的持续回升,产品价格的不断提升,公司造纸业务的盈利水平实现了高速增长。
- **浆纸一体化优势渐显:** 公司目前已形成年产浆纸800万吨左右产能,其中造纸600万吨,自产浆200万吨,自给率充足。公司其中两个生产基地湛江晨鸣和寿光美仑是公司收入及利润的主要来源,湛江晨鸣主要生产自用浆,双胶纸,白卡纸,静电纸等;寿光美仑基地收入23.48亿元(yoy-7.3%),上半年净利润1.16亿元(yoy-65.68%),收入和利润下降主要是因为60万吨液体包装纸项目部分设备源自寿光基地搬迁至湛江基地。公司正逐步打造两大基地浆纸一体化,使得自产浆在基地之间烘干、运输、打磨的费用节省下来,未来纸产品的盈利还将有较大的提升空间。
- **融资租赁规模提升,利润占比下降:** 根据中报显示,公司上半年融资租赁余额有所提升,山东晨鸣租赁有限公司17H1总资产337.08亿元(期初为260.77亿元)。另外,体现融资租赁余额增加的是应收一年期融资租赁款92.18亿元(期初为57.11亿元)。公司融资租赁业务毛利率下降6.15%至50.21%,上半年净利润2.48亿元,融资租赁利润受到上半年人民币兑欧元贬值影响,公司受到汇兑损益1.07亿元,导致融资租赁业务净利有所下滑。
- **三费下降明显,盈利大幅提升:** 上半年公司净利率达到12.71%,较去年同期提升3.98个百分点,除了造纸毛利率提升外,公司三费率有所节约。其中,销售费用率下降0.74%至4.67%,管理费用率同比基本持平,显示公司在收入规模不断扩大的同时,规模效应渐显,精细化管理加强。期间财务费用率下降较为明显(下降4.06%),主要系公司加强对闲置资金运用,利息收入及利息资本化金额增加所致,如果去汇兑损益带来的影响,公司财务费用的节约将更加明显。
- **融资租赁余额规模提升致现金流减少:** 公司本期现金流-44.72亿元,同比下降65.77%,下降的主要原因是公司上半年提高融资租赁业务规模(反应报表其他流动资产多出37亿)。另外,上半年公司存货60.57亿元,较期初多出11.95亿,主要原因是公司应对纸浆价格上涨,加大购买原材料力度以应对,其余指标均正常。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	16.56
一年最低/最高价	8.79/17.28
市净率(倍)	2.04
流通A股市值(亿元)	183

### 基础数据

每股净资产(元)	8.11
资产负债率(%)	74.78
总股本(百万股)	1,936
流通A股(百万股)	1,106

### 相关研究

1. 晨鸣纸业: 环保趋势不减, 盈利有望再提升 -20170804
2. 晨鸣纸业: 受益行业景气向上, 业绩弹性俱佳 -20170604

- **公司 18、19 年依旧具备看点，成本优化空间较大：**公司 17 年业绩增量主要来自于新增产能和造纸提价，而 18/19 年的增量则主要来源于成本节约。上半年公司 1.06 亿收购潍坊森达美西港有限公司，持股 50%。森达美西港口是湛江晨鸣自产浆运输至寿光基地的港口，此番收购后，公司港口运输费用将有大幅的节约。另外，寿光 40 万吨漂白硫酸盐化学木浆项目预计年底投产，18 年将贡献业绩。其次，黄冈晨鸣林浆纸一体化项目（30 万吨漂白硫酸盐针叶木浆+325 万亩原料林地）截止本报告期累计投入 20.67 亿元，项目进度 50.95%，建成后使得未来公司的自给浆比例不断扩大，原材料成本具备长期的改善优势。此外公司还有寿光美仑 51 万吨高档文化纸项目（总投资 37.6 亿，对应白卡项目搬迁留下厂房），预计 19 年投产。
- **投资建议：**基于环保压力的不断趋严以及公司上半年造纸业绩超预期，我们维持公司 2017 年净利润 35.7 亿，2018 年净利润 43.2 亿元。当前 321 亿市值对应 17、18 年 9 倍、7 倍 PE，EPS 为 1.85/2.23 元，继续维持公司“增持”评级。
- **风险提示：**环保政策执行力度不达预期、公司产能投放不及预期，融资租赁回款风险

晨鸣纸业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>35766.82</b>	<b>41759.09</b>	<b>42828.06</b>	<b>45225.43</b>	<b>营业收入</b>	<b>22907.12</b>	<b>32086.41</b>	<b>34492.06</b>	<b>37447.48</b>
货币资金	10109.93	12533.50	14668.43	15693.38	营业成本	15787.34	21814.10	23034.93	24867.92
应收款项	5564.53	8696.10	8129.30	8892.28	营业税金及附加	251.44	352.20	378.60	411.04
存货	4862.67	4832.49	4969.61	5180.56	销售费用	1166.48	1604.01	1702.30	1806.97
其他	15229.70	15697.01	15060.72	15459.20	管理费用	1441.46	1986.15	2076.42	2179.44
<b>非流动资产</b>	<b>46518.53</b>	<b>45759.59</b>	<b>48812.85</b>	<b>49481.02</b>	财务费用	1818.56	1968.37	2026.45	2186.07
长期股权投资	8844.26	8844.26	8844.26	8844.26	投资净收益	84.37	84.37	84.37	84.37
固定资产	28811.56	30945.67	33521.67	35813.81	其他	(20.08)	(10.77)	(16.64)	(15.83)
无形资产	1540.96	1506.78	1609.99	1704.22	<b>营业利润</b>	<b>2092.40</b>	<b>4196.96</b>	<b>5157.72</b>	<b>5952.77</b>
其他	7321.75	4462.88	4836.94	3118.72	营业外净收支	490.76	597.60	645.80	655.70
<b>资产总计</b>	<b>82285.35</b>	<b>87518.68</b>	<b>91640.91</b>	<b>94706.44</b>	<b>利润总额</b>	<b>2583.17</b>	<b>4786.04</b>	<b>5796.24</b>	<b>6600.97</b>
<b>流动负债</b>	<b>46708.64</b>	<b>52508.89</b>	<b>56361.42</b>	<b>58096.73</b>	所得税费用	560.56	1252.79	1517.22	1727.87
短期借款	27875.51	34272.87	37108.46	40281.19	少数股东损益	(41.38)	(41.38)	(41.38)	(41.38)
应付账款	3724.27	5857.08	6045.94	6804.61	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2063.99</b>	<b>3574.63</b>	<b>4320.40</b>	<b>4914.48</b>
其他	15108.87	12378.95	13207.02	11010.93	EBIT	4511.83	6682.15	7678.41	8593.15
<b>非流动负债</b>	<b>13011.85</b>	<b>10031.10</b>	<b>8356.62</b>	<b>7475.33</b>	EBITDA	5860.44	7993.26	8997.42	9922.61
长期借款	6935.60	4800.00	4000.00	4000.00					
其他	6076.26	5231.10	4356.62	3475.33					
<b>负债总计</b>	<b>59720.50</b>	<b>62539.99</b>	<b>64718.04</b>	<b>65572.06</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
少数股东权益	346.05	346.05	346.05	346.05	每股收益(元)	1.07	1.85	2.23	2.54
归属母公司股东权益	22218.81	24632.64	26576.82	28788.33	每股净资产(元)	11.47	12.72	13.72	14.87
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>82285.35</b>	<b>87518.68</b>	<b>91640.91</b>	<b>94706.44</b>	发行在外股份(百万股)	1936.41	1936.41	1936.41	1936.41
					ROIC(%)	6.16	7.70	8.33	8.64
					ROE(%)	10.37	15.04	16.65	17.53
					毛利率(%)	31.08	32.01	33.22	33.59
					EBIT Margin(%)	226.87%	167.01%	155.23%	150.32%
					销售净利率(%)	8.83	11.01	12.41	13.01
					资产负债率(%)	72.58	71.46	70.62	69.24
					收入增长率(%)	13.17	40.07	7.50	8.57
					净利润增长率(%)	102.11	73.19	20.86	13.75
					P/E	15.54	8.97	7.42	6.52
					P/B	1.42	1.28	1.19	1.10
					EV/EBITDA	11.41	8.90	8.13	7.69

数据来源: 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

