

2017 年 10 月 26 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(2017/10/25)	18.34
深证成指(2017/10/25)	11437.21
股价 12 个月高/低	20.1/8.68
总发行股数(百万)	1936.41
A 股数(百万)	1105.59
A 市值(亿元)	202.76
主要股东	寿光晨鸣控股有限公司(15.13%)
每股净值(元)	8.55
股价/账面净值	2.15
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-0.7 9.8 101.5

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2017/9/27	19.35	买入

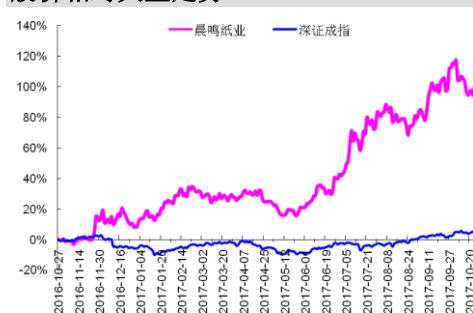
产品组合

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

纸价维持高位，前三季度业绩增长 74.5%

结论与建议：

2017 年前三季度归母净利润 yoy 增长+74.5%，预计公司 2017，2018 年净利润分别 yoy 增长 76.9%，32.4%，当前 A 股股价对应 PE 为 10 倍和 7 倍，维持买入的投资建议。

■ **晨鸣纸业发布三季报：**公司公布三季报，2017 年前三季度实现营收 219.3 亿元，yoy+32%，归母净利润实现 27.1 亿元，yoy+74.5%，扣非后归母净利润实现 25.5 亿元，yoy+101.7%，对应 EPS 为 1.16 元。分季度看，三季度实现营收 81.8 亿元，yoy+37.1%，归母净利润实现 9.7 亿元，yoy+57.1%，扣非后归母净利润 9.3 亿，yoy+77.4%，对应 EPS 为 0.41 元。影响业绩主要原因为：（一）国内纸品价格年内维持高位（二）公司盈利持续向好，毛利率较去年同期增长 2.1 个百分点。

■ **纸品价格上涨：**2017 年环保政策严格，许多中小厂被迫停产，行业整体产能收紧。同时，造纸原材料废纸由于国内 7 月份停止接收进口废纸，废纸价格在国内开始上涨，迭加行业产量下滑，纸品价格年初至今疯狂涨价。公司主营产品白卡纸，铜版纸，双胶纸价格 yoy 上涨了+38%，+38%，和+32%，是公司业绩增长主要原因。在造纸旺季四季度即将来临情况下，纸产品预计能维持高位价格。

■ **毛利率继续提升：**公司多年以来产能的投入让自身盈利能力提升了不少，目前产能水平已到达 1000 万吨，生产能力让公司采购规模宏大，减少对原材料价格波动影响。2017 年前三季度营业成本增速 28.3%，低于营收增速 4 个百分点，推动毛利率至 33.26%，毛利率较去年同期增长 2.1 个百分点。同时，公司在 10 月份宣布将文化纸产品价格上调，涨幅均为 300 元/吨，预计能将全年毛利率再度上推。

■ **坚持“林浆纸”一体化：**展望未来，公司目前在建项目包括黄冈林纸一体化项目，黄冈码头建造项目，及 51 万吨高档文化纸项目，持续优化自身造纸，制浆，以及运输能力。

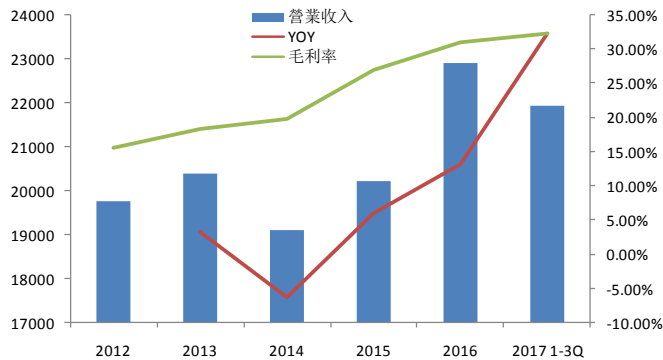
■ **股息率较高：**分红方面，晨鸣纸业近年来稳定保持 50%以上的分红率，且股息率远高于同行业。2016 年，晨鸣纸业每股派息 0.6 元，分红率 56.29%，股息率为 4.93%。我们预计公司未来保持 55%左右的分红率，预计 2017 年，2018 年股息率达到 5.45%和 7.63%。

■ **盈利预测：**预计公司 2017、2018 年可分别实现净利润 36.5 亿元（YoY+76.9%，EPS 为 1.89 元）、48.3 亿元（YoY+32.4%，EPS 为 2.5 元）。目前股价对应 2017、2018 年 PE 为 9.7x 和 7.3x，给予买入的投资评级。

■ **风险提示：**纸品价格超预期下跌，需求走弱

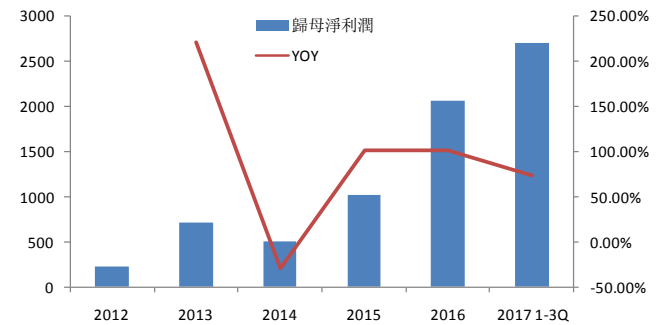
年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	710.66	505.20	1,021.22	2,063.99	3,650.15	4,833.27
同比增减	%	221.51%	-28.91%	102.14%	102.11%	76.85%	32.41%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.36	0.26	0.53	1.07	1.89	2.50
同比增减	%	235.60%	-27.48%	102.14%	102.11%	76.85%	32.41%
A 股市盈率(P/E)	倍	50.98	70.30	34.78	17.21	9.73	7.35
股利 (DPS)	RMB 元	0.3	0.14	0.3	0.6	1.0	1.4
股息率 (Yield)	%	7.59%	2.51%	3.65%	6.08%	5.45%	7.63%

图 1:晨鸣纸业营业收入 (单位:亿元)



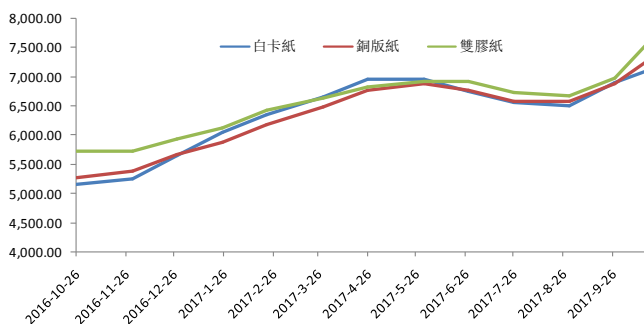
数据来源: 公司公告, 群益金鼎证券整理

图 2: 晨鸣纸业净利润 (单位: 亿元)



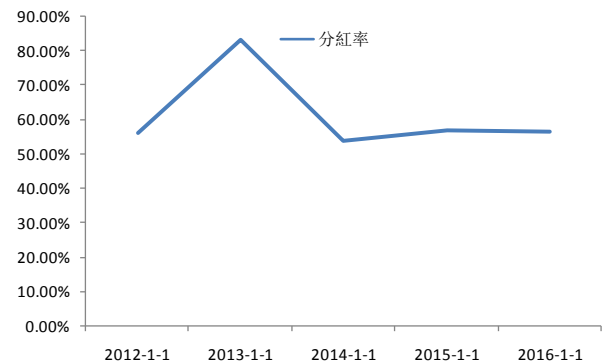
数据来源: 公司公告, 群益金鼎证券整理

图 3: 主营产品市场价格 (单位: 元/吨)



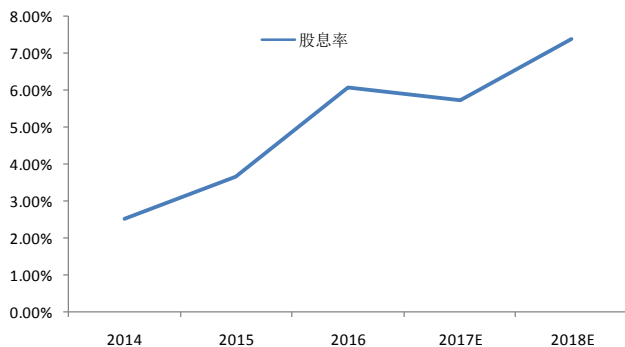
数据来源: 公司公告, 群益金鼎证券整理

图 4: 晨鸣纸业分红率 (单位: %)



数据来源: 公司公告, 群益金鼎证券整理

图5: 晨鸣纸业股息率 (单位: %)



数据来源: 公司公告, 群益金鼎证券整理

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	31046	36173
经营成本	16652	15323	14765	15787	20660	23198
毛利	3737	3779	5477	7120	10386	12975
营业税金及附加	86	91	133	251	373	434
销售费用	1129	1148	1191	1166	1552	1809
管理费用	1199	1161	1385	1441	1925	2243
财务费用	931	1229	1669	1819	2328	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	4173	5652
税前利润	866	561	1410	2583	4563	6042
所得税	176	108	432	561	913	1208
少数股东权益	(20)	(52)	(43)	(41)	0	0
净利润	711	505	1021	2064	3650	4833

附二: 合并资产负债表

百万元	2013	2014	2015	2016E	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	39418	43153
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	87359	92691
流动负债合计	19289	28096	48634	46709	49489	51963
长期负债合计	13595	14378	12069	13012	13662	14346
负债合计	32884	42474	60703	59720	63152	66309
少数股东权益	598	431	387	346	363	382
股东权益合计	14638	14348	17259	22565	24207	26382
负债和股东权益总计	47522	56822	77962	82285	87359	92691

附三: 合并现金流量表

百万元	2013	2014	2015	2016E	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

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此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i @持意见或立场, 或买入, 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口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。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。