

## Q3 业绩符合预期，浆纸一体优势显现 增持(维持)

2017年10月25日

证券分析师 马莉

执业证书编号:

S0600517050002

010-66573632

[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:

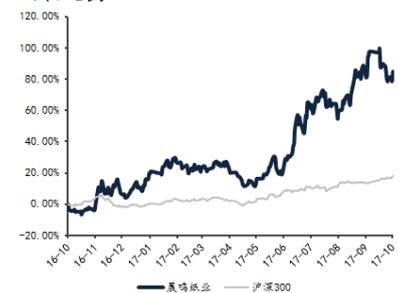
S0600517070002

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

### 投资要点

- **公司发布三季度业绩:** 17年前三季度公司销售收入 219.29 亿元, 同比增长 32.33%; 归母净利润 27.12 亿元, 较上年同期增长 74.47%; 其中 Q3 单季度实现收入 81.80 亿元, 同比增长 37.12%, 归母净利润 9.66 亿元, 同比增长 57.07%, 业绩符合市场预期。
- **Q3 淡季不淡, Q4 盈利可期:** 根据我们估算, 公司 Q3 单季吨纸净利润为 566 元/吨左右, 环比二季度微降, 原因是三季度文化类用纸正值淡季, 公司主要纸种双胶纸、白卡纸、铜版纸价格在 7 月份略有回调。但随着四季度旺季到来, 产品价格持续创新高。截止 10 月 24 日, 双胶、铜版以及白卡纸相较今年 7 月中下旬低点分别上涨 941、663、733 元/吨。虽然同期纸浆成本也有所上涨, 但上涨幅度低于产品提价幅度, 且公司依靠较高的自产浆覆盖率, 使得公司生产成本的增长远低于收入的上涨, 因此四季度盈利弹性可期。
- **盈利水平同比大幅改善, 环比微降, 四季度有望回升:** 公司前三季度整体盈利指标与去年同期相比大幅提升, 毛利率较上年同期提升 2.1 个百分点至 33.26%, 净利率上涨 3.14pct 至 12.42%。环比来看, Q3 毛利率下降 1.24 个百分点, 主要系产品价格有所回调。期间随着公司收入规模的逐步扩大, 规模优势开始体现, 销售、管理和财务费用率均有所改善。
- **公司为应对原材料上涨大量备货, 应付账款增幅较大:** 受到公司订单量增加, 期末公司应收票据 46.67 亿元, 相较期初增加 30.77 亿元。存货增加 5.46 亿元, 主要系公司应对原材料价格上涨, 大量储备进口纸浆, 同时公司保持着未来纸浆价格继续上行的预期, 加大原材料纸浆的预定量, 应付票据相较期初增加 8.63 亿元, 前三季度公司经营现金流净额为 -16.13 亿元, 同比上年同期增长 48.30%。
- **浆纸一体化优势体现, 未来依旧具备稳定增长点:** 上半年公司 1.06 亿收购潍坊森达美西港有限公司, 持股 50%。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), 预计 18 年三季度投产。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 18 年三季度投产。
- **投资建议:** 我们认为随着文化纸价格提升, 公司受益于纸浆一体化, 吨纸盈利提升效应明显, 四季度有望超市场预期, 加上 18 年新增产能的陆续投放, 18、19 年业绩具有稳定的持续性。我们预计公司 18、19 年收入分别为 320.86、344.92 亿元, 归母净利润 39.19、49.18 亿元, 同比增长 89.9%、25.5%, EPS 为 2.02、2.54 元, 当前市值对应 17、18 年 8、6 倍 PE。如果用总股本乘以 A 股价格 (公司为 A+H+B 三地上市), 则对应 17、18 年 9、7 倍估值, 继续维持“增持”评级。
- **风险提示:** 产品提价低于预期, 环保政策低于预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价 (元)	18.34
一年最低/最高价	9.26/19.79
市净率 (倍)	2.14
流通 A 股市值 (百万元)	20,276

### 基础数据

每股净资产 (元)	8.55
资本负债率 (%)	72.67
总股本 (百万股)	1,936
流通 A 股 (百万)	1,106

### 相关研究

1. 三季度淡季不淡, Q4 业绩弹性可期 -20171011
2. 晨鸣纸业: 造纸业绩超预期, 盈利具有持续性 - 20170816

晨鸣纸业三大财务预测表

资产负债表 (百万)					利润表 (百万元)				
元)	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>35,766.82</b>	<b>47,725.55</b>	<b>47,169.42</b>	<b>48,953.28</b>	<b>营业收入</b>	<b>22,907.12</b>	<b>32,086.41</b>	<b>34,492.06</b>	<b>37,447.48</b>
现金	10,109.93	13,476.29	14,486.67	15,727.94	营业成本	15,787.34	21,367.87	22,474.85	24,299.84
应收款项	5,564.53	8,696.10	8,129.30	8,892.28	营业税金及附加	251.44	352.20	378.60	411.04
存货	4,862.67	5,075.87	5,377.54	5,924.71	营业费用	1,166.48	1,514.17	1,536.74	1,657.18
其他	15,229.70	20,477.29	19,175.91	18,408.34	管理费用	1,441.46	1,921.98	2,031.58	2,130.76
<b>非流动资产</b>	<b>46,518.53</b>	<b>45,446.43</b>	<b>47,653.58</b>	<b>48,284.91</b>	财务费用	1,818.56	2,102.09	1,986.95	2,118.81
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	28,811.56	30,525.99	32,430.34	34,294.72	其他	(20.08)	(10.77)	(16.64)	(15.83)
无形资产	1,540.96	2,095.76	2,255.00	2,312.40	<b>营业利润</b>	<b>2,092.40</b>	<b>4,663.48</b>	<b>5,967.72</b>	<b>6,786.59</b>
其他	7,321.75	3,980.42	4,123.98	2,833.54	营业外净收支	490.76	597.60	645.80	655.70
<b>资产总计</b>	<b>82,285.35</b>	<b>93,171.99</b>	<b>94,823.00</b>	<b>97,238.19</b>	<b>利润总额</b>	<b>2583.17</b>	<b>5252.56</b>	<b>6606.24</b>	<b>7434.78</b>
<b>流动负债</b>	<b>46,708.64</b>	<b>51,021.94</b>	<b>51,132.86</b>	<b>51,840.17</b>	所得税费用	560.56	1374.91	1729.25	1946.13
短期借款	27,875.51	34,196.13	32,782.22	35,600.58	少数股东损益	(41.38)	(41.38)	(41.38)	(41.38)
应付账款	3,724.27	4,618.26	5,253.30	5,420.13	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2063.99</b>	<b>3919.03</b>	<b>4918.37</b>	<b>5530.04</b>
其他	15,108.87	12,207.55	13,097.34	10,819.46	EBIT	4,511.83	7,282.40	8,448.89	9,359.70
<b>非流动负债</b>	<b>13,011.85</b>	<b>14,431.00</b>	<b>13,556.52</b>	<b>12,675.22</b>	EBITDA	5,860.44	8,593.50	9,767.91	10,689.16
长期借款	6,935.60	7,576.90	7,576.90	7,576.90					
其他	6,076.26	6,854.10	5,979.62	5,098.33	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>负债总计</b>	<b>59,720.50</b>	<b>65,452.94</b>	<b>64,689.38</b>	<b>64,515.39</b>	每股收益(元)	1.07	2.02	2.54	2.86
少数股东权益	346.05	346.05	346.05	346.05	每股净资产(元)	11.47	14.14	15.38	16.72
归属母公司股东权益	22,218.81	27,372.99	29,787.57	32,376.74	发行在外股份(百万股)	1936.41	1936.41	1936.41	1936.41
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>82,285.35</b>	<b>93,171.99</b>	<b>94,823.00</b>	<b>97,238.19</b>	ROIC(%)	6.16	7.74	8.85	9.10
					ROE(%)	10.37	15.59	17.00	17.60
					毛利率(%)	31.08	33.41	34.84	35.11
					EBIT Margin(%)	226.87%	163.61%	147.86%	143.77%
					销售净利率(%)	8.83	12.09	14.14	14.66
					资产负债率(%)	72.58	70.25	68.22	66.35
					收入增长率(%)	13.17	40.07	7.50	8.57
					净利润增长率(%)	102.11	89.88	25.50	12.44
					P/E	17.21	9.06	7.22	6.42
					P/B	1.57	1.28	1.18	1.09
					EV/EBITDA	12.00	8.99	7.77	7.36

数据来源: wind, 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>

