

2018年1月26日

王奕超

目标价(元)

20.5

公司基本资讯

产业别	轻工制造		
A 股价 (2018/1/25)	17.97		
深证成指 (2018/1/25)	11552.56		
股价 12 个月高/低	20.1/10.18		
总发行股数(百万)	1936.41		
A 股数(百万)	1105.59		
A 市值(亿元)	198.67		
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	2.10		
股价涨跌 (%)	一个月	三个月	一年
	11.8	6.2	58.4

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2017/10/26	18.34	买入
2017/09/27	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/1812.HK)

Buy 买入

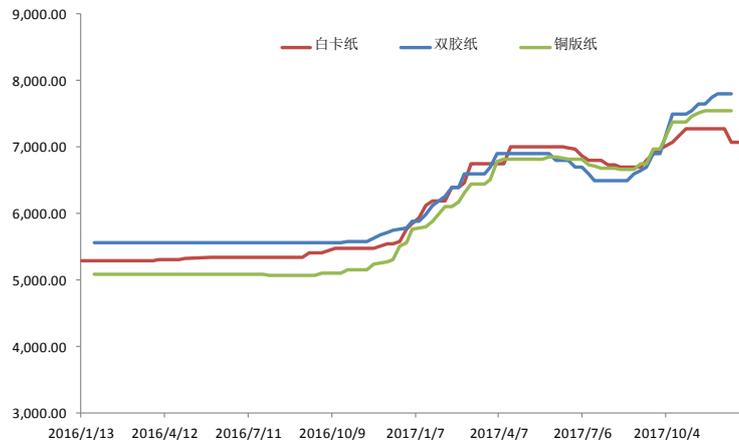
强者恒强， 17 年业绩成绩单亮丽

结论与建议：17 年内环保政策趋严，纸产品价格上涨，公司龙头地位优势显著，2017 业绩预告预计净利润实现 36-39 亿元，yoy+74%-89%。预计公司 2017-2019 年实现净利润 37.3 亿，45.6 亿，和 52.4 亿，yoy 分别增长 81%，22.1%，和 14.9%，EPS 为 1.92 元，2.35 元，2.7 元，当前 A 股股价对应 PE 为 9.5 倍，8 倍，和 7 倍，H 股股价对应 PE 为 7 倍，6 倍，和 5 倍，维持买入投资建议。

- **晨鸣纸业发布业绩预告：**公司发布 2017 年业绩预告，预计净利润实现 36-39 亿元，yoy +74%-89%，对应 EPS 为 1.57-1.73 元。分季度看，四季度为造纸传统旺季，公司净利润实现 8.9 亿-11.9 亿元，yoy 增长 72.6%-131.5%。
- **纸价上涨推动公司业绩：**2017 年造纸行业因上下游局势，纸产品价格飙升；上游段，国内进口废纸限制导致废纸价格下半年开始势如破竹的上涨，下游段，由于环保政策实施，许多中小厂因污染排放不达标被迫停产，行业整体供给下降。经我们统计，受原材料价格上涨及产能收紧，公司主营产品白卡纸，铜版纸，和双胶纸 2017 年平均市场价分别 yoy 增长+27%，+33%，和+23%。在行业受政策影响的大背景下，公司龙头地位优势显著；身为造纸龙头，公司采购规模较大，对原材料价格波动敏感度不高，行业产能紧张也让公司产量释放，纸产品的量价齐升强力推动公司业绩增长。
- **持续产能投入，巩固龙头地位：**公司往年稳健的扩张自身产能以及逐步将产能一体化，提高纸浆自给能力，有效对冲原材料价格波动对公司成本的影响。进入新年，公司依旧有多数扩张产能及一体化项目持续中：目前在建工程包括黄冈晨鸣林浆纸一体化，黄冈晨鸣综合码头，菱镁矿开采，及 18 年即将投产的 51 万吨高档文化纸项目。投产后，51 万吨文化纸项目预计能实现销售收入 31 亿元，利润 3.1 亿元。另外，公司 17 年年底公布 50 万吨差别化粘胶纤维项目，预计 19 年投产，投产后实现销售收入 99 亿元，净利润 10.16 亿元。
- **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 2017-2019 年股息率达到 5.45%，7.2%，和 8.28%。
- **盈利预测：**预计公司 2017-2019 年可分别实现净利润 37.3 亿元 (YoY+80.1%，EPS 为 1.93 元)、45.6 亿元 (YoY+22.1%，EPS 为 2.35 元) 和 52.4 亿元 (YoY+14.9%，EPS 为 2.7 元) 目前 A 股股价对应 2017-2019 年 PE 为 9.5x，8x 和 7x，H 股股价对应 PE 为 7 倍，6 倍，和 5 倍，维持买入的投资评级。
- **风险提示：**纸品价格超预期下跌，需求走弱

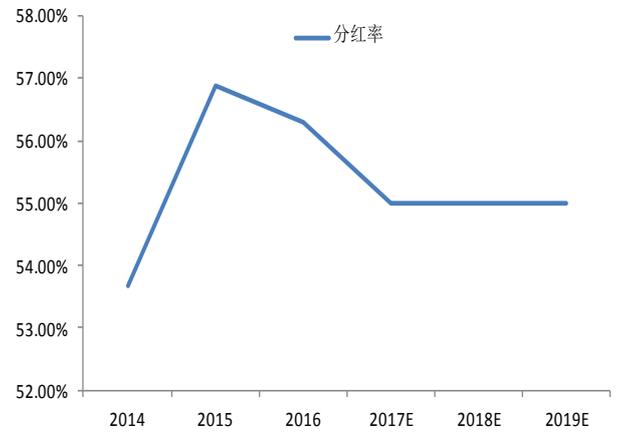
年度截止 12 月 31 日		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	505.20	1,021.22	2,063.99	3,732.69	4,557.08	5,236.69
同比增减	%	-28.91%	102.14%	102.11%	80.85%	22.09%	14.91%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.26	0.53	1.07	1.93	2.35	2.70
同比增减	%	-27.48%	102.14%	102.11%	80.85%	22.09%	14.94%
A 股市盈率(P/E)	倍	21.36	15.57	9.26	9.47	7.76	6.75
股利 (DPS)	RMB 元	0.14	0.30	0.60	1.06	1.29	1.49
股息率 (Yield)	%	2.51%	3.65%	6.08%	5.81%	7.09%	8.15%

图1: 主营产品市场价格 (单位: 元/吨)



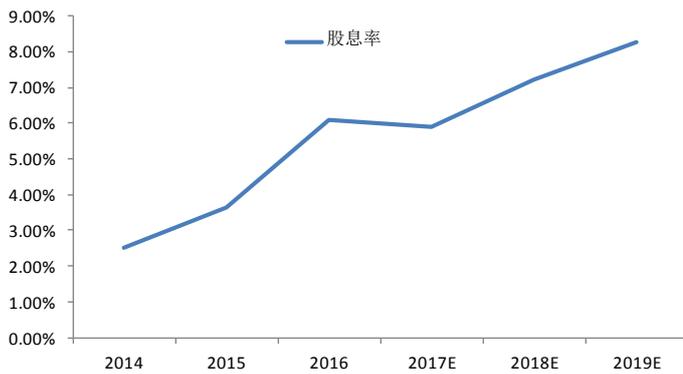
数据来源: 公司公告, 群益金鼎证券整理

图2: 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3: 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	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业额	19102	20242	22907	31174	36173	42192
经营成本	15323	14765	15787	20660	23543	27715
毛利	3779	5477	7120	10515	12630	14477
营业税金及附加	91	133	251	374	434	506
销售费用	1148	1191	1166	1559	1809	2110
管理费用	1161	1385	1441	1933	2243	2616
财务费用	1229	1669	1819	2338	2713	3164
资产减值损失	60	61	414	100	200	200
投资收益	69	89	84	85	85	85
营业利润	166	1108	2092	4276	5306	5956
税前利润	561	1410	2583	4666	5696	6546
所得税	108	432	561	933	1139	1309
少数股东权益	(52)	(43)	(41)	0	0	0
净利润	505	1021	2064	3733	4557	5237

附二：合并资产负债表

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
货币资金	5476	8984	10110	12140	14531	16888
存货	5421	5211	4863	5106	5361	5629
应收帐款	3489	3951	3974	4173	4381	4600
流动资产合计	23570	35164	35767	39418	42273	45118
长期投资净额	36	70	67	71	74	78
固定资产合计	24745	24170	28812	30252	31765	33353
在建工程	3709	5830	4115	4321	4537	4764
无形资产及其他资产合计	1319	1463	1541	1618	1699	1784
资产总计	56822	77962	82285	87359	91811	96333
流动负债合计	28096	48634	46709	49452	51170	52618
长期负债合计	14378	12069	13012	13662	14346	15063
负债合计	42474	60703	59720	63115	65516	67681
少数股东权益	431	387	346	363	382	401
股东权益合计	14348	17259	22565	24245	26295	28652
负债和股东权益总计	56822	77962	82285	87359	91811	96333

附三：合并现金流量表

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
经营活动产生的现金流量净额	985	(9721)	2153	3660	4575	5719
投资活动产生的现金流量净额	(3073)	(3461)	(3667)	(2934)	(3227)	(4196)
筹资活动产生的现金流量净额	2328	14064	1630	1304	1043	834
现金及现金等价物净增加额	250	912	92	2030	2391	2358

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,不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。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j @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口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。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。