



000488.CH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 17.23

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(0.3)	(4.9)	5.8	48.2
相对深证成指	4.6	(3.1)	8.9	47.6

发行股数(百万)	1,936
流通股(%)	57
流通股市值(人民币 百万)	19,049
3个月日均交易额(人民币 百万)	615
净负债比率(%) (2018E)	84
主要股东(%)	
寿光晨鸣控股有限公司	15

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2018年3月28日收市价为标准

相关研究报告

《曲美家居》 20180328

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

轻工制造: 造纸

杨志威

(8621)20328510

zhiwei1.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515060001

*刘凯娜为本报告重要贡献者

晨鸣纸业

造纸量价齐增, 成本优势凸显

公司发布年报, 2017年实现营业收入298.5亿元, 同比增长30.32%, 实现归母净利润37.7亿元, 同比增长88.6%; 其中17Q4实现营业收入79.2亿元, 同比增长25.1%, 实现归母净利润10.6亿元, 同比增长138.0%。拟向普通股股东每10股转增5股派6元。

支撑评级的要点

- **业绩符合预期, 造纸量价双增。**公司造纸业务实现了263亿的收入, 同比增长34.5%, 完成机制纸销量496万吨, 同比增长9.7%, 湛江晨鸣的120万吨液体包装纸产能释放贡献了主要增量。吨纸价格平均上涨22.6%, 受益于从17年初至今, 主要产品铜版纸、双胶纸、白卡纸的持续提价, 预计价格在18年1季度仍能体现20%左右的增长。
- **自供浆提供盈利弹性。**造纸业务毛利率达到29.1%, 同比增长5.4pct, 吨纸毛利达到1544元, 同比增加517元。Q4毛利率达到了35.7%, 净利率达到了13.1%。我们测算若包含政府补贴在内, 吨纸净利达到了650元。公司纸浆自给率超过70%, 2017年平均吨浆成本要比外购纸浆低500元以上。18年国内废纸限入政策推升木浆需求, 国际纸浆新增产能有限, 浆价上涨具备持续性, 公司自产浆的成本优势将在18年上半年更明显的表现, 预计公司吨纸净利将继续提升。
- **产能持续扩张, 木浆自给率有望进一步提升。**公司目前已经拥有1,000万吨浆纸产能, 18年年中, 公司寿光美伦51万吨高档文化纸、本部新闻纸改文化纸项目预计投产, 增加65万吨双胶纸产能。同时18年黄冈林浆纸一体化项目、寿光美伦40万吨化学浆项目也将投产, 我们测算届时公司的浆产能理论上可以基本满足目前造纸产能。同时, 海鸣矿业菱镁矿项目一期已于2018年1月份成功投运, 18年开始贡献一定增量。
- **融资租赁业务风险逐步化解。**在金融业务板块, 公司构建起了布局更加合理的金融业务体系。加强金融业务的集中管理, 成立融资租赁管理总部, 新设成立上海、广州两家融资租赁公司和山东、广州保理公司, 进一步化解业务风险。17年应收融资租赁款269亿元, 同比增加66亿元, 融资租赁收入23.5亿元, 与去年基本持平。对于坏账风险, 公司采取了更为审慎的会计估计, 通过增提坏账准备增加了资产减值损失1.33亿。目前在融资租赁合同占比中, 基建、房地产、集团造纸、钢铁产业占主要比重, 布局更加分散, 呈稳健发展格局。

评级面临的主要风险

- 废纸政策变动、融资租赁坏账风险。

估值

- 公司作为自供浆比例最高的文化纸龙头, 在浆系涨价过程最为受益。预计2018-2020年每股收益为2.39、2.80、3.14元, 同比增长23%、17%、12%, 当前股价对应18年PE7.2X, 若考虑增发, 则对应PE约为8X, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	22,907	29,852	35,505	40,128	44,383
变动(%)	13	30	19	13	11
净利润(人民币 百万)	2,064	3,769	4,620	5,417	6,078
全面摊薄每股收益(人民币)	1.066	1.946	2.386	2.798	3.139
变动(%)	106.8	82.6	22.6	17.3	12.2
先前预测每股收益(人民币)			2.133	2.425	
调整幅度(%)			11.9	15.4	
全面摊薄市盈率(倍)	16.2	8.9	7.2	6.2	5.5
价格/每股现金流量(倍)	15.5	1,401.8	4.6	4.1	3.9
每股现金流量(人民币)	1.11	0.01	3.71	4.23	4.47
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.0	7.2	6.5	5.6	4.9
每股股息(人民币)	0.500	0.500	0.716	0.839	0.941
股息率(%)	2.9	2.9	4.2	4.9	5.5

资料来源: 公司数据及中银证券预测

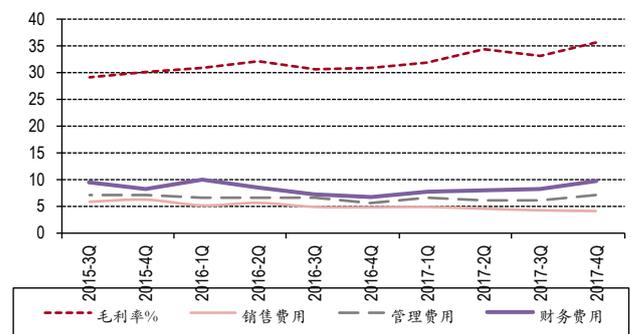
图表 1. 公司 2017 年业绩摘要

(百万元)	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4
一、营业总收入	6,274.3	7,475.0	8,180.0	7,922.5
二、营业总成本	5,540.6	6,339.4	7,090.0	6,830.0
其中：营业成本	4,271.4	4,899.6	5,463.6	5,094.5
营业税金及附加	54.7	51.3	57.0	56.1
销售费用	304.2	337.3	343.3	319.7
管理费用	413.6	442.8	503.4	549.6
财务费用	472.9	582.5	668.6	772.6
资产减值损失	23.8	26.0	54.0	37.5
三、其他经营收益	34.1	20.8	55.5	123.7
公允价值变动收益	0.0	(11.0)	0.0	84.0
投资收益	34.1	31.8	55.5	39.7
四、营业利润	767.7	1,156.3	1,145.5	1,349.0
加：营业外收入	98.6	59.9	51.9	234.8
减：营业外支出	1.5	2.0	3.6	320.1
五、利润总额	864.8	1,214.2	1,193.8	1,263.7
减：所得税	165.3	166.0	217.3	229.0
六、净利润	699.5	1,048.2	976.5	1,034.7
减：少数股东损益	(3.0)	5.2	10.5	(23.1)
七、归属母公司净利润	702.5	1,043.0	966.0	1,057.8
EPS	0.36	0.54	0.50	0.55
主要比率(%)				
毛利率	31.9	34.5	33.2	35.7
主营税金率	0.9	0.7	0.7	0.7
销售费率	4.8	4.5	4.2	4.0
管理费	6.6	5.9	6.2	6.9
营业利润率	12.2	15.5	14.0	17.0
实际税率	19.1	13.7	18.2	18.1
净利率	11.2	14.0	11.8	13.4
YoY(%)				
收入增长率	26.7	32.2	37.1	25.1
营业利润增长率	77.7	100.0	87.8	185.6
净利润增长率	74.7	94.2	57.1	107.5

资料来源：公司公告，万得，中银证券

图表 2. 公司单季度收入及盈利走势


资料来源：万得数据及中银证券

图表 3. 公司毛利率和费用率走势


资料来源：万得数据及中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	22,907	29,852	35,505	40,128	44,383
销售成本	(15,787)	(19,729)	(23,753)	(27,025)	(29,989)
经营费用	(1,818)	(1,594)	(2,216)	(2,703)	(3,180)
息税折旧前利润	5,302	8,528	9,536	10,400	11,214
折旧及摊销	(1,391)	(1,613)	(1,832)	(1,776)	(1,726)
经营利润(息税前利润)	3,911	6,915	7,704	8,624	9,488
净利息收入/(费用)	(1,508)	(1,343)	(1,605)	(1,585)	(1,570)
其他收益/(损失)	(883)	(2,505)	(2,168)	(2,048)	(2,036)
税前利润	2,583	4,536	5,579	6,544	7,342
所得税	(561)	(778)	(972)	(1,142)	(1,281)
少数股东权益	41	10	13	15	17
净利润	2,064	3,769	4,620	5,417	6,078
核心净利润	1,573	3,651	4,130	4,927	5,588
每股收益(人民币)	1.066	1.946	2.386	2.798	3.139
核心每股收益(人民币)	0.812	1.886	2.133	2.545	2.886
每股股息(人民币)	0.500	0.500	0.716	0.839	0.941
收入增长(%)	13	30	19	13	11
息税前利润增长(%)	41	77	11	12	10
息税折旧前利润增长(%)	28	61	12	9	8
每股收益增长(%)	107	83	23	17	12
核心每股收益增长(%)	124	132	13	19	13

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	10,110	14,444	15,264	20,344	25,670
应收帐款	3,974	3,666	5,799	6,135	6,490
库存	4,863	6,023	7,645	8,418	9,379
其他流动资产	16,820	25,285	28,656	31,965	36,264
流动资产总计	35,767	49,418	57,364	66,863	77,802
固定资产	28,812	28,228	27,702	27,206	26,738
无形资产	1,561	2,079	1,874	1,688	1,501
其他长期资产	15,648	25,378	25,303	25,123	25,246
长期资产总计	46,518	56,207	55,401	54,540	54,008
总资产	82,285	105,625	112,765	121,403	131,811
应付帐款	3,724	4,014	5,057	5,875	6,335
短期债务	27,876	35,097	36,370	38,000	40,000
其他流动负债	15,109	18,138	18,839	21,011	24,524
流动负债总计	46,709	57,249	60,265	64,887	70,859
长期借款	6,936	7,646	7,646	7,646	7,646
其他长期负债	6,076	10,456	10,456	10,456	10,456
股本	8,997	11,985	11,985	11,985	11,985
储备	13,222	15,794	19,930	23,961	28,413
股东权益	22,219	27,779	31,915	35,946	40,398
少数股东权益	346	2,496	2,483	2,468	2,451
总负债及权益	82,285	105,625	112,765	121,403	131,811
每股帐面价值(人民币)	11.47	14.35	16.48	18.56	20.86
每股有形资产(人民币)	10.67	13.27	15.51	17.69	20.08
每股净负债/(现金)(人民币)	12.76	14.61	14.85	13.07	11.35

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	2,583	4,536	5,579	6,544	7,342
折旧与摊销	1,391	1,613	1,832	1,776	1,726
净利息费用	1,836	1,487	1,789	1,808	1,837
运营资本变动	3,167	5,012	1,273	1,630	2,000
税金	561	778	972	1,142	1,281
其他经营现金流	(7,385)	(13,402)	(4,262)	(4,702)	(5,537)
经营活动产生的现金流	2,153	24	7,183	8,199	8,648
购买固定资产净值	(6,139)	(1,070)	(1,070)	(1,070)	(1,070)
投资减少/增加	361	(250)	104	100	17
其他投资现金流	2,110	(2,311)	54	177	(7)
投资活动产生的现金流	(3,668)	(3,631)	(911)	(794)	(1,060)
净增权益	0	0	0	0	(1)
净增债务	1,766	711	0	0	0
支付股息	(968)	(968)	(1,386)	(1,625)	(1,823)
其他融资现金流	832	4,735	(4,065)	(700)	(439)
融资活动产生的现金流	1,630	4,477	(5,451)	(2,325)	(2,262)
现金变动	115	870	820	5,080	5,325
期初现金	8,984	10,110	14,444	15,264	20,344
公司自由现金流	(1,187)	(3,464)	6,456	7,628	7,854
权益自由现金流	(1,584)	(4,383)	4,483	5,597	5,750

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	23.1	28.6	26.9	25.9	25.3
息税前利润率(%)	17.1	23.2	21.7	21.5	21.4
税前利润率(%)	11.3	15.2	15.7	16.3	16.5
净利率(%)	9.0	12.6	13.0	13.5	13.7
流动性					
流动比率(倍)	0.8	0.9	1.0	1.0	1.1
利息覆盖率(倍)	1.8	4.2	3.9	4.2	4.5
净权益负债率(%)	109.5	93.5	83.6	65.9	51.3
速动比率(倍)	0.7	0.8	0.8	0.9	1.0
估值					
市盈率(倍)	16.2	8.9	7.2	6.2	5.5
核心业务市盈率(倍)	21.2	9.1	8.1	6.8	6.0
市净率(倍)	1.5	1.2	1.0	0.9	0.8
价格/现金流(倍)	15.5	1,401.8	4.6	4.1	3.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.0	7.2	6.5	5.6	4.9
周转率					
存货周转天数	n.a.	100.7	105.0	108.5	108.3
应收帐款周转天数	63.3	46.7	48.6	54.3	51.9
应付帐款周转天数	59.3	47.3	46.6	49.7	50.2
回报率					
股息支付率(%)	46.9	25.7	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	9.3	15.1	15.5	16.0	15.9
资产收益率(%)	3.7	6.1	5.8	6.1	6.2
已运用资本收益率(%)	7.4	10.8	10.4	10.9	11.2

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371