

# 晨鸣纸业 (000488)

## 浆纸龙头高盈利，18 年持续成长可期 增持(维持)

2018 年 03 月 29 日

证券分析师 史凡可

021-60199793

执业证书编号 S0600517070002

shifk@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

010-66573557

执业证书编号 S0600517050002

mal@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	29,851.74	34,931.20	39,810.23	45,886.71
同比 (%)	30.32	17.02	13.97	15.26
净利润 (百万元)	3,769.33	4,830.13	5,662.63	6,256.34
同比 (%)	88.60	28.14	17.24	10.48
毛利率 (%)	33.91	35.40	35.53	36.30
ROE (%)	14.27	15.36	16.68	17.05
每股收益 (元)	1.90	2.44	2.86	3.16
P/E	9.14	7.13	6.08	5.51
P/B	1.24	1.14	1.05	0.97

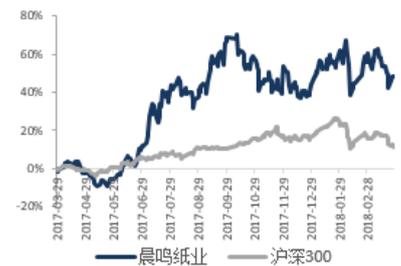
### 投资要点:

■ **公司发布 17 年年度业绩:** 报告期内实现收入 298.52 亿元, 同比增长 30.3%; 归母净利 37.69 亿元, 同比增长 88.6%; 扣非净利 34.26 亿, 同比增长 121.6%; 剔除前期赔偿诉讼方计提的预计负债 3.25 亿非经常性损益, 业绩增长略超预期。其中, Q4 单季实现收入 79.23 亿元, 同比增长 25.1%; 归母净利 10.58 亿元, 同比增长 138.0%。公司 17 年度分红方案具体为普通股及优先股股东每 10 股派发现金红利 6 元, 以资本公积金向普通股股东每 10 股转增 5 股。

■ **量价齐升, 造纸盈利创历史新高:** 报告期内, 公司机制纸业务实现量价齐升, 全年完成机制纸产量 510 万吨 (上年同期 436 万吨); 销量 496 万吨 (上年 452 万吨), 增量主要来源于公司 16 年 10 月投产的 60 万吨液体包装纸项目。基于造纸行业景气持续上行, 公司主要纸种的价格在报告期内均大幅增长, 吨纸价格约为 5298 元/吨 (去年同期为 4322 元/吨); 而作为浆纸系最大龙头, 公司的成本因高比例自给浆而相对稳定, 吨纸成本为 3754 元/吨 (去年同期为 3295 元/吨)。综合来看, 期内公司机制纸业务实现销售毛利率 29.15% (同比+5.38pct), 对应吨毛利达 1544 元 (去年同期为 1027 元), 盈利水平创历史新高。其中, 子公司湛江晨鸣盈利增长喜人, 期内实现营收 93.15 亿元, 实现净利润 16.85 亿元 (同比大幅增长 197.03%), 据我们估算吨纸净利高达近 1000 元左右, 这主要是由于高档文化、白卡景气上行以及 17 年湛江晨鸣 120 万吨白卡满产所致。

■ **造纸结构持续优化, 双胶景气长期向好:** 分产品来看, 公司造纸业务的产品结构持续优化。报告期内, 公司白卡纸收入受到湛江基地满产提振, 全年达 69.06 亿元, 同比大增 145.27%, 毛利率提升 6.49pct 至 30.9%; 双胶纸收入 63.69 亿元, 毛利率上升 1.4pct 至 26.5%; 铜版纸收入 54.90 亿元, 毛利率上升 4.91pct 至 30.7%。从公司目前的核心纸种来看, 我们判断双胶纸景气或长期最优, 由于环保边际趋严持续督促造纸行业小产能出清 (CR4 的产能集中度仅有 30% 左右), 叠加该领域未来两年新增产能投放较为有限, 文化纸的盈利将长期有所支撑。随着公司寿光美伦 51 万吨的高档文化纸、50 万吨新闻纸转产高档文化纸项目陆续投产, 预计将为公司 18 年业绩增长有所贡献, 龙头地位持续巩固。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价 (元)	17.39
一年最低/最高价	10.18/20.10
市净率 (倍)	1.24
流通 A 股市值 (亿元)	192.23

### 基础数据

每股净资产 (元)	14.02
资产负债率 (%)	71.34
总股本 (亿股)	19.81
流通 A 股 (亿股)	11.05

### 相关研究

1. 晨鸣纸业: Q3 业绩符合预期, 浆纸一体优势显现-20171027
2. 晨鸣纸业: 三季度淡季不淡, Q4 业绩弹性可期-20171012
3. 晨鸣纸业: 造纸业绩超预期, 盈利具有持续性-20170817

■ **浆价高位维稳，纸浆龙头大为受益：**目前公司拥有纸浆产能 284 万吨（自给率 73%），上游成本控制能力高。据国际粮农组织数据纸浆供需基本平衡，且叠加全球浆市的两大龙头金鱼和鹦鹉宣告合并后增加其对阔叶浆的定价能力，我们判断纸浆价格 18-19 年或高位维稳。后期随着公司寿光美伦 40 万吨化学浆项目（40 万吨漂白硫酸盐化学木浆）、黄冈晨鸣 30 万吨木浆项目（30 万吨漂白硫酸盐针叶木浆+325 万亩原料林地）陆续投产，公司木浆的自给率将持续提升，在浆价维持高位的情况下为公司带来较大的盈利弹性。

■ **融资租赁业务保持平稳，资产负债率略有下滑：**报告期内，公司融资租赁业务整体实现营收 23.8 亿元，同比增长 1.57%，毛利率 88.12%，较去年同期下降 2.5pct。其中，山东晨鸣融资租赁子公司的总资产为 354 亿，较中报的 337 亿基本维持稳定，实现净利润 8.76 亿（去年同期为 9.19 亿）。期内，公司在各大金融机构中共获得人民币 756 亿的综合授信额度，其中尚未使用的授信额度为人民币 279 亿。资产负债率 71.34%，较 16 年的 72.58% 下降 1.24pct，公司通过发行 30 亿元永续债、12 亿元公司债，同时非公开发行股票能够优化负债结构，降低财务成本，进一步化解业务风险。

■ **财务费用率小幅上扬，经营性现金流减少：**报告期内，公司三费率整体管控良好，合计达到 19.13%，较 16 年减少 0.19pct。其中，公司的销售费用率为 4.37%，较 16 年减少 0.72pct；管理费用率为 6.40%，较 16 年增加 0.11pct；财务费用 24.97 亿元，同比增长 37.28%；财务费用率 8.36%，较 16 年增加 0.42pct。对应公司 17 年销售净利率 12.59%，创历史新高。期间，由于收到部分以票据结算的贷款，叠加融资租赁业务对外投放增加，公司的经营性活动现金流净额 0.24 亿元，较 16 年 21.53 亿元减少 98.90%。报告期末，公司存货达到 60.23 亿元（较 16 年同期增加 23.86%）；应收账款 36.66 亿元（较 16 年同期减少 7.76%）。

■ **盈利预测及投资评级：**预计公司未来三年营收 349.31/398.10/458.87 亿元，同比增长 17.02%/13.97%/15.26%；归母净利润分别为 48.30/56.63/62.56 亿元，同比增长 28.14%/17.24%/10.48%；对应 EPS 为 2.44/2.86/3.16 元，对应 PE 分别为 7.1X、6.1X、5.5X。我们认为晨鸣作为纸浆一体化的龙头纸企，随着新产能投放持续成长可期，维持“增持”评级。

■ **风险提示：**纸价上涨不达预期，浆价上涨不达预期。

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)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>49,417.73</b>	<b>65,463.38</b>	<b>63,690.60</b>	<b>66,092.48</b>	<b>营业收入</b>	<b>29,851.74</b>	<b>34,931.20</b>	<b>39,810.23</b>	<b>45,886.71</b>
货币资金	14,443.49	31,291.61	28,971.96	34,226.82	营业成本	19,729.19	22,565.76	25,664.10	29,230.57
应收款项	7,886.10	9,153.51	8,942.05	8,053.03	营业税金及附加	219.07	256.35	292.16	336.75
存货	6,022.81	4,472.90	7,463.89	3,566.51	销售费用	1,304.47	1,696.03	1,920.98	2,214.19
其他	21,065.34	20,545.36	18,312.70	20,246.11	管理费用	1,909.37	2,092.38	2,384.63	2,748.61
<b>非流动资产</b>	<b>56,207.36</b>	<b>48,430.07</b>	<b>53,630.62</b>	<b>59,376.98</b>	财务费用	2,496.59	3,103.51	3,408.53	4,498.66
长期股权投资	391.87	391.87	391.87	391.87	投资净收益	161.01	161.01	161.01	161.01
固定资产	28,227.51	36,227.21	41,101.65	46,726.72	其他	73.00	11.28	21.40	35.23
无形资产	2,059.22	2,255.00	2,312.40	2,370.44	<b>营业利润</b>	<b>4,418.47</b>	<b>5,178.18</b>	<b>6,173.21</b>	<b>6,890.31</b>
其他	25,528.76	9,556.00	9,824.71	9,887.96	营业外净收支	281.95	645.80	655.70	655.37
<b>资产总计</b>	<b>105,625.10</b>	<b>113,893.45</b>	<b>117,321.22</b>	<b>125,469.46</b>	<b>利润总额</b>	<b>4536.48</b>	<b>5816.70</b>	<b>6821.40</b>	<b>7537.91</b>
<b>流动负债</b>	<b>57,248.64</b>	<b>63,818.20</b>	<b>65,202.42</b>	<b>70,982.12</b>	所得税费用	777.52	996.94	1169.13	1291.94
短期借款	35,096.57	42,098.77	47,742.81	54,760.39	少数股东损益	(10.36)	(10.36)	(10.36)	(10.36)
应付账款	4,013.94	4,212.64	5,336.63	3,624.62	<b>归属母公司净利润</b>	<b>3769.33</b>	<b>4830.13</b>	<b>5662.63</b>	<b>6256.34</b>
其他	18,138.12	17,506.79	12,122.98	12,597.12	EBIT	6,908.72	8,577.03	9,840.52	11,693.34
<b>非流动负债</b>	<b>18,102.28</b>	<b>17,450.44</b>	<b>16,857.26</b>	<b>16,366.17</b>	EBITDA	8,431.89	9,897.56	11,178.16	13,051.93
长期借款	7,646.12	8,429.44	9,293.00	10,245.03					
其他	10,456.16	9,021.00	7,564.26	6,121.14	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>负债总计</b>	<b>75,350.92</b>	<b>81,268.63</b>	<b>82,059.68</b>	<b>87,348.29</b>	每股收益(元)	1.90	2.44	2.86	3.16
少数股东权益	2,495.65	2,495.65	2,495.65	2,495.65	每股净资产(元)	14.02	15.21	16.54	17.98
归属母公司股东权益	27,778.53	30,129.17	32,765.90	35,625.52	发行在外股份(百万股)	1981.41	1981.41	1981.41	1981.41
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>105,625.10</b>	<b>113,893.45</b>	<b>117,321.22</b>	<b>125,469.46</b>	ROIC(%)	7.61	8.38	8.74	9.35
					ROE(%)	14.27	15.36	16.68	17.05
					毛利率(%)	33.91	35.40	35.53	36.30
					EBIT Margin(%)	185.87%	170.16%	163.87%	173.15%
					销售净利率(%)	12.59	13.80	14.20	13.61
					资产负债率(%)	71.34	71.35	69.94	69.62
					收入增长率(%)	30.32	17.02	13.97	15.26
					净利润增长率(%)	88.60	28.14	17.24	10.48
					P/E	9.14	7.13	6.08	5.51
					P/B	1.24	1.14	1.05	0.97
					EV/EBITDA	7.35	7.05	6.82	6.45

数据来源: Wind 资讯, 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>

