

## 晨鸣纸业 (000488)

公司研究/简评报告

# 业绩快速增长，自有浆凸显成本优势

—晨鸣纸业 (000488) 2017 年年报点评

简评报告/轻工制造

2018 年 03 月 28 日

### 一、事件概述

3 月 27 日晚，公司发布 2017 年年报。报告期内，公司实现营业收入 298.52 亿元，同比增长 30.32%；实现归属于上市公司股东的净利润 37.69 亿元，同比增长 88.60%；实现基本每股收益 1.70 元。利润分配方案为向全体股东每 10 股派发现金 6 元（含税）并转增 5 股。

### 二、分析与判断

#### ➤ 业绩快速增长受益于造纸行业持续景气

全年公司营收同比增长 30%，归母净利润同比增长 38%；分季度看，Q4 营收、归母净利润分别同比增长 25%、138%。公司业绩快速增长受益于造纸行业持续景气。根据卓创数据，原材料国内木浆 17 年均价同比上涨 1309 元/吨至 5608 元/吨，但终端纸价提升幅度更大，白卡纸全年均价上涨 1711 元/吨至 6343 元/吨，双胶纸全年均价上涨 1186 元/吨至 6535 元/吨，双铜纸全年均价上涨 1684 元/吨至 6838 元/吨，公司整体受益于纸品涨价。

#### ➤ 纸浆自给率高带来成本端优势

公司林浆纸一体化程度较高，截至 2017 年 9 月底，公司自制浆产能为 332.40 万吨/年，同期自制浆产量为 209.49 万吨，自给率达到 69.16%。在木浆涨幅较大的背景下，较高的木浆自给率带来成本端优势。受益于终端纸价上涨及较强的成本控制能力，2017 年公司毛利率提升 2.83pct 至 33.91%。同时费用也得到有效控制，期间费用率下降 0.19pct 至 19.13%，净利率进一步提升 3.76pct 至 12.59%，盈利水平达到近年最高。

#### ➤ 新项目逐步投产有望增厚公司业绩

矿业方面，海鸣矿业菱镁矿项目一期已于 2018 年 1 月份成功投运。造纸方面，公司寿光本埠 40 万吨化学木浆项目有望在 2018 年投产，黄冈晨鸣林浆纸一体化项目（30 万吨木浆）预计将在 2018 年 6 月完工，达到试生产状态，公司纸浆自给率有望上升，成本端优势得到巩固。此外，寿光美伦 51 万吨高档文化纸项目有望在 2018 年 7 月投产，新产能逐步投放有望增厚公司业绩。

### 三、盈利预测与投资建议

我们认为公司作为造纸龙头有望继续受益于环保趋严所带来的行业供需格局的改善，在建项目未来投产为公司造纸业务发展提供动力，预计公司 2018、2019、2020 年能够实现基本每股收益 2.24、2.57、2.93 元，对应 2018、2019、2020 年 PE 分别为 8X、7X、6X。维持公司“强烈推荐”评级。

### 四、风险提示

1、原材料价格大幅波动；2、终端纸价下跌；3、新项目投产不及预期

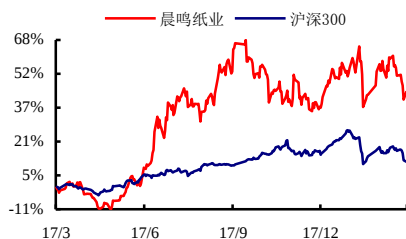
**强烈推荐** 维持评级

当前价格： 17.24 元

交易数据 2018-3-27

|              |             |
|--------------|-------------|
| 近 12 个月最高/最低 | 19.79/11.05 |
| 总股本（百万股）     | 1,936       |
| 流通股本（百万股）    | 1,106       |
| 流通股比例（%）     | 57.09       |
| 总市值（亿元）      | 334         |
| 流通市值（亿元）     | 191         |

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind、民生证券研究院

分析师：陈柏儒

执业证号： S0100512100003

电话： 010-85127729

邮箱： chenbairu@mszq.com

研究助理：聂贻哲

执业证号： S0100117110075

电话： 01085127729

邮箱： nieyizhe@mszq.com

相关研究

- 1.《晨鸣纸业 (000488) 2017 年三季度业绩预告点评：三季度业绩靓丽，盈利能力保持较高水平》20171011
- 2.《晨鸣纸业 (000488) 2016 年年报及对外投资公告点评：盈利能力大幅提升，金融版图不断扩大》20170220

## 盈利预测与财务指标

| 项目/年度            | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)       | 29,852 | 34,037 | 37,425 | 40,387 |
| 增长率 (%)          | 30.3%  | 14.0%  | 10.0%  | 7.9%   |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 3,769  | 4,333  | 4,974  | 5,672  |
| 增长率 (%)          | 82.6%  | 15.0%  | 14.8%  | 14.0%  |
| 每股收益 (元)         | 1.95   | 2.24   | 2.57   | 2.93   |
| PE (现价)          | 9      | 8      | 7      | 6      |
| PB               | 1.9    | 1.5    | 1.2    | 1.0    |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

**公司财务报表数据预测汇总**

| 利润表 (百万元) | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入     | 29,852 | 34,037 | 37,425 | 40,387 |
| 营业成本      | 19,729 | 22,665 | 24,778 | 26,824 |
| 营业税金及附加   | 219    | 238    | 262    | 283    |
| 销售费用      | 1,304  | 1,430  | 1,553  | 1,676  |
| 管理费用      | 1,909  | 2,144  | 2,320  | 2,464  |
| EBIT      | 6,690  | 7,560  | 8,512  | 9,142  |
| 财务费用      | 2,497  | 2,678  | 2,880  | 2,702  |
| 资产减值损失    | 141    | 116    | 82     | 72     |
| 投资收益      | 161    | 100    | 100    | 100    |
| 营业利润      | 4,418  | 4,867  | 5,649  | 6,468  |
| 营业外收支     | 118    | 0      | 0      | 0      |
| 利润总额      | 4,536  | 4,967  | 5,749  | 6,568  |
| 所得税       | 778    | 745    | 862    | 985    |
| 净利润       | 3,759  | 4,222  | 4,887  | 5,583  |
| 归属于母公司净利润 | 3,769  | 4,333  | 4,974  | 5,672  |
| EBITDA    | 8,409  | 9,218  | 10,253 | 10,990 |

| 资产负债表 (百万元) | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金        | 14443  | 28000  | 25000  | 28000  |
| 应收账款及票据     | 7914   | 10182  | 10152  | 11325  |
| 预付款项        | 1962   | 2024   | 2350   | 2535   |
| 存货          | 6023   | 7215   | 7543   | 8035   |
| 其他流动资产      | 18470  | 18470  | 18470  | 18470  |
| 流动资产合计      | 49418  | 68023  | 65616  | 70460  |
| 长期股权投资      | 392    | 392    | 392    | 392    |
| 固定资产        | 28228  | 29388  | 31128  | 31900  |
| 无形资产        | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 非流动资产合计     | 56207  | 57292  | 58621  | 59867  |
| 资产合计        | 105625 | 125316 | 124237 | 130326 |
| 短期借款        | 35097  | 44965  | 38132  | 37548  |
| 应付账款及票据     | 5292   | 7117   | 6762   | 7580   |
| 其他流动负债      | 10883  | 10883  | 10883  | 10883  |
| 流动负债合计      | 57249  | 69218  | 62252  | 62758  |
| 长期借款        | 7646   | 9146   | 10146  | 10146  |
| 其他长期负债      | 10456  | 12456  | 12456  | 12456  |
| 非流动负债合计     | 18102  | 21602  | 22602  | 22602  |
| 负债合计        | 75351  | 90820  | 84854  | 85361  |
| 股本          | 1936   | 1936   | 1936   | 1936   |
| 少数股东权益      | 2496   | 2384   | 2296   | 2208   |
| 股东权益合计      | 20226  | 24448  | 29334  | 34917  |
| 负债和股东权益合计   | 105625 | 125316 | 124237 | 130326 |

| 主要财务指标          | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |
| 营业收入增长率         | 30.3% | 14.0% | 10.0% | 7.9%  |
| EBIT 增长率        | 57.0% | 13.0% | 12.6% | 7.4%  |
| 净利润增长率          | 82.6% | 15.0% | 14.8% | 14.0% |
| <b>盈利能力</b>     |       |       |       |       |
| 毛利率             | 33.9% | 33.4% | 33.8% | 33.6% |
| 净利率             | 12.6% | 12.7% | 13.3% | 14.0% |
| 总资产收益率 ROA      | 3.6%  | 3.5%  | 4.0%  | 4.4%  |
| 净资产收益率 ROE      | 21.3% | 19.6% | 18.4% | 17.3% |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |
| 流动比率            | 0.9   | 1.0   | 1.1   | 1.1   |
| 速动比率            | 0.8   | 0.9   | 0.9   | 1.0   |
| 现金比率            | 0.3   | 0.4   | 0.4   | 0.4   |
| 资产负债率           | 0.7   | 0.7   | 0.7   | 0.7   |
| <b>经营效率</b>     |       |       |       |       |
| 应收账款周转天数        | 46.9  | 59.0  | 56.4  | 54.1  |
| 存货周转天数          | 100.7 | 116.2 | 111.1 | 109.3 |
| 总资产周转率          | 0.3   | 0.3   | 0.3   | 0.3   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益            | 1.9   | 2.2   | 2.6   | 2.9   |
| 每股净资产           | 9.2   | 11.4  | 14.0  | 16.9  |
| 每股经营现金流         | 0.0   | 2.8   | 4.5   | 4.8   |
| 每股股利            | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| <b>估值分析</b>     |       |       |       |       |
| PE              | 8.9   | 7.7   | 6.7   | 5.9   |
| PB              | 1.9   | 1.5   | 1.2   | 1.0   |
| EV/EBITDA       | 8.0   | 7.3   | 6.3   | 5.5   |
| 股息收益率           | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |

| 现金流量表 (百万元) | 2017    | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 净利润         | 3,759   | 4,222   | 4,887   | 5,583   |
| 折旧和摊销       | 1,861   | 1,773   | 1,823   | 1,920   |
| 营运资金变动      | (7,679) | (2,964) | (727)   | (756)   |
| 经营活动现金流     | 24      | 5,509   | 8,663   | 9,249   |
| 资本开支        | 2,251   | 2,743   | 3,050   | 3,064   |
| 投资          | (2,396) | 0       | 0       | 0       |
| 投资活动现金流     | (3,631) | (2,643) | (2,950) | (2,964) |
| 股权募资        | 40      | 0       | 0       | 0       |
| 债务募资        | 8,001   | 3,500   | 1,000   | 0       |
| 筹资活动现金流     | 4,477   | 10,690  | (8,713) | (3,285) |
| 现金净流量       | 870     | 13,557  | (3,000) | 3,000   |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 分析师与研究助理简介

陈柏儒，北京交通大学技术经济学硕士，2012年加盟民生证券研究院，从事轻工行业及上市公司研究。

聂贻哲，浙江大学工学硕士，2017年加入民生证券研究院，从事轻工行业及上市公司研究。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

| 公司评级标准                                       | 投资评级 | 说明                        |
|----------------------------------------------|------|---------------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。 | 强烈推荐 | 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上       |
|                                              | 谨慎推荐 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间 |
|                                              | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间 |
|                                              | 回避   | 相对沪深 300 指数下跌 10%以上       |
| 行业评级标准                                       |      |                           |
| 以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。 | 推荐   | 相对沪深 300 指数涨幅 5%以上        |
|                                              | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间   |
|                                              | 回避   | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上        |

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101；200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层；525000

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。