晨鸣纸业（000488）

财务费用拖累业绩，看好新增产能释放

增持（维持）

2018 年 08 月 30 日

证券分析师 史凡可
执业证号：S0600517070002
021-60199793
shifk@dwzq.com.cn
证券分析师 马莉
执业证号：S0600517050002
010-66573632
mal@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	29,852	33,728	37,585	41,289
同比（%）	30.3%	13.0%	11.4%	9.9%
归母净利润（百万元）	3,769	4,019	4,543	5,146
同比（%）	82.6%	6.6%	13.0%	13.3%
每股收益（元/股）	1.90	1.45	1.64	1.86
P/E（倍）	3.57	4.69	4.15	3.67

投资要点

- **公司发布 18 年半年报：**期内实现营业收入 155.51 亿（+13.11%），归母净利润 17.85 亿（+2.24%），扣非净利润 15.38 亿（-5.26%）；其中 Q2 单季实现营业收入 83.10 亿（+11.16%），归母净利润 10.02 亿（-3.92%），扣非净利润 8.05 亿（-20.15%）；略低于预期。我们测算公司造纸业务单吨净利（剔除融资租赁利润）约为 579 元，较去年同期单吨净利 614 元下降 5.7%，主要系融资成本同比上升、白卡业务毛利率下滑所致。

- **文化纸表现符合预期，白卡短期承压。**报告期内，公司机制纸业务实现产量 240.51 万吨（同比减少 15.49 万吨），销量 227.38 万吨（同比减少 16.62 万吨），实现营收 131.6 亿元（+9.27%，收入占比达 84.62%），毛利率为 28.53%（+0.19pct）。其中，受益于上半年双胶、铜板纸价上行（据卓创数据，18 年上半年双胶/铜板纸均价分别 7350/7343 元，较去年同期+17.7%/10.5%），公司的双胶/铜版分别实现营收 33.25/25.75 亿（+23.48%/-0.53%），对应毛利率达 30.68%/30.65%（+4.12 /+1.7 pct）。湛江基地满产提振白卡纸收入同增 18.94%至 34.87 亿元，占比达 21.38%，但由于 18Q2 需求淡季白卡爆发价格战导致纸价 Q2 跌幅较大（据卓创数据，18 年 Q2 均价 6033 元，较去年同期下跌 6.71%），叠加原料木浆成本有所上升影响，公司白卡业务毛利率受损较为严重（同比下降 13.68pct 至 18.5%）。期内公司静电纸业务营收 12.10 亿(+13.78%)，毛利率为 42.02%。从子公司表现来看，湛江晨鸣实现收入 49.16 亿元（+14.65%），净利润 8.35 亿元（+6.84%），增长基本符合预期。

- **新增产能奠基增长，木浆自给率持续提升。**从原纸环节的新增产能投放预期来看，文化纸后续新增产能有限，我们判断双胶/铜板纸价或持续高位维稳。公司寿光美伦 51 万吨高档文化纸项目（期末进度 37.17%）、新闻纸改文化纸项目（预计产能 50 万吨，期末进度 99%）将在下半年陆续投产，预计贡献公司下半年业绩增量。根据债券评级报告，2017 年末公司拥有木浆产能 332.4 万吨，木浆自给率达 68%，凸显成本优势。随着黄冈晨鸣 30 万吨木浆项目（期末进度 92%）、寿光美伦 40 万吨化学浆项目（期末进度 37.17%）下半年投产，公司木浆自给率将进一步提升，在浆价维持高位的情况下为公司持续贡献成本红利。

- **融资租赁业务利润高增，后续或加快回收。**报告期内，公司融资租赁业务整体实现营收 12.72 亿元，同比增长 12.73%，毛利率 88.52%（+6.51pct）。其中，山东晨鸣融资租赁子公司的总资产为 347 亿，较期初 354 亿基本维持稳定，实现净利润 4.68 亿（同增 88.62%）。报告期末公司账上长期应收款 95.62 亿元，较一季报期末减少 15.57 亿元，且公司于 7 月 12 日公告拟转让不超过 20 亿元融资租赁业务债权，融资租赁业务资金回收加快，将有效降低公司财务风险。

股价走势

市场数据

收盘价(元)	6.80
一年最低/最高价	6.75/12.76
市净率(倍)	0.71
流通 A 股市值(百万元)	11268.03

基础数据

每股净资产(元)	9.64
资产负债率(%)	72.95
总股本(百万股)	2773.51
流通 A 股(百万股)	1657.06

相关研究

1、《【东吴轻工】晨鸣纸业：浆纸龙头高盈利，18 年持续成长可期》2018-03-30
2、《Q3 业绩符合预期，浆纸一体优势显现》2017-10-26
3、《三季度淡季不淡，Q4 业绩弹性可期》2017-10-11

请务必阅读正文之后的免责声明部分

- **毛利率小幅上涨，融资成本上升致净利率受损。**报告期内受纸价上涨影响，公司毛利率上升 0.73pct 至 34.03%。上半年公司三费率 19.79%，较同期增长 1.22pct。其中，销售费用率 3.89%（-0.77pct），主要系业务招待费、运输费同比下降；管理费用率 6.26%，较同期小幅增长 0.03pct；期内公司融资成本同比上升幅度较大，致使财务费用率增长 1.96pct 至 9.64%。综合来看，公司 18H1 归母净利率 11.48%，较同期下降 1.22pct。
- **应收周转有所改善，融资租赁净回收现金流向好。**截至期末，公司存货 64.29 亿，较期初增长 6.75%，周转天数同增 2.07 天至 109.23 天；应收账款 37.72 亿，较期初小幅增长 2.89%，周转天数同减 7.63 天至 43.04 天，营运能力持续改善；期末公司应付账款 37.81 亿，较期初减少 5.8%。18H1 公司经营性现金流净额 47.45 亿，较同期增长 215.37%，现金流向好，主要系融资租赁业务净回收所致。
- **龙头本色不改，盈利有望修复。**受益于纸、浆一体化，公司吨纸盈利水平远超行业平均水平，下半年木浆产能投放亦将持续巩固成本红利。原纸方面，我们预计随着文化纸价高位维稳、白卡纸价触底回升，公司下半年盈利情况或有所改善。同时，由于文化纸供需基本维持紧平衡，公司下半年新增文化纸产能有望顺利消化，持续贡献业绩增量。
- **盈利预测与投资评级：**预计 18-20 年公司营收 337.28 /375.85 /412.89 亿(+13.0% /11.4% /9.9%),归母净利 40.19 /45.43 /51.46 亿（+6.6%/ 13.0% /13.3%），当前股价对应 PE 4.69X /4.15X /3.67X，维持“增持”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动，纸价涨幅不达预期

表 1：晨鸣纸业季度财务数据一览

单位：百万元	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业总收入	4,951.93	5,654.43	5,965.70	6,335.06	6,274.27	7,474.96	8,179.97	7,922.54	7,241.81	8,309.52
YOY	11.11%	7.46%	15.25%	18.49%	26.70%	32.20%	37.12%	25.06%	15.42%	11.16%
归母净利润	402.13	537.03	615.00	509.82	702.52	1,043.00	966.00	1,057.81	782.50	1,002.13
YOY	318.29%	197.94%	115.84%	10.86%	74.70%	94.21%	57.07%	107.49%	11.39%	-3.92%
扣非后归母净利润	292.90	448.91	522.73	347.00	615.48	1,007.82	927.54	874.94	733.12	804.78
YOY	516.23%	253.67%	149.87%	3.20%	110.13%	124.50%	77.44%	152.15%	19.11%	-20.15%
毛利率	30.78%	32.15%	30.52%	30.88%	31.92%	34.45%	33.21%	35.70%	35.21%	33.00%
期间费用率	21.71%	20.53%	18.55%	17.11%	18.98%	18.23%	18.53%	20.72%	21.19%	18.56%
其中：销售费用率	5.15%	5.64%	4.86%	4.78%	4.85%	4.51%	4.20%	4.03%	3.74%	4.03%
管理费用率	6.61%	6.48%	6.57%	5.61%	6.59%	5.92%	6.15%	6.94%	6.84%	5.75%
财务费用率	9.95%	8.41%	7.12%	6.71%	7.54%	7.79%	8.17%	9.75%	10.61%	8.79%
归母净利率	8.12%	9.50%	10.31%	8.05%	11.20%	13.95%	11.81%	13.35%	10.81%	12.06%
ROE	2.21%	2.76%	2.98%	2.31%	3.12%	4.57%	3.91%	3.89%	2.77%	3.55%
YOY（±）	1.52%	1.47%	1.11%	-0.45%	0.91%	1.81%	0.94%	1.58%	-0.35%	-1.02%
资产负债率	76.27%	77.27%	73.95%	72.58%	73.43%	74.78%	72.67%	71.34%	71.92%	72.95%
YOY（±）	0.46%	-0.22%	-2.54%	-5.29%	-2.84%	-2.49%	-1.28%	-1.24%	-1.51%	-1.83%
存货周转天数	143.33	129.32	123.19	114.85	108.26	107.16	94.74	99.31	121.38	109.23
较上年同期增减	0.77	-1.00	-7.64	-14.76	-35.07	-22.16	-28.44	-15.54	13.11	2.07
应收账款天数	69.75	67.05	61.76	62.28	55.71	50.68	48.78	46.07	46.83	43.04
较上年同期增减	0.70	-1.85	-4.29	-3.89	-14.04	-16.37	-12.98	-16.21	-8.88	-7.63
经营性现金流净额	-3936.89	1239.38	-422.58	5273.14	-1799.93	-2313.01	2499.80	1636.91	1267.68	3477.36
较上年同期增减	-3412.00	2937.24	5979.13	6370.04	2136.96	-3552.39	2922.38	-3636.24	3067.61	5790.36
筹资性现金流净额	4315.07	909.95	-527.00	-3068.45	2013.13	3012.27	-166.36	-381.90	-134.54	-3443.09
较上年同期增减	2884.97	-812.39	-6821.86	-7684.82	-2301.94	2102.31	360.65	2686.55	-2147.66	-6455.35
资本开支	574.40	415.83	278.70	1,208.63	384.62	362.34	1,112.51	393.49	591.97	1,017.08
较上年同期增减	-288.32	331.52	-4.10	-1277.96	-189.77	-53.49	833.81	-815.14	207.35	654.73

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 2：晨鸣纸业半年度收入拆分及吨净利情况一览

（百万元）	2015H1	2015H2	2016H1	2016H2	2017H1	2017H2	2018H1
营业总收入	9718.70	10523.21	10606.36	12300.76	13749.24	16102.51	15551.33
YOY	7.01%	5.03%	9.13%	16.89%	29.63%	30.91%	13.11%
白卡纸	874.20	1040.96	1060.23	1755.47	2931.62	3974.46	3487.00
YOY	-7.03%	-0.99%	21.28%	68.64%	176.51%	126.40%	18.94%
占比	9.00%	9.89%	10.00%	14.27%	21.32%	24.68%	22.42%
毛利率	22.21%	24.72%	23.20%	25.21%	32.18%	30.02%	18.50%
双胶纸	2180.96	2279.48	2354.83	2611.33	2692.69	3676.21	3324.86
YOY	51.34%	49.32%	7.97%	14.56%	14.35%	40.78%	23.48%
占比	22.44%	21.66%	22.20%	21.23%	19.58%	22.83%	21.38%
毛利率	23.99%	25.33%	22.97%	27.03%	26.56%	26.46%	30.68%
铜版纸	2096.63	2269.26	2070.30	2357.86	2588.29	2901.57	2574.54
YOY	-4.06%	1.16%	-1.26%	3.90%	25.02%	23.06%	-0.53%
占比	21.57%	21.56%	19.52%	19.17%	18.82%	18.02%	16.56%
毛利率	23.71%	26.90%	25.19%	26.24%	28.95%	32.19%	30.65%
静电纸	730.62	850.28	925.98	1181.51	1063.22	1308.22	1209.74
YOY	-13.07%	-5.70%	26.74%	38.96%	14.82%	10.72%	13.78%
占比	7.52%	8.08%	8.73%	9.61%	7.73%	8.12%	7.78%
毛利率	31.49%	36.13%	30.58%	-23.96%	0.00%	66.33%	42.02%
融资租赁	293.15	791.71	1202.01	1137.91	1128.08	1219.10	1271.71
YOY	-	-	310.03%	43.73%	-6.15%	7.13%	12.73%
占比	3.02%	7.52%	11.33%	9.25%	8.20%	7.57%	8.18%
毛利率	96.42%	85.19%	87.74%	93.67%	82.01%	93.48%	88.52%
净利润	-	-	-	-	247.91	627.89	467.62
归母净利润	276.39	744.84	939.16	1124.82	1745.51	2023.81	1784.63
YOY	13.99%	183.48%	239.80%	51.02%	85.86%	79.92%	2.24%
净利润(剔除融资租赁)	-	-	-	-	1497.61	1395.92	1317.01
销量/万吨	-	-	209	243	244	252	227
吨净利/元(剔除融资租赁)	-	-	-	-	614	554	579

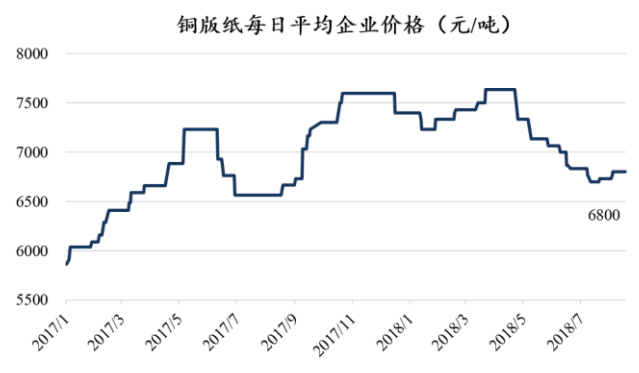
数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 3：晨鸣纸业子公司收入利润情况一览

		16H1	16H2	16	17H1	17H2	17	18H1
山东晨鸣融资租赁	营业收入/亿元	-	-	25.59	11.65	16.03	27.68	13.73
	yoy	-	-	-	-	-	8.19%	17.82%
	净利润/亿元	-	-	9.19	2.48	6.28	8.76	4.68
	yoy	-	-	-	-	-	-4.65%	88.63%
	净利率	-	-	35.90%	21.27%	39.17%	31.64%	34.06%
湛江晨鸣	营业收入/亿元	23.51	26.11	49.63	42.88	50.27	93.15	49.16
	yoy	-	-	13.42%	82.37%	92.50%	87.70%	14.65%
	净利润/亿元	2.09	3.58	5.67	7.82	9.03	16.85	8.35
	yoy	-	-	40.00%	273.63%	152.24%	197.03%	6.84%
	净利率	8.90%	13.71%	11.43%	18.24%	17.96%	18.09%	16.99%
寿光美伦	营业收入/亿元	25.33	26.61	51.95	23.48	25.92	49.41	24.20
	yoy	-	-	-7.53%	-7.31%	-2.59%	-4.89%	3.05%
	净利润/亿元	3.38	0.15	3.53	1.16	0.86	2.02	0.53
	yoy	-	-	-23.84%	-65.58%	461.45%	-42.79%	-54.74%
	净利率	13.34%	0.57%	6.80%	4.95%	3.31%	4.09%	2.18%
江西晨鸣	营业收入/亿元	-	-	-	-	-	33.24	16.12
	yoy	-	-	-	-	-	-	-
	净利润/亿元	-	-	-	-	-	2.93	0.60
	yoy	-	-	-	-	-	-	-
	净利率	-	-	-	-	-	8.83%	3.69%

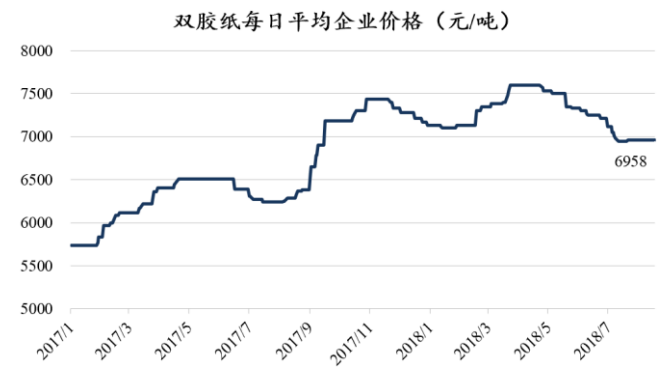
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 1：铜版纸市场价格走势



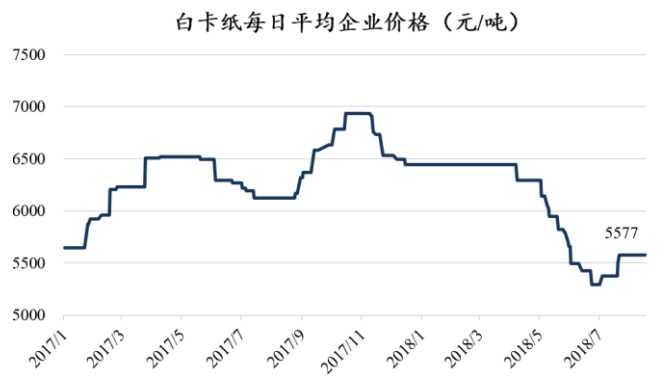
数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 2：双胶纸市场价格走势



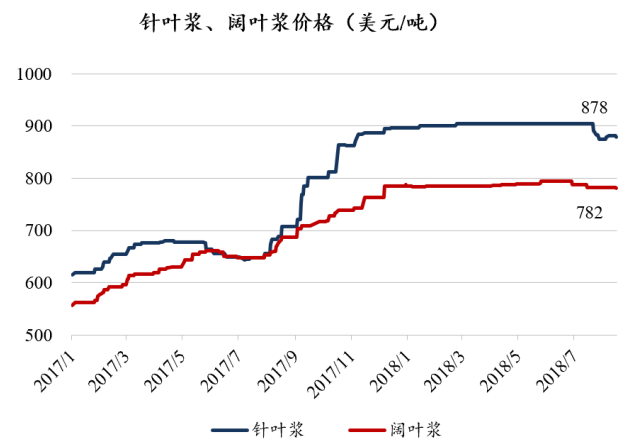
数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 3：白卡纸市场价格走势



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 4：纸浆价格走势



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

晨鸣纸业三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	**49418**	**49425**	**54714**	**60574**
现金	14443	11543	13439	15650
应收账款	3666	3747	3822	3942
存货	6023	6911	7445	8220
其他流动资产	25286	27224	30008	32762
非流动资产	**56207**	**61098**	**64991**	**69914**
长期股权投资	392	392	392	392
固定资产	28228	32412	35678	40944
在建工程	7669	8669	9169	8669
无形资产	2059	2255	2412	2569
其他非流动资产	17860	17370	17340	17340
资产总计	**105625**	**110523**	**119705**	**130488**
流动负债	**57249**	**58712**	**63815**	**69974**
短期借款	35097	40474	45102	49547
应付账款	4014	4518	4903	5378
其他流动负债	18138	13720	13810	15050
非流动负债	**18102**	**18323**	**18603**	**18985**
长期借款	7646	8429	9293	10245
其他非流动负债	10456	9894	9310	8740
负债合计	**75351**	**77036**	**82419**	**88960**
少数股东权益	2496	2761	3074	3423
归属母公司股东权益	27779	30727	34213	38105
负债和股东权益	**105625**	**110523**	**119705**	**130488**

现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	24	5303	6171	6847
投资活动现金流	-3631	-4666	-5731	-6471
筹资活动现金流	4477	-3538	1456	1836
现金净增加额	825	-2900	1896	2211
折旧和摊销	1704	1386	1399	1412
资本开支	2253	4200	5200	6200
营运资本变动	3111	-1457	186	-299

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	**29852**	**33728**	**37585**	**41289**
减:营业成本	19729	22634	25122	27414
营业税金及附加	219	248	276	303
营业费用	1304	1570	1701	1827
管理费用	1909	2054	2327	2597
财务费用	2497	2661	2951	3230
资产减值损失	141	205	253	200
加:投资净收益	161	132	135	138
其他收益	136	0	0	0
营业利润	**4418**	**4488**	**5090**	**5856**
加:营业外净收支	118	355	385	347
利润总额	**4536**	**4838**	**5470**	**6198**
减:所得税费用	778	829	938	1062
少数股东损益	-10	-10	-10	-10
归属母公司净利润	**3769**	**4019**	**4543**	**5146**
EBIT	6909	7471	8435	9451
EBITDA	8432	8787	9765	10793

重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
每股收益(元)	1.90	1.45	1.64	1.86
每股净资产(元)	14.02	11.08	12.34	13.74
发行在外股份(百万股)	1981	2774	2774	2774
ROIC(%)	7.6%	7.4%	7.5%	7.7%
ROE(%)	14.3%	12.6%	12.8%	13.1%
毛利率(%)	33.9%	32.9%	33.2%	33.6%
销售净利率(%)	12.6%	11.9%	12.1%	12.4%
资产负债率(%)	71.3%	69.7%	68.9%	68.2%
收入增长率(%)	30.3%	13.0%	11.4%	9.9%
净利润增长率(%)	82.6%	6.6%	13.0%	13.3%
P/E	3.57	4.69	4.15	3.67
P/B	0.49	0.61	0.55	0.49
EV/EBITDA	3.32	4.01	4.56	4.29

数据来源：贝格数据，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