东兴证券 DONGXING SECURITIES

晨鸣纸业（000488）：浆纸一体化龙头受益浆价上行，资本结构优化主业发展动能增强

2021 年 03 月 26 日

推荐/维持

晨鸣纸业 | 公司报告

事件：

公司公布 2020 年业绩：全年实现收入 307.37 亿元，同比+1.12%；归母净利润 17.12 亿元，同比+3.35%。第四季度，公司实现收入 86.63 亿元，同比+3.37%；归母净利润 6.35 亿元，同比+7.93%。

我们认为 Q4 收入增长主要由需求回暖与白卡纸价格上涨所带动。Q4 毛利率偏低推测系由于运输费计入营业成本（此前计入销售费用），综合考虑毛利率与销售费用率的差额，同比基本持平，环比 Q3 显著提升；同时受益有息负债减少，财务费用率同比下降，Q4 营业利润同比增长达 56.71%。Q4 归母净利润增速低于营业利润增速主要由于营业外收入减少。

看好 2021 年纸价同比提升，浆纸一体化龙头将充分受益。受浆价大幅上涨所推动，近期公司主要纸种价格均大幅走高。2021 年以来，山东晨鸣胶版纸、铜版纸出厂价及白卡纸市场价同比+3.40%/+9.41%/+44.48%。考虑到供需格局，我们认为浆纸价格中枢有望保持相对较高水平，同比去年显著提升。尤其是占公司收入超过 25%的白卡纸，需求端受益经济复苏、替代需求与消费升级，产能利用率将获支撑（2019 年公司白卡纸产能利用率 79%，2021 年 3 月公司称处于满产状态）；供给端产能集中度高、竞争格局优化，预计价格将持续高位运行。公司浆纸一体化程度行业领先（2019 年原料自给率 71.58%），有利于控制原材料成本，充分受益纸价上涨，收入增速与毛利率同步提升下业绩弹性高。

融资租赁规模持续压降，负债状况有望不断改善。公司从 2018 年起持续压缩融资租赁业务规模，专注主业发展。2021 年公司融资租赁业务净回收 36 亿元，全年实现经营性净现金流 112.60 亿元。公司利用回款降低有息负债规模，全年借款及应付债券共减少 53.57 亿元。公司财务费用率降至 8.34%，同比-1.25 个百分点；资产负债率降至 71.83，同比-1.66 个百分点。我们认为在行业高景气度的有利条件下，公司 2021 年将进一步压降融资租赁规模，降低负债率，DCF 估值分母端持续改善。

龙头优势不变，资本结构优化后将增强主业发展动能。公司是文化纸与白卡纸行业龙头，产能规模领先，以浆纸一体化和规模化建立成本优势。公司受益行业景气周期，剥离融资租赁业务、改善负债规模及结构后，可集中资源推动主业发展。目前黄冈晨鸣二期项目已开工建设，公司公告项目总投资 128 亿元，拟建造纸产能 150 万吨/年（包含文化纸、白卡纸等品种），以及机械浆 52 万吨/年。预计项目投产后公司龙头地位将进一步巩固。

盈利预测与投资评级：预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 37.88、39.61、43.45 亿元人民币，EPS 为 1.27、1.33、1.46 元，目前股价对应 PE 分别为 7.57、7.24、6.60 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：下游需求波动；浆纸价格超预期回落；项目投产进度不及预期。

公司简介：

公司是中国造纸龙头企业，目前在山东、广东、湖北、江西、吉林等地均建有生产基地。公司坚定不移地实施林、浆、纸一体化战略，引进国际一流制浆造纸技术，拥有数条国际尖端水平制浆造纸生产线，产品逐步形成了以高档胶版纸、铜版纸、白卡纸等为主导的高中档并举的系列产品结构。

资料来源：Wind，东兴证券研究所

未来 3-6 个月重大事项提示：

2021-06-18 年度股东大会

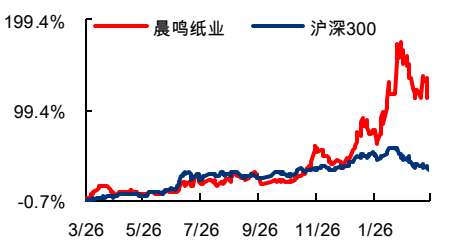
发债及交叉持股介绍：

17 晨债 01 等 2 支公司债，17 鲁晨鸣 MTN001 等 4 只支中期票据

交易数据

52 周股价区间（元）	12.12-4.43
总市值（亿元）	286.78
流通市值（亿元）	159.45
总股本/流通 A 股（万股）	298,421/165,924
流通 B 股/H 股（万股）	70,639/52,831
52 周日均换手率	3.29

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：刘田田

010-66554038 liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480521010001

研究助理：常子杰

010-66554040 changzj@dxzq.net.cn

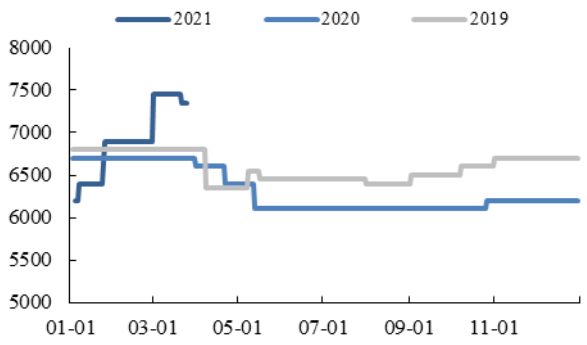
执业证书编号: S1480119070055

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	30,395.43	30,736.52	36,432.62	38,051.76	43,996.15
增长率（%）	5.26%	1.12%	18.53%	4.44%	15.62%
归母净利润（百万元）	1,656.57	1,712.03	3,787.54	3,961.17	4,344.87
增长率（%）	-31.64%	8.72%	121.23%	4.58%	9.69%
净资产收益率（%）	6.58%	7.05%	15.01%	13.88%	13.53%
每股收益(元)	0.33	0.36	1.27	1.33	1.46
PE	29.12	26.69	7.57	7.24	6.60
PB	1.11	1.18	1.14	1.01	0.89

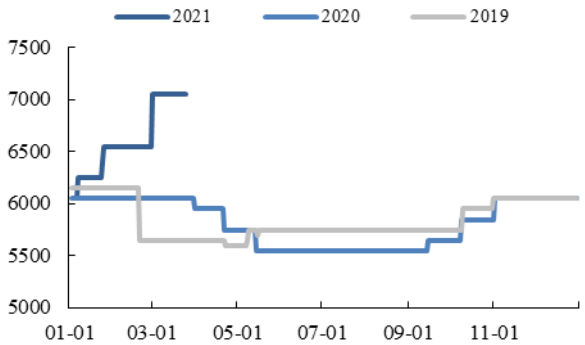
资料来源：公司财报、东兴证券研究所

图1：2019-2021 年山东晨鸣胶版纸出厂价走势



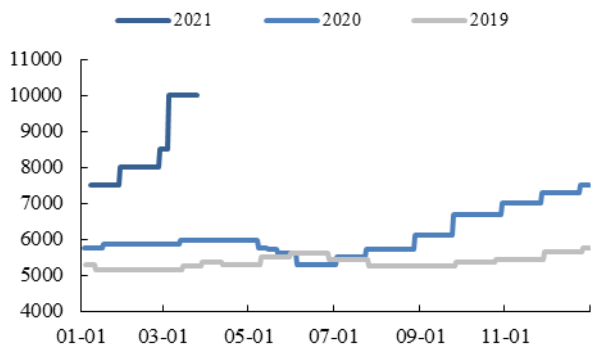
资料来源：同花顺 iFinD，东兴证券研究所

图2：2019-2021 年山东晨鸣铜版纸出厂价走势



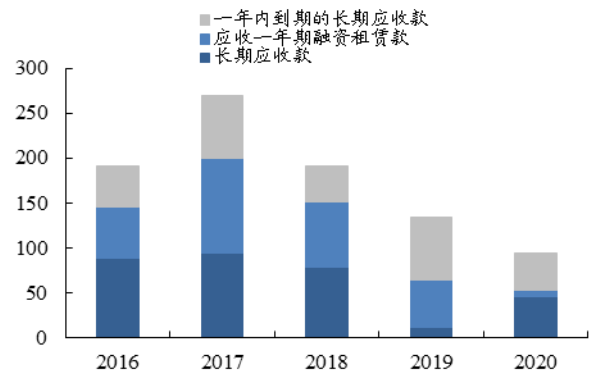
资料来源：同花顺 iFinD，东兴证券研究所

图3：2019-2021 年山东晨鸣白卡纸市场价走势



资料来源：同花顺 iFinD，东兴证券研究所

图4：融资租赁规模压降情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表					单位:百万元
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	44952	35882	35564	36019	40001
货币资金	19307	17760	18216	19026	21998
应收账款	2525	1985	2196	2189	2411
其他应收款	2204	2417	2865	2993	3460
预付款项	604	964	964	964	964
存货	4774	5135	5594	5805	6753
其他流动资产	8109	2717	2200	2000	1800
非流动资产合计	53006	55693	54854	56171	57177
长期股权投资	3606	3906	3906	3906	3906
固定资产	34440	37652	35587	35450	41000
无形资产	1781	1775	1730	1687	1645
其他非流动资产	473	411	352	352	352
资产总计	97959	91575	90419	92190	97178
流动负债合计	52699	51046	49807	49405	51674
短期借款	36883	32794	32003	32049	33071
应付账款	4351	4042	4446	4674	5598
预收款项	968	1051	1124	1200	1288
一年内到期的非流动负债	5663	7161	6200	5200	4700
非流动负债合计	18920	14729	13419	11854	10504
长期借款	9140	8077	7577	7077	6577
应付债券	1258	1537	1537	1447	1097
负债合计	71619	65775	63226	61259	62178
少数股东权益	1170	1523	1953	2402	2895
实收资本（或股本）	2905	2984	2984	2984	2984
资本公积	5087	5322	5322	5322	5322
未分配利润	9306	10000	12840	15811	19070
归属母公司股东权益合计	25170	24277	25240	28529	32105
负债和所有者权益	97959	91575	90419	92190	97178

现金流量表					单位:百万元
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	12233	11260	9314	9833	10374
净利润	1753	1906	4217	4410	4838
折旧摊销	1913.67	2320.49	2312.53	2383.24	2693.98
财务费用	2916	2562	2792	2715	2689
应收帐款减少	879	540	-211	7	-221
预收帐款增加	549	83	73	76	88
投资活动现金流	-2026	-181	318	-2799	-2799
公允价值变动收益	27	6	0	0	0
长期投资减少	0	0	3882	1000	1000
投资收益	174	173	173	173	173
筹资活动现金流	-9487	-9594	-9175	-6224	-4603
应付债券增加	-839	279	0	-90	-350
长期借款增加	1341	-1063	-500	-500	-500
普通股增加	0	80	0	0	0
资本公积增加	-5	235	0	0	0
现金净增加额	720	1485	457	810	2972

利润表					单位:百万元
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	30395	30737	36433	38052	43996
营业成本	21774	23646	26175	27518	32432
营业税金及附加	276	251	297	310	359
营业费用	1297	298	354	369	427
管理费用	1135	1025	1215	1269	1468
财务费用	2916	2562	2792	2715	2689
研发费用	992	1274	1530	1598	1848
资产减值损失	-1154.	-665.29	115.00	90.00	90.00
公允价值变动收益	26.69	6.26	0.00	0.00	0.00
投资净收益	174.00	173.36	173.36	173.36	173.36
加：其他收益	561.56	363.88	363.88	363.88	363.88
营业利润	1584	1585	4491	4719	5221
营业外收入	493.39	600.47	500.00	500.00	500.00
营业外支出	28.58	12.92	30.00	30.00	30.00
利润总额	2048	2172	4961	5189	5691
所得税	295	266	744	778	854
净利润	1753	1906	4217	4410	4838
少数股东损益	97	194	430	449	493
归属母公司净利润	1657	1712	3788	3961	4345

主要财务比率					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	5.26%	1.12%	18.53%	4.44%	15.62%
营业利润增长	-45.51	0.07%	183.41%	5.06%	10.65%
归属于母公司净利润增长	-34.00	3.35%	121.23%	4.58%	9.69%
获利能力					
毛利率(%)	28.36%	23.07%	28.16%	27.68%	26.28%
净利率(%)	5.77%	6.20%	11.58%	11.59%	11.00%
总资产净利润（%）	1.69%	1.87%	4.19%	4.30%	4.47%
ROE(%)	6.58%	7.05%	15.01%	13.88%	13.53%
偿债能力					
资产负债率(%)	73%	72%	70%	66%	64%
流动比率	0.85	0.70	0.71	0.73	0.77
速动比率	0.76	0.60	0.60	0.61	0.64
营运能力					
总资产周转率	0.30	0.32	0.40	0.42	0.46
应收账款周转率	10	14	17	17	19
应付账款周转率	7.15	7.32	8.58	8.34	8.57
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.33	0.36	1.27	1.33	1.46
每股净现金流(最新摊薄)	0.25	0.50	0.15	0.27	1.00
每股净资产(最新摊薄)	8.67	8.14	8.46	9.56	10.76
估值比率					
P/E	29.12	26.69	7.57	7.24	6.60
P/B	1.11	1.18	1.14	1.01	0.89
EV/EBITDA	9.61	9.36	4.79	5.65	4.92

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司深度报告	晨鸣纸业（000488）：浆纸一体化实力彰显，回归主业造纸龙头再度起航	2020-04-03

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士， 2019 年 1 月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2 年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

研究助理简介

常子杰

中央财经大学金融学硕士，2019 年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526