

轻工制造

2019年07月04日

晨鸣纸业 (000488)

——19Q2 业绩环比明显改善，新项目投产贡献业绩增量

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

投资要点：

市场数据：2019年07月03日

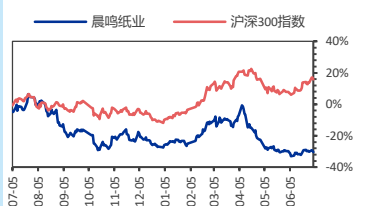
收盘价 (元)	5.35
一年内最高/最低 (元)	12.9/5.13
市净率	0.6
息率 (分红/股价)	-
流通 A 股市值 (百万元)	8870
上证指数/深证成指	3015.26/9419.84

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2019年03月31日

每股净资产 (元)	8.66
资产负债率%	75.51
总股本/流通 A 股 (百万)	2905/1658
流通 B 股/H 股 (百万)	706/528

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《晨鸣纸业 (000488) 点评：一季报预告点评：19Q1 业绩承压，新产能投产，浆纸一体化龙头再起航》 2019/04/16

《晨鸣纸业 (000488) 点评：签订框架协议剥离融资租赁业务，造纸龙头再起航》 2019/01/18

证券分析师

周海晨 A0230511040036
zhouhc@swsresearch.com
屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com

研究支持

柴程森 A0230118070016
chaics@swsresearch.com

联系人

丁智艳
(8621)23297818×7580
dingzy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- **公司公告 2019 年中报预告，盈利能力环比明显改善。**公司公告预计 2019 年 1-6 月实现归母净利 5-5.5 亿元，同比下滑 72%-69%，业绩下滑幅度较 2019Q1 明显收窄；其中 2019Q2 实现归母净利 4.6-5.1 亿元，环比 2019Q1 (归母净利 0.39 亿元) 增长 1104%-1234%。
- **行业层面：节后纸价提涨，外盘浆价持续走低，浆纸系盈利能力逐步修复。成品纸价格提涨：**节后纸价经历多轮上涨，浆纸系盈利能力将进一步修复。春节后经销商及下游印厂补库存，并且每年 3 月出版社为秋季教材招标，文化纸迎来春季小旺季，2019 年春节后逐次发布六轮提价函。根据纸业联讯统计：春节以来，双胶纸、铜版纸、白卡纸提价落地 495 元/吨、318 元/吨、341 元/吨。**纸浆价格回落：**受港口纸浆库存持续高位影响，外盘纸浆报价持续走低，针叶浆银星报价年初最高 730 美元/吨，当前报价已降低至 580 美元/吨，纸厂用浆成本回落。
- **公司层面：浆纸项目 Q2 逐步投产，纸浆自给率进一步提升；下半年贡献业绩增量。**公司四大新项目寿光美伦 51 万吨文化纸项目、寿光本部文化纸改造项目、寿光美伦 100 万吨化学浆项目、黄冈晨鸣化学浆项目在 2019 年二季度陆续投产并正常运转，贡献下半年业绩增量。此轮新增产能投产，公司纸浆自给率将进一步提升、实现阔叶浆与化机浆 100% 自给；文化纸龙头地位得到进一步巩固。林浆纸一体化发展，有利于公司对造纸行业景气度波动风险。
- **融资租赁业务剥离持续推进，新项目全部投产，公司财务压力降逐步缓解。**公司新建四大浆纸项目已全部完成投产，且近期公司已无大新项目建设计划；融资租赁公司持续压缩业务规模，财务费用将得到有效控制。2019 年 1 月公司公告拟引入长城国瑞证券为战略合作方，合作内容包括：对晨鸣融资租赁公司资产逐步剥离、整合，达到完全市场化运作；资产证券化；综合投融资业务，剥离融资租赁业务将有望使得公司经营风险进一步降低。
- **新产能落地，纸浆自给率进一步提升，夯实龙头地位；融资租赁剥离持续推进，浆纸一体化龙头再起航。**公司计划剥离融资业务，新建项目达产，未来资本开支大幅减少，公司资金压力有望得到缓解。造纸主业新增产能落地，浆、纸产能加码，全面布局林浆纸一体化，龙头地位不断巩固。我们维持公司 2019-2021 年归母净利润的盈利预测为 21 亿元、26 亿元和 30 亿元，目前股价 (5.35 元/股) 对应 PE 分别为 7 倍、6 倍和 5 倍，对应 PB 仅 0.6 倍，维持增持。

财务数据及盈利预测

	2018	2019Q1	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	28,876	6,160	29,251	28,432	30,593
同比增长率 (%)	-2.0	-14.9	1.3	-2.8	7.6
净利润 (百万元)	2,510	38	2,103	2,595	3,006
同比增长率 (%)	-33.4	-95.1	-16.2	23.4	15.8
每股收益 (元/股)	0.86	0.01	0.72	0.89	1.03
毛利率 (%)	31.3	23.0	29.8	30.8	31.5
ROE (%)	10.0	0.2	9.2	10.2	10.5
市盈率	6		7	6	5

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	22,567	29,472	28,876	29,251	28,432	30,593
营业收入同比增长率 (yoy)	11.76%	30.60%	-2.02%	1.30%	-2.80%	7.60%
减: 营业成本	15,787	19,729	19,846	20,534	19,669	20,956
毛利率 (%)	30.04%	33.06%	31.27%	29.80%	30.80%	31.50%
减: 税金及附加	251	219	250	234	256	275
主营业务利润	6,528	9,524	8,780	8,483	8,507	9,362
主营业务利润率 (%)	28.93%	32.32%	30.40%	29.00%	29.92%	30.60%
减: 销售费用	1,166	1,304	1,190	1,316	1,223	1,285
减: 管理费用	1,441	1,909	968	1,960	1,848	2,019
减: 财务费用	1,478	2,117	2,741	3,043	2,852	3,037
经营性利润	2,442	4,193	3,880	2,164	2,584	3,021
经营性利润同比增长率 (yoy)	122.15%	71.72%	-7.47%	-44.22%	19.41%	16.91%
经营性利润率 (%)	10.82%	14.23%	13.44%	7.40%	9.09%	9.87%
减: 资产减值损失	414	141	165	170	157	163
加: 投资收益及其他	84	161	249	235	228	246
营业利润	2,092	4,418	2,906	2,209	2,661	3,083
加: 营业外净收入	491	118	300	282	395	429
利润总额	2,583	4,536	3,206	2,491	3,056	3,512
减: 所得税	561	778	642	420	481	536
净利润	2,023	3,759	2,565	2,071	2,575	2,977
少数股东损益	-41	-10	55	-32	-20	-29
归属于母公司所有者的净利润	2,064	3,769	2,510	2,103	2,595	3,006
净利润同比增长率 (yoy)	-3.92%	82.62%	-33.41%	-16.20%	23.40%	15.80%
全面摊薄总股本	1,936	1,936	2,905	2,905	2,905	2,905
每股收益 (元)	0.99	1.70	0.51	0.72	0.89	1.03
归属母公司所有者净利润率 (%)	9.15%	12.79%	8.69%	7.19%	9.13%	9.83%
ROE	9.29%	13.57%	10.02%	9.20%	10.20%	10.50%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】= 主营业务利润 - (销售费用 + 管理费用 + 财务费用)

【ROE】(摊薄后) = 净利润 ÷ 所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。