

2023年04月10日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

赵旭东

SH0001@capital.com.tw

目标价(A股/H股)

6.2元、2.8港币

公司基本资讯

产业别	轻工制造		
A股价(2023/4/7)	5.26		
深证成指(2023/4/7)	11967.74		
股价12个月高/低	6.18/4.6		
总发行股数(百万)	2979.74		
A股数(百万)	1683.56		
A市值(亿元)	88.56		
主要股东	晨鸣控股有限公司(15.35%)		
每股净值(元)	6.07		
股价/账面净值	0.87		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-0.2	4.0	-15.0

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

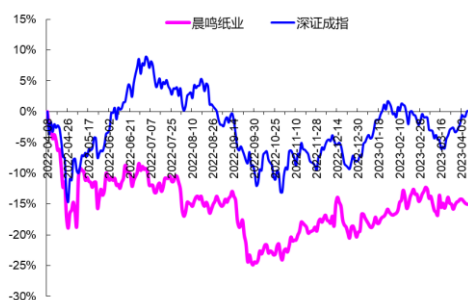
产品组合

白卡纸	28.3%
双胶纸	26.4%
铜版纸	13.0%
静电纸	12.7%
防粘原纸	3.0%
热敏纸	1.8%
其他机制纸	3.5%
化学浆	3.3%
模具加工	1.0%
电力及热力	0.9%
建筑材料	0.8%
酒店及物业租金	0.7%
化工用品	0.5%
其他	4.0%

机构投资者占流通A股比例

基金	2.7%
一般法人	34.1%

股价相对大盘走势



晨鸣纸业

(000488.SZ/01812.HK) 区间操作(Trading Buy)

原料及能源价格高位影响业绩表现, 2023年利润有望修复

结论及建议:

■ **公司业绩:** 公司2022年实现营收320.04亿元, YOY-3.08%; 归母净利润录得1.89亿元, YOY-90.84%; 扣非后亏损3.61亿元, 亏损幅度高于业绩预告, EPS为0.03元。其中, Q4单季度实现营收66.48亿元, YOY-8.40%; 归母净亏损0.51亿元, 同比少亏0.66亿元; 扣非后亏损5.17亿元, 同比多亏3.06亿元。

■ **疫情扰动下纸品需求疲弱, 双胶纸韧性凸显。** 公司2022年机制纸板块实现营收283.99亿元, YOY-1.47%, 分产品来看:

(1)白卡纸实现营收90.62亿元, YOY-5.41%, 毛利率同比下滑18.09pcts至13.63%。由于2022年疫后需求不旺, 叠加成本端价格大幅上涨, 白卡纸价和成本走势背离, 盈利水平显著下降。2月多家纸企涨价函均未落实, 未来价格拐点仍需观察。考虑到供需错配等利空因素尚未出清, 二季度或呈现淡季更淡的局面, 我们预计下半年白卡纸业务或逐步恢复。

(2)双胶纸实现营收84.50亿元, YOY+15.95%, 毛利率同比下滑5.27pcts至12.33%。2022年“双减”政策削减了部分社会需求, 但出版招标类订单稳定叠加年中部分教材重印需求, 双胶纸市场价格稳步上行, 公司双胶纸下半年毛利率同比提升3.18pcts, 环比提升2.84pcts, 盈利保持韧性。当前双胶纸市场均价稳定, 公司双胶纸业务恢复确定性较高。

(3)铜版纸实现营收41.50亿元, YOY-3.73%, 毛利率同比下滑10.70pcts至16.68%, 其中, 下半年毛利率同比略微下滑0.73pcts, 我们估计2022年全年毛利率下降主因2021年党建等需求下毛利率录得高基数。目前疫情扰动出清, 铜版纸业务预计将伴随下游需求逐渐复苏。

■ **海外纸品供给收缩下, 公司2022年海外业务量价齐升。** 受俄乌冲突、能源价格高企、罢工等因素影响, 2022年海外纸品供应量锐减, 公司机制纸海外销售量同比增加97.39%至81.44亿元, 毛利率同比提升2.53pcts至12.90%, 成功实现量价提升。当前海外供给不利因素逐渐出清, 预计公司海外业务或保持稳定。

■ **原料及能源价格高企下公司毛利率下降, 费用率降幅明显。** 整体来看, 公司2022年综合毛利率为14.47%, 同比下降9.14pcts, 主要是因为纸价未能与成本同频提高: 一方面, 2022年针叶浆均价同比上升13.28%, 阔叶浆均价同比上升27.67%, 公司单吨原材料成本上涨268.25元

(YOY+11.05%), 单吨能源成本上涨181.13元(YOY+35.62%), 公司凭借阔叶浆自供优势对冲了部分上游价格冲击, 但针叶浆及能源价格增长仍压制了纸品利润; 另一方面, 受制于疫后下游需求萎靡, 除双胶纸外其余纸品提价动力不足, 造纸业务盈利空间受到挤压。公司期间费用率为13.85%, 同比减少1.54个百分点, 其中销售费用率同比减少0.13个百分点至0.76%, 主要是公司消费支出减少; 管理费用率同比下降0.50个百分点至2.35%, 主要是因为公司将停工损失调整至营业成本; 研发费用率同比减少0.37个百分点至4.03%; 财务费用率同比减少0.52个百分

点至 1.4%，主要是公司利息支出同比减少。随着下游需求复苏，我们预计公司业绩有望持续改善，费用率将恢复至正常水平。

- **盈利预测及投资建议：**当前国内复工复产有序推进，市场需求有望逐步恢复，考虑到上游价格回落、疫情出清等因素，我们认为公司 2023 年发展基调稳健，并将继续享受林浆纸一体化带来的成本优势，利润有望修复。我们预计 2023、2024 年公司实现净利润 12.32 亿元、20.79 亿元，yoy 分别为+550.79%、+68.75%，EPS 为 0.38 元、0.67 元，当前 A 股价对应 PE 分别为 13.7 倍、7.9 倍，H 股价对应 PE 分别为 5.5 倍、3.2 倍，当前公司估值不高，但后续恢复力度仍需观察，对此给予公司 A 股及 H 股“区间操作”的投资建议。
- **风险提示：**宏观经济政策风险、原材料价格波动风险、环保风险、市场竞争加剧风险

年度截止 12 月 31 日		2020	2021	2022	2023F	2024F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1712	2066	189	1232	2079
同比增减	%	3.35	20.65	-90.84	550.79	68.75
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.36	0.56	0.03	0.38	0.67
同比增减	%	9.09	55.56	-94.64	1178.38	74.11
A 股市盈率 (P/E)	X	14.61	9.39	175.33	13.72	7.88
H 股市盈率 (P/E)	X	5.92	3.81	71.05	5.56	3.19
股利 (DPS)	RMB 元	0.185	0.00	0.00	0.10	0.20
股息率 (Yield)	%	3.52	0.00	0.00	1.82	3.81

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 \geq 35%
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2020	2021	2022	2023E	2024E
营业收入	30737	33020	32004	33614	35490
经营成本	23646	25222	27374	27727	28636
营业税金及附加	251	284	243	253	267
销售费用	298	294	242	344	280
管理费用	1025	942	751	938	934
财务费用	2562	2387	2147	1852	1910
资产减值损失	0	0	0	0	0
投资收益	173	(70)	(76)	67	92
营业利润	1585	2281	156	1601	2660
营业外收入	600	72	77	71	71
营业外支出	13	47	51	39	41
利润总额	2172	2306	182	1633	2690
所得税	266	216	(135)	245	404
少数股东损益	194	24	128	156	208
归属于母公司所有者的净利润	1712	2066	189	1232	2079

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2020	2021	2022	2023E	2024E
货币资金	17760	14120	14000	4010	7128
应收账款	1985	2657	3212	3630	3993
存货	5135	5283	6822	7163	7521
流动资产合计	35882	32870	32719	27812	30593
长期股权投资	3906	1867	4277	4106	4311
固定资产	37652	35653	33798	31094	29539
在建工程	180	198	559	531	504
非流动资产合计	55693	49971	51582	47971	48930
资产总计	91575	82841	84301	75782	79523
流动负债合计	51046	50535	51899	41519	43595
非流动负债合计	14729	9760	8674	8240	8405
负债合计	65775	60295	60573	49759	52000
少数股东权益	1523	3457	4644	4737	4831
股东权益合计	24277	19090	19085	21287	22692
负债及股东权益合计	91575	82841	84301	75782	79523

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2020	2021	2022	2023E	2024E
经营活动产生的现金流量净额	11260	8582	3450	7187	10647
投资活动产生的现金流量净额	(181)	166	(2445)	(1329)	395
筹资活动产生的现金流量净额	(9594)	(9940)	(1981)	(15848)	(7924)
现金及现金等价物净增加额	1499	(1220)	(1009)	(9990)	3117

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。