

晨鸣纸业 (000488)

公司研究/点评报告

18 年业绩承压，计划剥离融资租赁业务聚焦主业

—晨鸣纸业 (000488) 2018 年年报点评

点评报告/轻工制造

2019 年 04 月 01 日

一、事件概述

3 月 29 日，公司发布 2018 年年报。报告期内，公司实现营收 288.76 亿元，同比下降 2.02%；实现归母净利润 25.10 亿元，同比下降 33.41%；实现基本每股收益 0.51 元。利润分配预案为拟向普通股股东每 10 股派发现金红利人民币 2.4 元（含税）、向优先股股东模拟折算普通股后每 10 股派发现金红利人民币 2.4 元（含税）。

二、分析与判断

➤ 18 年造纸行业景气度下行，公司业绩承压

2018 年公司营收、归母净利润分别同比下降 2%、33%，其中 Q4 分别下降 29%、97%，去年下半年以来造纸行业景气度下行使公司业绩承压。主要产品中，白卡纸实现收入 64.40 亿元，同比下降 6.75%；双胶纸实现收入 61.56 亿元，同比下降 3.35%；铜版纸实现收入 46.97 亿元，同比下降 14.44%。融资租赁实现收入 22.02 亿元，同比增长 11.90%。

➤ 期间费用率有所上升，盈利能力承压

报告期内，公司销售费用率同比下降 0.25pct 至 4.12%，研发费用率下降 0.19pct 至 3.22%，折旧增加较多使管理费用率上升 0.36pct 至 3.35%，利息支出增加使财务费用率上升 1.13pct 至 9.49%，期间费用率整体上升 1.06pct 至 20.19%。全年来看，终端纸价下跌使整体毛利率同比下降 2.64pct 至 31.27%，净利率下降 3.71pct 至 8.88%。

➤ 新增产能投放助力 19 年业绩提升

报告期内，海鸣矿业菱镁矿项目一期已于 2018 年 1 月份成功投运；寿光美伦 51 万吨高档文化纸项目已于 2018 年 8 月底投产；黄冈晨鸣 30 万吨化学木浆项目已于 2018 年 11 月中旬投产；寿光美伦 40 万吨化学木浆项目也进入生产调试阶段。上述产能有望于 19 年放量，增厚业绩的同时进一步提升木浆自给率。

➤ 计划剥离融资租赁业务进一步聚焦主业

2014 年公司于造纸行业底部布局融资租赁，2017 年时该业务实现收入 8.75 亿，对主业形成有效补充，但同时融资租赁业务也带来资产负债率及财务费用率明显提升。今年 1 月公司公告称将与长城国瑞证券战略合作剥离融资租赁业务。公司估值因融资租赁业务受到压制，剥离后公司进一步聚焦主业，估值亦有望得到修复。

三、投资建议

19 年产能放量有效增厚业绩同时进一步提升木浆自给率，剥离融资租赁业务亦将使公司专注主业，预计公司 2019-2021 年实现基本每股收益 0.99 元、1.04 元、1.08 元，对应 PE 分别为 7X、6X 和 6X。公司 19 年 1 倍 PB，位于历史估值底部，**维持“推荐”评级。**

四、风险提示

原材料价格大幅波动、终端需求不振、产能投放不及预期。

推荐

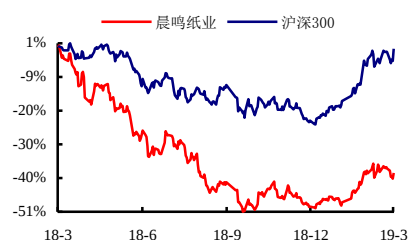
维持评级

当前价格： 6.76 元

交易数据 2019-3-29

近 12 个月最高/最低(元)	17.46/5.44
总股本(百万股)	2,905
流通股本(百万股)	1,658
流通股比例(%)	57.08
总市值(亿元)	196
流通市值(亿元)	112

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) 2018 年半年报点评：上半年稳健增长，下半年产能投放带来业绩增量
- 2.晨鸣纸业 (000488) 2018 年一季报点评：业绩持续增长，林浆纸一体化加强成本端优势

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	29,472	34,483	36,379	37,180
增长率 (%)	-1.3%	17.0%	5.5%	2.2%
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,510	2,879	3,027	3,149
增长率 (%)	-33.4%	14.7%	5.1%	4.1%
每股收益 (元)	0.51	0.99	1.04	1.08
PE (现价)	13	7	6	6
PB	1.1	1.0	0.9	0.8

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)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	29,472	34,483	36,379	37,180
营业成本	19,846	25,204	26,716	27,304
营业税金及附加	250	308	300	318
销售费用	1,190	1,379	1,455	1,487
管理费用	968	1,138	1,201	1,227
EBIT	6,288	5,350	5,543	5,653
财务费用	2,741	2,295	2,295	2,295
资产减值损失	165	4	3	3
投资收益	249	165	192	202
营业利润	3,630	3,215	3,436	3,557
营业外收支	300	0	0	0
利润总额	3,931	3,518	3,676	3,838
所得税	642	647	635	665
净利润	3,289	2,871	3,041	3,173
归属于母公司净利润	2,510	2,879	3,027	3,149
EBITDA	8,032	7,037	7,261	7,375
研发费用	930	653	741	830
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	19293	16896	17789	19238
应收账款及票据	4618	7267	7420	7402
预付款项	864	1786	1777	1751
存货	6771	7720	8191	8440
其他流动资产	14487	14487	14487	14487
流动资产合计	47968	49681	51196	52909
长期股权投资	485	485	485	485
固定资产	27914	28336	28345	28439
无形资产	1939	1999	2042	2054
非流动资产合计	57248	59117	61001	62889
资产合计	105216	108798	112197	115799
短期借款	40228	40228	40228	40228
应付账款及票据	8369	8487	9385	9764
其他流动负债	3044	3044	3044	3044
流动负债合计	60995	62403	62761	63190
长期借款	7799	7799	7799	7799
其他长期负债	10233	10233	10233	10233
非流动负债合计	18032	18032	18032	18032
负债合计	79028	80435	80793	81222
股本	2905	2905	2905	2905
少数股东权益	823	815	830	853
股东权益合计	26188	20580	23622	26794
负债和股东权益合计	105216	108798	112197	115799

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	-1.3%	17.0%	5.5%	2.2%
EBIT 增长率	-6.0%	-14.9%	3.6%	2.0%
净利润增长率	-33.4%	14.7%	5.1%	4.1%
盈利能力				
毛利率	32.7%	26.9%	26.6%	26.6%
净利润率	8.5%	8.3%	8.3%	8.5%
总资产收益率 ROA	2.4%	2.6%	2.7%	2.7%
净资产收益率 ROE	14.3%	14.6%	13.3%	12.1%
偿债能力				
流动比率	0.8	0.8	0.8	0.8
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.7
现金比率	0.3	0.3	0.3	0.3
资产负债率	0.8	0.7	0.7	0.7
经营效率				
应收账款周转天数	43.8	48.0	46.4	46.5
存货周转天数	117.7	111.8	111.9	112.8
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
每股指标 (元)				
每股收益	0.5	1.0	1.0	1.1
每股净资产	6.1	6.8	7.8	8.9
每股经营现金流	4.9	1.0	2.4	2.4
每股股利	0.2	0.2	0.0	0.0
估值分析				
PE	13.3	6.8	6.5	6.2
PB	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	7.2	8.5	8.2	7.8
股息收益率	3.6%	3.6%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	2,565	2,871	3,041	3,173
折旧和摊销	2,036	1,691	1,721	1,725
营运资金变动	6,382	(3,400)	434	165
经营活动现金流	14,100	2,991	7,061	6,876
资本开支	3,608	3,257	3,366	3,332
投资	2,291	0	0	0
投资活动现金流	(1,779)	(3,092)	(3,174)	(3,130)
股权募资	500	0	0	0
债务募资	5,707	0	0	0
筹资活动现金流	(12,853)	(2,296)	(2,993)	(2,296)
现金净流量	(532)	(2,397)	893	1,450

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为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%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为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 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1239号世纪大都会1201A-C单元；200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；518001

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，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。