

晨鸣纸业 (000488.SZ)

19Q2 木浆系盈利复苏，依托造纸主业乘风而上

事件：根据业绩快报，公司 19H1 预计实现归母净利润 5~5.5 亿元，同比下降 72%~69%；19Q2 实现归母净利润 4.6~5.1 亿元，同比下降 54%~49%，环比 Q1 增长 1104%~1234%。

木浆系成品纸 Q2 提价落实，公司成品纸吨净利提升。Q1 为文化纸传统旺季，19 年 1 月木浆系纸品价格企稳，19 年 2 月开始纸厂发布涨价函，到 19 年 5 月共发布四轮涨价函，落实三轮，木浆系产品提价 500~600 元/吨。双胶纸/铜版纸/白卡纸价格自 19 年 3 月分别提升 2.2/4.5/8.5%至六月底的 6200/5833/5495 元/吨。由于木浆港口库存高位，Q2 原材料木浆价格持续下降，木浆系产品盈利改善，预计 Q2 公司成品纸吨净利 300~400 元/吨。

四大浆纸项目全部投产，公司产能逐步释放。公司投资建设的四大项目：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等，在二季度陆续投产并正常运转，公司产能逐步释放。预计公司 19 年将新增造纸产能 111 万吨至 688 万吨，其中双胶纸产能增加 101 万吨至 216 万吨，木浆产能增加 70 万吨至 398 万吨。预计 19H2 四大浆纸项目达产后经营效率提升，浆纸一体化优势开始显现，毛利率水平有望提升，盈利弹性较大。

持续压缩融资租赁业务，降低公司经营风险。公司持续压缩融资租赁业务规模，18 年回收融资租赁款 61 亿元，19Q1 经营活动现金流良好。通过剔除公司融资租赁资产和无息负债来计算公司实际资产负债率，可以发现公司 18 年实际资产负债率同比下降 4.3pct 至 71.2%。同时公司投资建设的项目已基本完成，预计 19H2 无新增资本开支，伴随融资租赁业务收缩，未来财务费用将得到有效控制，经营风险逐步降低，趋向于依托主业稳步增长。

二季度行业整体盈利复苏，纸厂盈利有望重回上升通道。18 年 4~5 月份 APP 和博汇就白卡纸展开价格战，木浆系联动反应下价格下跌，行业提前进入渠道去库周期，木浆系成品纸价格延续跌至 19Q1。因此 19Q1 行业整体进入盈利历史低位，同时渠道库存降至低位。由于 18 年价格调整与 11 年产能周期供给过剩不同，主要由渠道去库引起，因此纸价快速下降。伴随产业链库存降至低位，19Q2 木浆系成品纸提价落实并维稳。同时 APP 与博汇现已改变了前期价格战格局，转向股权争夺，预计未来行业价格将重回平稳上升周期，向行业盈利中枢回归。

公司逐步剥离融资租赁业务，现金流好转，资产结构优化改善，聚焦深耕造纸主业，公司木浆自给率持续提升，业绩弹性凸显，维持“买入”评级。因 17H2~18H1 造纸行业进入景气上行周期，纸价上升至历史高位，纸企吨纸盈利远高于中枢水平，导致 17~18H1 纸厂盈利高增；18H2~19Q1 行业延续下行，19Q2 纸价开始上升并企稳，但是仍较去年高点有 20%的差距，预计 19 全年纸价缓慢向上攀升，因此全年平均吨纸盈利差于去年，业绩将出现下滑。我们预计公司 19~21 年实现归母净利润 23.13/30.07/36.07 亿元，同比变动-7.8%/30.0%/20.0%，对应 PE 6.8X/5.2X/4.4X。

风险提示：原材料价格波动的风险、纸价波动的风险、现金流持续恶化的风险、融资租赁业务剥离带来减值的风险。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	29,852	28,876	30,364	31,723	33,495
增长率 yoy (%)	32.3	-3.3	5.2	4.5	5.6
归母净利润(百万元)	3,769	2,510	2,313	3,007	3,607
增长率 yoy (%)	88.6	-33.4	-7.8	30.0	20.0
EPS 最新摊薄(元/股)	1.30	0.86	0.80	1.04	1.24
净资产收益率(%)	12.4	9.9	8.6	10.5	11.6
P/E(倍)	4.2	6.3	6.8	5.2	4.4
P/B(倍)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7

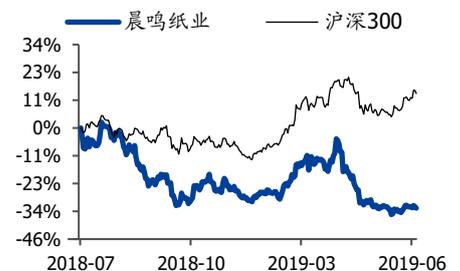
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(维持)

股票信息

行业	造纸
前次评级	买入
最新收盘价	5.35
总市值(百万元)	15,539.65
总股本(百万股)	2,904.61
其中自由流通股(%)	57.08
30 日日均成交量(百万股)	8.47

股价走势



作者

分析师 丁婷婷

执业证书编号：S0680512050001

邮箱：dingtingting@gszq.com

相关研究

- 1、《晨鸣纸业(000488.SZ)：100万吨化学浆产能获批，原材料自给率持续提升》2019-05-13
- 2、《晨鸣纸业(000488.SZ)：回归造纸主业，林浆纸一体化优势凸显》2019-05-07



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	49,418	47,968	84,326	36,517	43,258
现金	14,443	19,293	49,863	6,620	6,990
应收账款	3,666	3,404	4,030	3,737	4,464
其他应收款	539	0	566	25	600
预付账款	1,962	864	2,108	997	2,281
存货	6,023	6,771	6,837	7,247	7,668
其他流动资产	22,785	17,635	20,922	17,891	21,256
非流动资产	56,207	57,351	58,353	58,918	59,763
长期投资	392	485	572	662	749
固定投资	28,228	27,914	30,602	32,523	34,388
无形资产	2,059	1,939	1,998	2,084	2,167
其他非流动资产	25,529	27,013	25,181	23,648	22,459
资产总计	105,625	105,319	142,678	95,435	103,022
流动负债	57,249	61,415	98,900	51,782	58,950
短期借款	35,097	40,228	85,000	35,126	43,880
应付账款	4,014	4,150	4,533	4,454	5,064
其他流动负债	18,138	17,037	9,367	12,202	10,007
非流动负债	18,102	18,032	16,240	14,306	12,400
长期借款	9,842	9,896	8,104	6,170	4,264
其他非流动负债	8,260	8,136	8,136	8,136	8,136
负债合计	75,351	79,447	115,140	66,088	71,350
少数股东权益	2,496	823	874	939	1,018
股本	1,936	2,905	2,905	2,905	2,905
资本公积	6,149	5,091	5,091	5,091	5,091
留存收益	9,999	10,256	11,963	14,183	16,845
归属母公司股东收益	27,779	25,049	26,665	28,408	30,653
负债和股东权益	105,625	105,319	142,678	95,435	103,022

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动净现金流	24	14,100	-820	15,136	83
净利润	3,759	2,565	2,364	3,073	3,686
折旧摊销	1,720	1,744	1,580	1,782	1,973
财务费用	2,497	2,741	3,258	3,155	2,496
投资损失	-161	-249	-146	-177	-94
营运资金变动	-7,679	6,382	-7,885	7,299	-7,992
其他经营现金流	-112	916	10	5	14
投资活动净现金流	-3,631	-1,779	-2,445	-2,175	-2,739
资本支出	2,253	3,609	914	475	759
长期投资	-814	2,272	-88	-84	-87
其他投资现金流	-2,191	4,102	-1,619	-1,784	-2,067
筹资活动净现金流	4,477	-12,853	33,835	-86,330	-5,728
短期借款	7,221	5,131	44,772	-80,000	0
长期借款	2,907	54	-1,792	-1,934	-1,906
普通股增加	0	968	0	0	0
资本公积增加	0	-1,058	0	0	0
其他筹资现金流	-5,651	-17,949	-9,145	-4,396	-3,822
现金净增加额	825	-423	30,570	-73,369	-8,384

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	29,852	28,876	30,364	31,723	33,495
营业成本	19,729	19,846	21,108	21,846	23,136
营业税金及附加	219	250	263	275	290
营业费用	1,304	1,190	1,397	1,396	1,474
管理费用	1,909	968	1,822	1,745	1,842
财务费用	2,497	2,741	3,258	3,155	2,496
资产减值损失	141	165	0	0	0
公允价值变动收益	73	-115	-10	-5	-14
投资净收益	161	249	146	177	94
营业利润	4,418	2,906	2,652	3,478	4,337
营业外收入	445	319	393	413	393
营业外支出	327	19	90	50	122
利润总额	4,536	3,206	2,955	3,841	4,608
所得税	778	642	591	769	922
净利润	3,759	2,565	2,364	3,073	3,686
少数股东收益	-10	55	51	66	79
归属母公司净利润	3,769	2,510	2,313	3,007	3,607
EBITDA	8,599	7,463	7,589	8,651	8,942
EPS (元/股)	1.30	0.86	0.80	1.04	1.24

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	32.3	-3.3	5.2	4.5	5.6
营业利润 (%)	111.3	-34.2	-8.8	31.2	24.7
归属母公司净利润 (%)	88.6	-33.4	-7.8	30.0	20.0
盈利能力					
毛利率 (%)	33.9	31.3	30.5	31.1	30.9
净利率 (%)	12.6	8.7	7.6	9.5	10.8
ROE (%)	12.4	9.9	8.6	10.5	11.6
ROIC (%)	6.8	5.1	3.7	6.9	6.3
偿债能力					
资产负债率 (%)	71.3	75.4	80.7	69.2	69.3
净负债比率 (%)	112.7	147.1	164.4	125.1	136.5
流动比率	0.9	0.8	0.9	0.7	0.7
速动比率	0.8	0.7	0.8	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.32	0.27	0.24	0.27	0.34
应收账款周转率	7.8	8.2	8.2	8.2	8.2
应付账款周转率	5.1	4.9	4.9	4.9	4.9
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	1.30	0.86	0.80	1.04	1.24
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.52	2.92	-0.28	5.21	0.03
每股净资产 (最新摊薄)	6.10	6.05	6.61	7.21	7.98
估值指标 (倍)					
P/E	4.2	6.3	6.8	5.2	4.4
P/B	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	6.9	8.4	9.2	7.1	7.6

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京 地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼 邮编：100033 传真：010-57671718 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦明路868号保利One56 10层 邮编：200120 电话：021-38934111 邮箱：gsresearch@gszq.com
南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	深圳 地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com