

Q2 业绩环比大幅改善，估值处于底部 增持（维持）

2019 年 07 月 04 日

证券分析师 史凡可

执业证号：S0600517070002

021-60199793

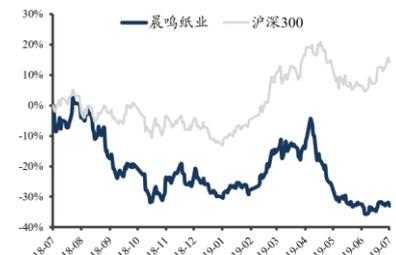
shifk@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	28,876	29,276	31,314	33,364
同比（%）	-3.3%	1.4%	7.0%	6.5%
归母净利润（百万元）	2,510	2,030	2,227	2,471
同比（%）	-33.4%	-19.1%	9.7%	11.0%
每股收益（元/股）	0.51	0.40	0.47	0.55
P/E（倍）	5.11	6.32	5.76	5.19

投资要点

- **事件：**晨鸣纸业发布 2019 年半年度业绩预告，预计期内实现归母净利润 5~5.5 亿元（同比下降 72%~69%），其中单 Q2 预计实现归母净利润 4.6~5.1 亿元（同比下降 54%~49%），环比 Q1 增长 1104%到 1234%，业绩大幅好转。
- **二季度提价顺利落地，看好下半年需求维稳：**年初以来受宏观经济形势的影响，上半年造纸行业整体景气度不高，19H1 铜版纸/双胶纸/白卡纸单吨销售均价分别为 5689 元/6126 元/5193 元，较 18H1 分别下滑 22.5%/16.7%/16.7%，是导致期内盈利下滑的重要原因。但 Q2 以来需求转旺，纸浆系纸种普遍顺利提价 200-400 元，截止 Q2 末铜版纸/双胶纸/白卡纸单吨售价较年内低点已回升 300 元/183 元/494 元，公司 Q2 盈利能力大幅提高，我们测算 Q2 吨纸净利约在 400 元。文化纸下游需求以教辅印刷为主相对刚性、上游供给无大规模计划新建产能、且龙头纸企和经销商渠道库存健康，我们认为下半年文化纸需求稳健、纸价稳定；白卡纸经历去年行业价格战后已从低位逐步反弹，预计下半年以维稳为主。
- **浆纸一体化持续推进，成本优势凸显：**根据公司债券跟踪评级报告，截止 2018 年末公司拥有 298.2 万吨木浆生产能力，纸浆自给率达到 64.1%，对上游成本控制能力强，成本优势突出。随着黄冈晨鸣 30 万吨项目（18 年 11 月投产）、寿光美伦 100 万吨化学浆项目陆续在二季度达到满产，我们预计全年公司木浆自给率有望进一步提高，基本能够实现自给自足，测算单吨自制浆较外购可节约成本 1000 元左右，保障公司毛利率持续提高。
- **产能持续投放，奠基销量增长：**公司投资建设的寿光美伦 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，逐步开始发挥效益。此外，为提质增效，公司进行了产品结构的调整，加大出口纸、高机械浆品种、本色纸、高档特种纸等高利润品种产量，一季度已经基本完成产品结构调整工作，巩固下半年增长。
- **融资租赁业务加快回收，财务费用将持续压缩：**为降低财务风险、聚焦主业，公司加快融资租赁业务资金回收。2019 年 Q1 期末账上长期应收款 61.01 亿元，环比 18Q4 减少 18.22 亿元。此外公司公告将与长城国瑞证券深度开展与其在剥离融资租赁业务、资产证券化、综合投融资等业务方面的合作，预计将加速融资租赁业务的剥离，利好公司财务费用减少、释放业绩增量。
- **盈利预测与投资评级：**预计 2019-2021 年，公司营业收入分别为 292.76 亿元、313.14 亿元和 333.64 亿元，同比增速分别为 1.4%、7.0%和 6.5%；归母净利润分别为 20.30 亿元、22.27 亿元和 24.71 亿元，同比增速分别为 -19.1%、+9.7%和 +11.0%。当前股价对应 19-21 年 PE 分别为 6.32X、5.76X 和 5.19X，维持“增持”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动，纸价涨幅低于预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.35
一年最低/最高价	5.13/8.34
市净率(倍)	0.88
流通 A 股市值(百万元)	8870.32

基础数据

每股净资产(元)	6.09
资产负债率(%)	75.51
总股本(百万股)	2904.61
流通 A 股(百万股)	1658.00

相关研究

- 1、《晨鸣纸业 (000488)：纸价企稳，纸浆一体化优势明显》2019-04-16
- 2、《晨鸣纸业 (000488)：财务费用拖累业绩，看好新增产能释放》2018-08-30

表 1：晨鸣纸业季度财务数据一览

单位：百万元	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
营业总收入	6,274.27	7,474.96	8,179.97	7,543.25	7,241.81	8,309.52	7,941.43	5,382.99	6,159.84
YOY	26.70%	32.20%	37.12%	25.83%	15.42%	11.16%	-2.92%	-28.64%	-14.94%
归母净利润	702.52	1,043.00	966.00	1,057.81	782.50	1,002.13	696.53	28.67	38.22
YOY	74.70%	94.21%	57.07%	107.49%	11.39%	-3.92%	-27.90%	-97.29%	-95.12%
毛利率	31.92%	34.45%	33.21%	32.46%	35.21%	33.00%	30.67%	24.21%	23.03%
期间费用率	18.98%	18.53%	18.57%	15.93%	21.19%	19.07%	20.88%	18.82%	24.15%
其中：销售费用率	4.85%	4.51%	4.20%	4.24%	3.74%	4.03%	4.09%	4.84%	4.67%
管理+研发费用率	6.59%	6.23%	6.20%	6.48%	6.84%	6.26%	6.17%	6.57%	7.55%
财务费用率	7.54%	7.79%	8.17%	5.21%	10.61%	8.79%	10.63%	7.41%	11.93%
归母净利率	11.20%	13.95%	11.81%	14.02%	10.81%	12.06%	8.77%	0.53%	0.62%
存货	5,414.25	6,057.47	5,408.15	6,022.81	6,632.67	6,429.32	6,497.16	6,771.49	5,777.03
较上年同期增减	-292.18	831.24	208.54	1160.14	1218.42	371.85	1089.01	748.68	-855.64
应收账款	3,793.25	3,767.71	3,949.84	3,665.87	3,869.96	3,771.97	3,653.55	3,404.49	3,660.08
较上年同期增减	68.92	-182.56	320.01	-308.20	76.70	4.26	-296.29	-261.38	-209.88
应付账款及应付票据	4459.49	4413.73	4800.85	5292.33	4741.44	5358.70	5081.70	8369.20	8186.75
较上年同期增减	-1040.16	-2102.37	-383.48	1052.76	281.96	944.97	280.84	3076.87	3445.31
预收账款	292.17	302.31	348.03	243.18	427.24	359.82	594.81	0.00	0.00
较上年同期增减	112.36	89.92	118.29	-133.95	135.07	57.52	246.78	-243.18	-427.24
经营性现金流净额	-1799.93	-2313.01	2499.80	1636.91	1267.68	3477.36	4328.32	5026.34	1424.69
较上年同期增减	2136.96	-3552.39	2922.38	-3636.24	3067.61	5790.36	1828.52	3389.43	157.00
筹资性现金流净额	2013.13	3012.27	-166.36	-381.90	-134.54	-3443.09	-1410.89	-7864.64	104.04
较上年同期增减	-2301.94	2102.31	360.65	2686.55	-2147.66	-6455.35	-1244.53	-7482.75	238.57
资本开支	384.62	362.34	1,112.51	393.49	591.97	1,017.08	1,533.80	465.85	176.75
较上年同期增减	-189.77	-53.49	833.81	-815.14	207.35	654.73	421.30	72.36	-415.22
ROE	3.12%	4.57%	3.91%	3.89%	2.77%	3.55%	2.64%	0.11%	0.15%
YOY (±)	0.91%	1.81%	0.94%	1.58%	-0.35%	-1.02%	-1.27%	-3.78%	-2.62%
资产负债率	73.43%	74.78%	72.67%	71.34%	71.92%	72.95%	74.76%	75.43%	75.51%
YOY (±)	-2.84%	-2.49%	-1.28%	-1.24%	-1.51%	-1.83%	2.09%	4.10%	3.59%

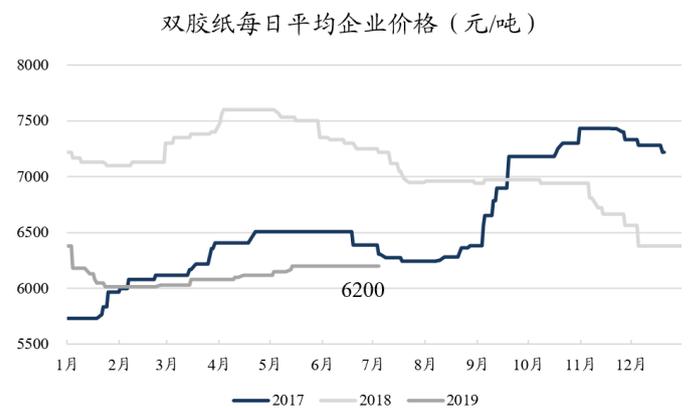
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 1：铜版纸价格走势



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图 2：双胶纸价格走势



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

晨鸣纸业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	47968	44971	45447	44024	营业收入	28876	29276	31314	33364
现金	19293	12183	12424	6742	减:营业成本	19846	21221	23142	24852
应收账款	3404	2491	2805	2958	营业税金及附加	250	254	272	289
存货	6771	5355	7870	6332	营业费用	1191	1213	1298	1383
其他流动资产	18499	24942	22349	27992	管理费用	1898	1871	2032	2165
非流动资产	57351	61197	66127	71055	财务费用	2741	2258	1886	1684
长期股权投资	485	485	485	485	资产减值损失	165	240	182	196
固定资产	27914	35678	40944	46210	加:投资净收益	249	6	10	7
在建工程	11861	9169	8669	8169	其他收益	98	0	0	0
无形资产	1939	2412	2569	2728	营业利润	2906	2226	2511	2802
其他非流动资产	15152	13453	13460	13464	加:营业外净收支	300	385	347	361
资产总计	105319	106168	111574	115079	利润总额	3206	2606	2853	3158
流动负债	61415	60506	63795	65074	减:所得税费用	642	522	571	632
短期借款	40228	35132	37577	40037	少数股东损益	55	55	55	55
应付账款	4150	4304	4597	4607	归属母公司净利润	2510	2030	2227	2471
其他流动负债	17037	21070	21621	20430	EBIT	5942	4971	4842	4964
非流动负债	18032	17912	18119	18341	EBITDA	7579	6269	6146	6275
长期借款	7799	7955	8114	8276					
其他非流动负债	10233	9957	10005	10065	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	79447	78418	81914	83415	每股收益(元)	0.51	0.40	0.47	0.55
少数股东权益	823	883	943	1007	每股净资产(元)	8.62	9.25	9.89	10.55
归属母公司股东权益	25049	26868	28717	30657	发行在外股份(百万股)	2905	2905	2905	2905
负债和股东权益	105319	106168	111574	115079	ROIC(%)	6.3%	5.5%	5.0%	4.8%
					ROE(%)	8.9%	7.6%	7.8%	8.1%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	毛利率(%)	31.3%	27.5%	26.1%	25.5%
经营活动现金流	14100	2723	5955	2659	销售净利率(%)	8.9%	7.1%	7.3%	7.6%
投资活动现金流	-1779	-5615	-6316	-6418	资产负债率(%)	75.4%	73.9%	73.4%	72.5%
筹资活动现金流	-12853	-4217	602	-1924	收入增长率(%)	-3.3%	1.4%	7.0%	6.5%
现金净增加额	-423	-7110	241	-5682	净利润增长率(%)	-33.4%	-19.1%	9.7%	11.0%
折旧和摊销	1736	1367	1374	1381	P/E	5.11	6.32	5.76	5.19
资本开支	3609	5200	6200	6201	P/B	0.62	0.58	0.54	0.51
营运资本变动	-5616	-2088	-2813	-2702	EV/EBITDA	4.05	6.37	6.79	6.88

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

