

## 业绩环比向好，产能释放巩固增长 增持（维持）

2019年10月28日

| 盈利预测与估值    | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)  | 28,876 | 29,042 | 30,586 | 32,365 |
| 同比(%)      | -3.3%  | 0.6%   | 5.3%   | 5.8%   |
| 归母净利润(百万元) | 2,510  | 1,689  | 1,911  | 2,257  |
| 同比(%)      | -33.4% | -32.7% | 13.2%  | 18.1%  |
| 每股收益(元/股)  | 0.51   | 0.28   | 0.36   | 0.48   |
| P/E(倍)     | 4.65   | 6.90   | 6.10   | 5.17   |

### 投资要点

- **公司发布19年三季报**：Q1-Q3实现营收220.14亿(-6.29%)，归母净利润10.68亿(-56.97%)，扣非归母净利7.51亿(-65.62%)。其中Q3单季实现营收86.66亿(+9.12%)，归母净利润5.58亿(-19.89%)，扣非归母净利4.48亿(-30.70%)。Q1-Q3非经常性损益3.17亿元(去年同期为2.97亿元)，主要系消耗性生物资产公允价值变动产生损益减损2209万元所致。综合来看，公司Q3收入同比转正，归母净利润跌幅收窄，经营环比改善。
- **双胶、铜版纸价上扬，业绩环比好转**：得益于双胶纸、铜板纸价格的持续上涨，公司盈利水平环比提升：截至10月25日双胶纸6317元/吨，价格较6月30日+117元/吨、较9月30日+75元/吨；铜版纸单价6067元/吨，价格较6月30日+234元/吨、较9月30日+150元/吨。展望四季度，一方面文化/铜板需求文化纸下游需求以教辅印刷为主相对刚性、持续稳健，且从短期来看国内新投产项目较少，竞争格局持续改善，我们认为Q4文化纸价格稳中向上；另一方面全球上游木浆原料库存高企，预计短期内浆价仍将维持低位运行，利好公司成本端结余，看好Q4公司盈利持续向上修复。
- **浆纸项目顺利投产，有望支撑销量增长**：公司投资建设的寿光美伦51万吨高档文化纸项目、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已于二季度陆续投产并正常运转，逐步开始发挥效益，预计公司19年底将拥有木浆产能398万吨，机制纸总产能达688万吨，其中双胶纸产能216万吨(+101万吨)。我们认为浆、纸新增产能投产将持续巩固公司销量增长和浆纸一体化成本优势。
- **三费率小幅上升，盈利受行业景气压制同比下降**：Q1-Q3公司实现毛利率27.15%（较去年同期下降5.74pct）。Q1-Q3期间费用率21.18%，较去年同期上升1.08pct。其中销售费用率4.38%，较去年同期上升0.42pct；管理费用率6.88%，较去年同期上升0.71pct；财务费用率9.92%，较去年同期下降0.05pct，主要系是报告期内存续的货币资金同比增加，利息收入同比增加所致。综合来看，Q1-Q3公司归母净利率4.85%，较去年同期下降5.71pct。
- **存货周转效率加快，融资租赁业务收缩、风险降低**：截至期末公司账上存货48.04亿，较19H1减少12.96亿，存货周转天数同比减少9.77天至97.44天，营运能力有所提高；长期应收款较19H1减少14.02亿至38.78亿，较年初减少51.08%，主要系公司压缩融资租赁业务持续压缩，我们预计截止19Q3融资租赁规模已由18年的约350亿降低至150+亿左右，环比19H1预计缩减接近30亿，财务风险持续降低；应付账款及票据合计57.76亿，较19H1减少10.56亿。综合来看，公司的经营性现金流净额64.99亿(-28.37%)。

证券分析师 史凡可

执业证号：S0600517070002  
021-60199793

shifk@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002  
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

研究助理 傅嘉成

fujch@dwzq.com.cn

### 股价走势



### 市场数据

|             |           |
|-------------|-----------|
| 收盘价(元)      | 4.84      |
| 一年最低/最高价    | 4.57/7.41 |
| 市净率(倍)      | 0.57      |
| 流通A股市值(百万元) | 8017.58   |

### 基础数据

|           |         |
|-----------|---------|
| 每股净资产(元)  | 8.43    |
| 资产负债率(%)  | 75.81   |
| 总股本(百万股)  | 2904.61 |
| 流通A股(百万股) | 1656.52 |

### 相关研究

- 1、《晨鸣纸业(000488)：Q2业绩环比大幅改善，估值处于底部》2019-07-04
- 2、《晨鸣纸业(000488)：纸价企稳，纸浆一体化优势明显》2019-04-16
- 3、《晨鸣纸业(000488)：财务费用拖累业绩，看好新增产能释放》2018-08-30

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计 19-21 年分别实现营收 290.42/305.86/323.65 亿，同增 0.6%/5.3%/5.8%；归母净利润 16.89/19.11 /22.57 亿，同增-32.7%/13.2%/18.1%。当前股价对应 PE 为 6.90X/6.10X/5.17X，维持“增持”评级。

■ **风险提示：**纸价波动风险，原材料价格波动

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   | 2019Q2   | 2019Q3   |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 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 | 7,188.81 | 8,665.53 |
| YOY       | 26.70%   | 32.20%   | 37.12%   | 25.83%   | 15.42%   | 11.16%   | -2.92%   | -28.64%  | -14.94%  | -13.49%  | 9.12%    |
| 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    | 471.57   | 557.96   |
| YOY       | 74.70%   | 94.21%   | 57.07%   | 107.49%  | 11.39%   | -3.92%   | -27.90%  | -97.29%  | -95.12%  | -52.94%  | -19.89%  |
| 扣非归母净利润   | 615.48   | 1,007.82 | 927.54   | 874.94   | 733.12   | 804.78   | 645.79   | -229.99  | -23.65   | 326.80   | 447.51   |
| YOY       | 110.13%  | 124.50%  | 77.44%   | 152.15%  | 19.11%   | -20.15%  | -30.38%  | -126.29% | -103.23% | -59.39%  | -30.70%  |
| 毛利率       | 31.92%   | 34.45%   | 33.21%   | 32.46%   | 35.21%   | 33.00%   | 30.67%   | 24.21%   | 23.03%   | 30.27%   | 27.49%   |
| 期间费用率     | 18.98%   | 18.53%   | 18.57%   | 15.93%   | 21.19%   | 19.07%   | 20.88%   | 18.82%   | 24.15%   | 22.54%   | 18.89%   |
| 其中：销售费用   | 304.18   | 337.32   | 343.31   | 319.66   | 270.90   | 334.56   | 324.61   | 260.43   | 287.38   | 303.20   | 373.17   |
| 销售费用率     | 4.85%    | 4.51%    | 4.20%    | 4.24%    | 3.74%    | 4.03%    | 4.09%    | 4.84%    | 4.67%    | 4.22%    | 4.31%    |
| 其中：管理费用   | 413.59   | 442.77   | 503.45   | 549.57   | 495.31   | 477.55   | 230.96   | 242.04   | 272.20   | 290.22   | 246.10   |
| 研发费用      | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 245.10   | 206.76   | 192.76   | 238.72   | 274.21   |
| 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%    | 7.45%    | 6.88%    |
| 其中：财务费用   | 472.93   | 582.46   | 668.59   | 393.32   | 768.65   | 730.18   | 844.01   | 398.65   | 735.01   | 781.84   | 667.77   |
| 财务费用率     | 7.54%    | 7.79%    | 8.17%    | 5.21%    | 10.61%   | 8.79%    | 10.63%   | 7.41%    | 11.93%   | 10.88%   | 7.71%    |
| 归母净利率     | 11.20%   | 13.95%   | 11.81%   | 14.02%   | 10.81%   | 12.06%   | 8.77%    | 0.53%    | 0.62%    | 6.56%    | 6.44%    |
| 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 | 6,100.36 | 4,804.14 |
| 较上年同期增减   |          | 15.91%   |          | 23.86%   | 22.50%   | 6.14%    | 20.14%   | 12.43%   | -12.90%  | -5.12%   | -26.06%  |
| 应收账款      | 2,039.79 | 2,245.13 | 4,667.46 | 4,220.23 | 3,916.25 | 3,414.86 | 1,471.18 | 1,213.12 | 1,564.42 | 750.84   | 783.62   |
| 较上年同期增减   | -1438.76 | -1514.78 | 1748.97  | 2629.77  | 1876.46  | 1169.73  | -3196.27 | -3007.12 | -2351.83 | -2664.02 | -687.56  |
| 应付账款      | 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 | 3,505.81 | 3,568.51 |
| 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  | -266.17  | -85.04   |
| 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  | 6832.06  | 5775.87  |
| 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  | 1473.36  | 694.18   |
| 预收账款      | 292.17   | 302.31   | 348.03   | 243.18   | 427.24   | 359.82   | 594.81   | 0.00     | 0.00     | 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  | -359.82  | -594.81  |
| 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  | 1275.09  | 3799.45  |
| 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   | -2202.27 | -528.87  |
| 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   | -885.02  | -3705.87 |
| 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   | 2558.07  | -2294.98 |
| 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   | 200.18   | 549.59   |
| 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  | -816.89  | -984.22  |
| ROE       | 3.12%    | 4.57%    | 3.91%    | 3.89%    | 2.77%    | 3.55%    | 2.64%    | 0.11%    | 0.15%    | 1.90%    | 2.28%    |
| YOY (±)   | 0.91%    | 1.81%    | 0.94%    | 1.58%    | -0.35%   | -1.02%   | -1.27%   | -3.78%   | -2.62%   | -1.65%   | -0.36%   |
| 资产负债率     | 73.43%   | 74.78%   | 72.67%   | 71.34%   | 71.92%   | 72.95%   | 74.76%   | 75.43%   | 75.51%   | 76.25%   | 75.81%   |
| YOY (±)   | -2.84%   | -2.49%   | -1.28%   | -1.24%   | -1.51%   | -1.83%   | 2.09%    | 4.10%    | 3.59%    | 3.30%    | 1.05%    |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 2：晨鸣纸业收入拆分一览

| 单位：百万元 | 2015H1  | 2015A   | 2016H1  | 2016A   | 2017H1  | 2017A   | 2018H1  | 2018A   | 2019H1  |
|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营业务收入 | 9718.7  | 20192.6 | 10606.4 | 22566.9 | 13749.2 | 29472.5 | 15551.3 | 28875.8 | 13348.6 |
| YOY    | 7.01%   | 5.71%   | 9.13%   | 11.76%  | 29.63%  | 30.60%  | 13.11%  | -2.02%  | -14.16% |
| 白卡纸    | 874.20  | 1915.15 | 1060.23 | 2815.70 | 2931.62 | 6906.08 | 3487.00 | 6440.25 | 3693.72 |
| 占比     | 9.00%   | 9.48%   | 10.00%  | 12.48%  | 21.32%  | 23.43%  | 22.42%  | 22.30%  | 27.67%  |
| YOY    | -7.03%  | -3.84%  | 21.28%  | 47.02%  | 176.51% | 145.27% | 18.94%  | -6.75%  | 5.93%   |
| 毛利率    | 22.21%  | 23.57%  | 23.20%  | 24.45%  | 32.18%  | 30.94%  | 18.50%  | 16.23%  | 16.31%  |
| 双胶纸    | 2180.96 | 4460.44 | 2354.83 | 4966.16 | 2692.69 | 6368.90 | 3324.86 | 6155.64 | 3213.18 |
| 占比     | 22.44%  | 22.09%  | 22.20%  | 22.01%  | 19.58%  | 21.61%  | 21.38%  | 21.32%  | 24.07%  |
| YOY    | 51.34%  | 50.30%  | 7.97%   | 11.34%  | 14.35%  | 28.25%  | 23.48%  | -3.35%  | -3.36%  |
| 毛利率    | 23.99%  | 24.67%  | 22.97%  | 25.10%  | 26.56%  | 26.50%  | 30.68%  | 26.60%  | 23.38%  |
| 铜版纸    | 2096.63 | 4365.89 | 2070.30 | 4428.16 | 2588.29 | 5489.86 | 2574.54 | 4697.18 | 1556.42 |
| 占比     | 21.57%  | 21.62%  | 19.52%  | 19.62%  | 18.82%  | 18.63%  | 16.56%  | 16.27%  | 11.66%  |
| YOY    | -4.06%  | -1.41%  | -1.26%  | 1.43%   | 25.02%  | 23.98%  | -0.53%  | -14.44% | -39.55% |
| 毛利率    | 23.71%  | 25.37%  | 25.19%  | 25.75%  | 28.95%  | 30.66%  | 30.65%  | 27.47%  | 20.46%  |
| 融资租赁   |         | 1084.86 | 1202.01 | 2339.93 | 1128.08 | 2347.17 | 1271.71 | 2202.06 | 947.17  |
| 占比     |         | 5.37%   | 11.33%  | 10.37%  | 8.20%   | 7.96%   | 8.18%   | 7.63%   | 7.10%   |
| YOY    |         |         |         | 115.69% | -6.15%  | 0.31%   | 12.73%  | -6.18%  | -25.52% |
| 毛利率    |         | 88.22%  | 87.74%  | 90.62%  | 82.01%  | 87.97%  | 88.52%  | 92.38%  | 89.11%  |

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

图1：纸浆价格走势（截止19年10月25日）



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

图2：浆纸系价格走势（截止19年10月25日）



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        |
| <b>流动资产</b>        | 47968        | 44576        | 43632        | 41973        | <b>营业收入</b>      | 28876        | 29042        | 30586        | 32365        |
| 现金                 | 19293        | 11765        | 11191        | 5044         | 减:营业成本           | 19846        | 21439        | 22893        | 24235        |
| 应收账款               | 3404         | 2444         | 2729         | 2861         | 营业税金及附加          | 250          | 252          | 265          | 281          |
| 存货                 | 6771         | 5479         | 7602         | 6246         | 营业费用             | 1191         | 1204         | 1268         | 1341         |
| 其他流动资产             | 18499        | 24888        | 22110        | 27822        | 管理费用             | 1898         | 1856         | 1985         | 2100         |
| <b>非流动资产</b>       | 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         | <b>营业利润</b>      | 2906         | 1800         | 2116         | 2535         |
| 其他非流动资产            | 15152        | 13453        | 13460        | 13464        | 加:营业外净收支         | 300          | 385          | 347          | 361          |
| <b>资产总计</b>        | 105319       | 105773       | 109759       | 113029       | <b>利润总额</b>      | 3206         | 2180         | 2458         | 2890         |
| <b>流动负债</b>        | 61415        | 60374        | 62487        | 63696        | 减:所得税费用          | 642          | 436          | 492          | 578          |
| 短期借款               | 40228        | 34850        | 36703        | 38838        | 少数股东损益           | 55           | 55           | 55           | 55           |
| 应付账款               | 4150         | 4391         | 4414         | 4562         | <b>归属母公司净利润</b>  | 2510         | 1689         | 1911         | 2257         |
| 其他流动负债             | 17037        | 21133        | 21370        | 20296        | EBIT             | 5942         | 4543         | 4440         | 4688         |
| <b>非流动负债</b>       | 18032        | 17912        | 18119        | 18341        | EBITDA           | 7579         | 5841         | 5743         | 5996         |
| 长期借款               | 7799         | 7955         | 8114         | 8276         |                  |              |              |              |              |
| 其他非流动负债            | 10233        | 9957         | 10005        | 10065        | <b>重要财务与估值指标</b> | <b>2018A</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> |
| <b>负债合计</b>        | 79447        | 78286        | 80606        | 82037        | 每股收益(元)          | 0.51         | 0.28         | 0.36         | 0.48         |
| 少数股东权益             | 823          | 874          | 927          | 986          | 每股净资产(元)         | 8.62         | 9.16         | 9.72         | 10.33        |
| 归属母公司股东权益          | 25049        | 26613        | 28226        | 30006        | 发行在外股份(百万股)      | 2905         | 2905         | 2905         | 2905         |
| <b>负债和股东权益</b>     | 105319       | 105773       | 109759       | 113029       | ROIC(%)          | 6.3%         | 5.0%         | 4.7%         | 4.7%         |
|                    |              |              |              |              | ROE(%)           | 8.9%         | 6.3%         | 6.7%         | 7.5%         |
|                    |              |              |              |              | 毛利率(%)           | 31.3%        | 26.2%        | 25.2%        | 25.1%        |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2018A</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | 销售净利率(%)         | 8.9%         | 6.0%         | 6.4%         | 7.1%         |
| 经营活动现金流            | 14100        | 2205         | 6827         | 1967         | 资产负债率(%)         | 75.4%        | 74.0%        | 73.4%        | 72.6%        |
| 投资活动现金流            | -1779        | -5615        | -6316        | -6418        | 收入增长率(%)         | -3.3%        | 0.6%         | 5.3%         | 5.8%         |
| 筹资活动现金流            | -12853       | -4118        | -1085        | -1697        | 净利润增长率(%)        | -33.4%       | -32.7%       | 13.2%        | 18.1%        |
| 现金净增加额             | -423         | -7528        | -574         | -6147        | P/E              | 4.65         | 6.90         | 6.10         | 5.17         |
| 折旧和摊销              | 1736         | 1366         | 1371         | 1377         | P/B              | 0.56         | 0.53         | 0.50         | 0.47         |
| 资本开支               | 3609         | 5200         | 6200         | 6201         | EV/EBITDA        | 3.90         | 6.64         | 7.07         | 7.00         |
| 营运资本变动             | -5616        | -2351        | -3057        | -2867        |                  |              |              |              |              |

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>

