

晨鸣纸业(000488)

现金流充沛，优先股拟全额赎回

——晨鸣纸业点评报告

✎ 分析师：马莉 执业证书编号：S1230520070002
 分析师：史凡可 执业证书编号：S1230520080008
 ☎ 联系人：傅嘉成、姜文锬
 ✉ : shifanke@stocke.com.cn

报告导读

公司拟2021年3月17日全额赎回“晨鸣优01”，共计2250万股，每股面值100元人民币，总规模22.5亿元人民币；赎回价格为优先股票面金额（100元/股）加当期已决议支付但尚未支付的股息（4.36元/股）。公司现金流好转，本次优先股赎回压力较小，且可减少未来优先股股息支出。

投资要点

□ 浆价上涨预期延续至21Q4

针叶浆、阔叶浆进口价格从20年中的567/452美元/吨快速上升至目前的815/585美元/吨，分别上涨42%/29%。全球货币政策宽松，再通胀预期下大宗商品普涨，纸浆价格涨势合理（横向比较涨势弱于铁、铜等大宗商品，纵向比较弱于上一轮2009-2011年的流动性周期涨势、针叶浆/阔叶浆分别自390/490美元/吨提升至840/910美元/吨）。从供需来看，短期由于成本抬升、全球疫情等原因，预计20年木浆供给减产共计约120万吨（其中阔叶浆/针叶浆减产65/55万吨），纸浆供给相对偏紧，而中国需求坚韧、欧美需求回暖，预期浆价上涨有望延续至21Q4（21年Aruco的130万吨、Bracell的150万吨均于Q4投产）。

□ 纸浆自给率90%，最为受益

自2020年5-6月起至今，双胶/铜板/白卡纸分别涨价587/820/2773元/吨，且3月均有500元/吨提价预期。公司纸浆自给率90%（阔叶浆完全自给），浆价上涨传导到纸价上涨，直接兑现为公司盈利提升。此外，公司三大基地基本实现“浆纸一体化”，最为受益浆价上涨。目前自制化学浆成本较外购浆低约1200元/吨，预期公司双胶/铜板/白卡吨毛利约1500/1500/2500元/吨。

□ 融资租赁持续压缩，财务风险降低

晨鸣融资租赁主要为售后回租业务，随行业去杠杆&租赁行业强监管，晨鸣融资租赁业务承压，目前公司推进融资租赁业务剥离，2019年该业务收入18.2亿元，同比减少17.6%，净回收资金59亿元，规模压缩至136亿元，且2020/2021年预期压缩至100/65亿。从报表口径，2017-2019年公司融资租赁业务资产占总资产的比重由25%下降到14%，长期应收款同比减少84.85%

□ 多重因素叠加，资产负债表修复

截止2019年底晨鸣资产负债率73.1%，明显高于可比上市公司50-60%，且短期负债比例高，债务结构不理想。站在当前视角，我们预期资产负债率有望明显修复，现金流大幅好转：1)造纸板块景气向上，预期净经营性现金流表现靓丽；2)融资租赁板块压缩，净回收资金均用于归还借款；3)前期投产项目逐步落地，资本开支减少。

□ 盈利预测及估值

公司目前拥有湛江、黄冈、寿光三大浆厂，年产能超过430万吨（造纸产能约670万吨），浆纸一体化优势突出，浆价上涨背景下盈利弹性充分释放。我们预

评级

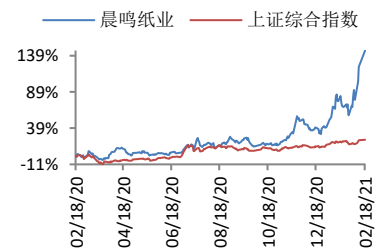
买入

上次评级	买入
当前价格	¥11.23

单季度业绩

元/股

3Q/2020	0.19
2Q/2020	0.15
1Q/2020	0.07
4Q/2019	0.22



公司简介

林浆纸一体化综合纸企

相关报告

- 1 《【浙商轻工】晨鸣纸业：浆价上涨最大受益者！》2021.02.10
- 2 《【浙商轻工】晨鸣三季报点评：盈利环比改善，融资租赁业务压缩，现金流表现靓丽》2020.10.26
- 3 《【浙商轻工】晨鸣纸业：收入结构优化，看好下半年盈利改善 200811》2020.08.11

报告撰写人：马莉、史凡可

联系人：傅嘉成、姜文锬

计 20-22 年分别实现营收 306.13 /376.41 /387.83 亿元，同增 0.72% /22.96% /3.03%；归母净利 17.64 /40.96 /47.46 亿元，同增 6.50% /132.15% /15.89%。当前股价对应 PE 为 19.00X /8.18X /7.06X，给予“买入”评级。

□ 风险提示

行业竞争加剧、纸浆提涨不及预期、纸价提涨不及预期

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	30395.43	30613.13	37641.18	38782.61
(+/-)	5.26%	0.72%	22.96%	3.03%
净利润	1656.57	1764.20	4095.59	4746.47
(+/-)	-34.00%	6.50%	132.15%	15.89%
每股收益(元)	0.56	0.61	1.41	1.63
P/E	20.23	19.00	8.18	7.06

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	44952	46264	48047	48292
现金	19307	16961	17520	16923
交易性金融资产	0	31	10	14
应收账款	2525	5210	5184	5054
其它应收款	2204	1610	2410	2445
预付账款	604	1225	1056	1084
存货	4774	6644	6468	7072
其他	15539	14583	15397	15701
非流动资产	53006	51816	51418	50596
金额资产类	0	818	273	363
长期投资	3606	1494	1862	2321
固定资产	34440	35252	36338	37611
无形资产	1781	1797	1675	1570
在建工程	5467	4734	3321	916
其他	7712	7721	7949	7815
资产总计	97959	98081	99464	98888
流动负债	52699	50583	47874	42514
短期借款	36883	30421	27005	22270
应付款项	5866	6886	8332	7883
预收账款	0	84	35	47
其他	9949	13192	12502	12313
非流动负债	18920	19297	19197	19138
长期借款	9140	9140	9140	9140
其他	9780	10157	10057	9998
负债合计	71619	69880	67071	61652
少数股东权益	1170	1267	1363	1460
归属母公司股东权	25170	26934	31030	35776
负债和股东权益	97959	98081	99464	98888
现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	12233	7231	8869	10544
净利润	1753	1861	4192	4843
折旧摊销	1914	2323	2504	2723
财务费用	2916	2755	3312	2909
投资损失	(174)	(10)	(7)	(8)
营运资金变动	6070	2917	(2158)	(7)
其它	(246)	(2616)	1026	85
投资活动现金流	(2026)	(35)	(1601)	(2586)
资本支出	(131)	(2338)	(2123)	(1534)
长期投资	(3359)	1464	143	(584)
其他	1464	838	379	(468)
筹资活动现金流	(9487)	(8821)	(6189)	(8136)
短期借款	(3345)	(6462)	(3416)	(4735)
长期借款	1341	0	0	0
其他	(7484)	(2359)	(2773)	(3400)
现金净增加额	720	(1626)	1079	(178)

利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	30395	30613	37641	38783
营业成本	21774	21533	24727	25534
营业税金及附加	276	257	328	339
营业费用	1297	1447	1684	1733
管理费用	2128	2158	2597	2617
研发费用	993	1056	1292	1323
财务费用	2916	2755	3312	2909
资产减值损失	(1155)	700	500	400
公允价值变动损益	27	(20)	(20)	(20)
投资净收益	174	10	7	8
其他经营收益	532	0	0	0
营业利润	1584	1752	4480	5240
营业外收支	465	427	424	425
利润总额	2048	2174	4898	5659
所得税	295	313	706	815
净利润	1753	1861	4192	4843
少数股东损益	97	97	97	97
归属母公司净利润	1657	1764	4096	4746
EBITDA	8579	5161	11085	11961
EPS (最新摊薄)	0.56	0.61	1.41	1.63
主要财务比率				
	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	5.26%	0.72%	22.96%	3.03%
营业利润	-45.51%	10.65%	155.67%	16.95%
归属母公司净利润	-34.00%	6.50%	132.15%	15.89%
获利能力				
毛利率	28.36%	29.66%	34.31%	34.16%
净利率	5.77%	6.08%	11.14%	12.49%
ROE	6.35%	6.47%	13.52%	13.63%
ROIC	6.85%	3.10%	9.24%	9.98%
偿债能力				
资产负债率	73.11%	71.25%	67.43%	62.34%
净负债比率	72.17%	64.49%	63.03%	60.30%
流动比率	0.85	0.91	1.00	1.14
速动比率	0.76	0.78	0.87	0.97
营运能力				
总资产周转率	0.30	0.31	0.38	0.39
应收帐款周转率	10.25	10.47	10.45	10.08
应付帐款周转率	5.12	4.92	5.23	4.99
每股指标(元)				
每股收益	0.56	0.61	1.41	1.63
每股经营现金	4.10	2.49	3.05	3.63
每股净资产	8.67	9.27	10.68	12.32
估值比率				
P/E	20.23	19.00	8.18	7.06
P/B	1.30	1.21	1.05	0.91
EV/EBITDA	6.10	13.22	5.86	5.07

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>