

市场价格 (人民币): 9.49 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	29.84
已上市流通 A 股(亿股)	16.59
流通港股(亿股)	5.28
总市值(亿元)	283.20
年内股价最高最低(元)	12.12/4.43
沪深 300 指数	4929
深证成指	13407



相关报告

1. 《浆纸一体龙头，高业绩弹性标的-晨鸣纸业-首次覆盖》，2021.3.20

逐步聚焦主业，2021 业绩弹性值得期待

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	30,395	30,737	36,674	38,107	42,537
营业收入增长率	5.26%	1.12%	19.32%	3.91%	11.63%
归母净利润(百万元)	1,657	1,712	3,681	3,694	3,996
归母净利润增长率	-34.00%	3.35%	115.01%	0.36%	8.18%
摊薄每股收益(元)	0.570	0.574	1.233	1.238	1.339
每股经营性现金流净额	3.77	3.55	-0.24	3.15	3.35
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.58%	7.05%	15.05%	13.85%	13.74%
P/E	8.92	11.19	7.79	7.76	7.18
P/B	0.59	0.79	1.17	1.07	0.99

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 公司 2020 全年实现营收 307.37 亿元，同比增长 1.12%；实现归母净利润 17.12 亿元，同比增长 3.35%。4Q 公司实现营收 86.63 亿元，同比增长 3.37%；实现归母净利润 6.35 亿元，同比增长 7.93%。受信用减值损失计提影响，业绩表现低于预期。

经营分析

- **4Q 白卡纸高景气+文化纸景气度温和提振，4Q 营收环比+2.2%。**1Q、2Q、3Q、4Q 营收同比-1.2%、+4.5%、-2.2%、+3.4%。4Q 双胶纸/铜版纸/白卡纸均价 5700/5800/6800 元/吨，较 3Q 均价提涨 170/200/1400 元/吨。其中，白卡纸提价较为顺利，2H2020 白卡纸营收同比+46.5%。
- **融资租赁业务继续压缩，2020 营收同比-48.5%。**从报表口径，2020 融资租赁业务营收规模 9.4 亿元，融资租赁资产同比下滑 39 亿元，占总资产比重已降至 10.4%，一年内到期应收融资租赁款同比-39.5%，应收一年期融资租赁款同比-89%。信用减值损失计提 6.5 亿元，去年同期 10.3 亿元。
- **财务费用压缩，净利率同比改善明显。**公司毛利率同比下滑 5.3pct，一方面由于疫情导致的上半年行业景气度的下滑，另一方面，年末公司按照新会计准则将销售费用中的运输费项目一次性转移至营业成本。全年期间费用率 16.79%，较去年同期下降 4.07pct。其中，财务费用率同比下降 1.26pct，管理+研发费用率 7.48%，较同期增加 0.48pct。净利率同比+0.43pct。
- **短期受益文化纸&白卡纸景气度上行。**受浆价上行、3 月教材招标、建党 100 周年刊物备货带来的需求预期改善的影响，当前双胶纸/铜版纸均价 7350/7300 元/吨，较 1 月初提涨 1900/1650 元/吨，预计上半年文化纸高景气行情有望维持；白卡纸当前价格突破 10000 元/吨，良好的竞争格局以及供求关系有望继续推升白卡纸的价格，2021 公司吨盈利有望进一步扩大。
- **看好 2021 业绩弹性的充分释放。**公司当前拥有造纸产能 680 万吨，自制浆产能 430 万吨，伴随有效浆产能的进一步释放，自供率有望进一步提高。中长期角度，伴随黄冈二期 150 万吨纸生产线（文化纸、白卡纸）、52 吨机械浆生产线项目的投产，公司在浆纸业赛道的地位有望进一步得到稳固。

盈利预测和投资建议

■ 我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.23、1.24、1.33 元，当前股价对应 PE 分别为 7.8、7.8、7.2 倍，考虑到晨鸣纸业作为国内造纸龙头，公司林浆纸一体化有望显著降低自身周期属性，维持“买入”评级。

风险提示

■ 下游需求不及预期的风险；新增产能投放进度不达预期的风险；公司费用率控制不力的风险；原料价格大幅波动的风险。

姜浩

分析师 SAC 执业编号: S1130520040003
jianghao@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
主营业务收入	28,876	30,395	30,737	36,674	38,107	42,537	货币资金	19,293	19,307	17,760	14,390	14,919	16,973	
增长率	5.3%	1.1%	19.3%	3.9%	11.6%		应收账款	6,751	5,185	4,891	6,698	6,856	7,377	
主营业务成本	-19,846	-21,774	-23,646	-25,781	-27,023	-30,784	存货	6,771	4,774	5,135	6,781	7,107	8,139	
%销售收入	68.7%	71.6%	76.9%	70.3%	70.9%	72.4%	其他流动资产	15,153	15,687	8,097	20,374	18,724	17,274	
毛利	9,030	8,622	7,091	10,892	11,084	11,754	流动资产	47,968	44,952	35,882	48,244	47,605	49,763	
%销售收入	31.3%	28.4%	23.1%	29.7%	29.1%	27.6%	%总资产	45.5%	45.9%	39.2%	46.4%	45.6%	46.6%	
营业税金及附加	-250	-276	-251	-319	-343	-383	长期投资	13,359	10,037	14,654	15,854	16,034	16,194	
%销售收入	0.9%	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	39,785	39,916	37,832	36,692	37,498	37,557	
销售费用	-1,190	-1,297	-298	-1,650	-1,639	-1,808	%总资产	37.8%	40.7%	41.3%	35.3%	35.9%	35.2%	
%销售收入	4.1%	4.3%	1.0%	4.5%	4.3%	4.3%	无形资产	2,080	1,835	1,859	1,941	2,048	2,063	
管理费用	-968	-1,135	-1,025	-1,357	-1,353	-1,489	非流动资产	57,351	53,006	55,693	55,733	56,756	56,961	
%销售收入	3.4%	3.7%	3.3%	3.7%	3.6%	3.5%	%总资产	54.5%	54.1%	60.8%	53.6%	54.4%	53.4%	
研发费用	-930	-992	-1,274	-1,467	-1,524	-1,616	资产总计	105,319	97,959	91,575	103,977	104,361	106,724	
%销售收入	3.2%	3.3%	4.1%	4.0%	4.0%	3.8%	短期借款	47,444	42,546	39,955	47,077	44,281	41,998	
息税前利润 (EBIT)	5,691	4,921	4,242	6,099	6,225	6,458	应付款项	10,147	8,460	8,998	12,558	13,033	14,703	
%销售收入	19.7%	16.2%	13.8%	16.6%	16.3%	15.2%	其他流动负债	3,824	1,692	2,093	2,407	2,466	2,682	
财务费用	-2,741	-2,916	-2,562	-2,436	-2,609	-2,454	流动负债	61,415	52,699	51,046	62,042	59,780	59,383	
%销售收入	9.5%	9.6%	8.3%	6.6%	6.8%	5.8%	长期贷款	7,799	9,140	8,077	8,077	8,077	8,077	
资产减值损失	-292	1,155	-665	-400	-300	-300	其他长期负债	10,233	9,780	6,652	7,734	8,012	8,193	
公允价值变动收益	-115	27	6	-10	30	30	负债	79,447	71,619	65,775	77,854	75,869	75,653	
投资收益	249	174	173	280	290	290	普通股股东权益	25,049	25,170	24,277	24,465	26,681	29,079	
%税前利润	7.8%	8.5%	8.0%	6.2%	6.4%	5.9%	其中：股本	2,905	2,905	2,984	2,984	2,984	2,984	
营业利润	2,906	1,584	1,585	3,819	3,856	4,244	未分配利润	9,107	9,306	10,000	12,208	14,425	16,823	
营业利润率	10.1%	5.2%	5.2%	10.4%	10.1%	10.0%	少数股东权益	823	1,170	1,523	1,658	1,811	1,991	
营业外收支	300	465	588	670	670	670	负债股东权益合计	105,319	97,959	91,575	103,977	104,361	106,724	
税前利润	3,206	2,048	2,172	4,489	4,526	4,914	比率分析		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
利润率	11.1%	6.7%	7.1%	12.2%	11.9%	11.6%	每股指标							
所得税	-642	-295	-266	-673	-679	-737	每股收益	0.864	0.570	0.574	1.233	1.238	1.339	
所得税率	20.0%	14.4%	12.2%	15.0%	15.0%	15.0%	每股净资产	8.624	8.665	8.135	8.198	8.941	9.744	
净利润	2,565	1,753	1,906	3,816	3,847	4,176	每股经营现金净流	4.810	3.772	3.546	-0.238	3.146	3.348	
少数股东损益	55	97	194	135	153	180	每股股利	0.000	0.000	0.150	0.493	0.495	0.536	
归属于母公司的净利润	2,510	1,657	1,712	3,681	3,694	3,996	回报率							
净利率	8.7%	5.5%	5.6%	10.0%	9.7%	9.4%	净资产收益率	10.02%	6.58%	7.05%	15.05%	13.85%	13.74%	
							总资产收益率	2.38%	1.69%	1.87%	3.54%	3.54%	3.74%	
							投入资本收益率	5.47%	5.31%	4.94%	6.26%	6.42%	6.64%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	-2.02%	5.26%	1.12%	19.32%	3.91%	11.63%	
							EBIT 增长率	-9.81%	-13.53%	-13.80%	43.77%	2.07%	3.74%	
							净利润增长率	-33.41%	-34.00%	3.35%	115.01%	0.36%	8.18%	
							总资产增长率	-0.29%	-6.99%	-6.52%	13.54%	0.37%	2.26%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	44.7	35.6	26.8	34.0	35.0	35.0	
							存货周转天数	117.7	96.8	76.5	96.0	96.0	96.5	
							应付账款周转天数	75.1	71.3	64.8	73.0	72.0	72.0	
							固定资产周转天数	352.8	413.6	447.1	410.2	392.9	348.2	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	147.06%	127.71%	122.54%	161.19%	136.12%	110.86%	
							EBIT 利息保障倍数	2.1	1.7	1.7	2.5	2.4	2.6	
							资产负债率	75.43%	73.11%	71.83%	74.88%	72.70%	70.89%	

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	7	7	12
增持	0	0	1	1	19
中性	1	3	5	9	19
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.20	1.85	2.12	2.14

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-03-20	买入	10.20	15.80~15.80

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402