

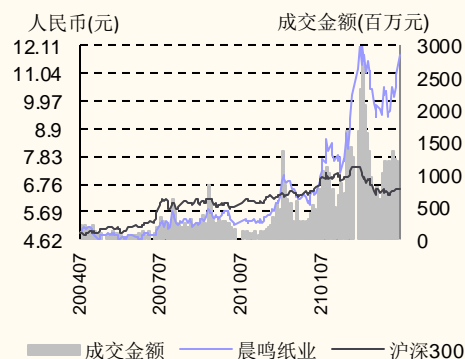
晨鸣纸业 (000488.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 11.75 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)	350.64
年内股价最高最低(元)	12.12/4.62
沪深 300 指数	5140
深证成指	14083



相关报告

- 1.《逐步聚焦主业, 2021 业绩弹性值得期待-晨鸣纸业点评》, 2021.3.26
- 2.《浆纸一体龙头, 高业绩弹性标的-晨鸣纸业-首次覆盖》, 2021.3.20

1Q 业绩超预期, 浆纸一体化优势凸显

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	36,263	37,167	39,310
营业收入增长率	5.26%	1.12%	17.98%	2.49%	5.76%
归母净利润(百万元)	1,657	1,712	3,926	4,065	4,079
归母净利润增长率	-34.00%	3.35%	129.30%	3.56%	0.34%
摊薄每股收益(元)	0.570	0.574	1.315	1.362	1.367
每股经营性现金流净额	3.77	3.55	-0.17	3.25	3.33
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.58%	7.05%	15.95%	15.03%	13.83%
P/E	8.92	11.19	8.94	8.63	8.60
P/B	0.59	0.79	1.42	1.30	1.19

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 4月6日公司发布一季度业绩预告, 预计1Q归母净利润11-12亿元, 去年同期净利润2亿元, 1Q业绩表现超预期。

经营分析

- **受益1Q文化纸、白卡纸高景气, 盈利能力超预期。**文化纸方面, 教材招标+党政印刷需求(预计增量6%-8%)催化短期景气度抬升, 当前双胶纸/铜版纸均价7300/7340元/吨, 较1月初提涨1900/1680元/吨, 涨幅达+35%/+30%; 白卡纸方面, 受益供需格局改善及行业集中度较高(CR4超80%), 年内纸价有望保持高位, 当前白卡纸均价10400元/吨, 较1月初+2700元/吨, 涨幅达38%, 预计行业白卡吨毛利超3000元/吨。
- **浆价上行周期下, 浆纸一体化优势放大, 看好21全年业绩弹性。**当前产业链利润正由下游向上游转移, 晨鸣作为拥有430万吨浆产能的造纸龙头, 充分借助资源优势充分享受造纸环节提价红利, 公司已基本实现阔叶浆、化机浆全部自供, 自供比率接近90%, 相较行业40%的自供率优势凸显。根据测算, 公司1Q平均吨纸净利700-800元左右。
- **融资租赁业务继续压缩, 净利率同比改善值得期待。**2020年底融资租赁资产99亿元, 公司公告中提出未来两年将继续压缩该业务的策略, 预计压缩该项资产规模30亿元至70亿元。另一方面, 公司有望通过优化融资渠道、积极偿还高成本贷款等方式压降财务费用, 计划2021年利息支出比去年再降2.5亿元左右。
- **看好文化纸、白卡纸景气度延续带来的吨净利走阔。**根据公告, 当前公司主要纸种库存9天, 伴随后续出口复苏、浆价高位支撑, 预计上半年文化纸仍将保持高景气度; 白卡纸方面, 当前部分厂商已经发布4月份500元/吨的涨价函, 我们判断, 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, 年内白卡纸高价有望保持。
- **中长期市场份额稳步提升, 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在下半年的开工, 公司在浆系纸赛道的地位有望进一步得到稳固。**

盈利预测和投资建议

- 考虑到公司1Q业绩表现, 我们上调公司2021-2023年EPS至1.32、1.36、1.37元, 上调幅度为6.7%、10%、2%, 当前股价对应A股PE分别为8.9、8.6、8.6倍, 对应H股PE分别为4.9、4.7、4.7倍, 对应B股PE分别为4.1、3.9、3.9倍, 考虑到晨鸣纸业作为国内造纸龙头, 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	36,263	37,167	39,310	货币资金	19,293	19,307	17,760	14,067	14,276	15,341
增长率		5.3%	1.1%	18.0%	2.5%	5.8%	应收账款	6,751	5,185	4,891	6,623	6,687	6,817
主营业务成本	-19,846	-21,774	-23,646	-25,144	-25,792	-27,908	存货	6,771	4,774	5,135	6,613	6,784	7,379
%销售收入	68.7%	71.6%	76.9%	69.3%	69.4%	71.0%	其他流动资产	15,153	15,687	8,097	20,349	18,675	17,159
毛利	9,030	8,622	7,091	11,119	11,376	11,401	流动资产	47,968	44,952	35,882	47,652	46,420	46,696
%销售收入	31.3%	28.4%	23.1%	30.7%	30.6%	29.0%	%总资产	45.5%	45.9%	39.2%	46.1%	45.0%	45.0%
营业税金及附加	-250	-276	-251	-315	-335	-354	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	-1,632	-1,598	-1,671	%总资产	37.8%	40.7%	41.3%	35.5%	36.3%	36.2%
%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	-1,342	-1,319	-1,376	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%	53.9%	55.0%	55.0%
研发费用	-930	-992	-1,274	-1,451	-1,487	-1,494	资产总计	105,319	97,959	91,575	103,385	103,176	103,658
%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	46,638	43,319	40,051
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						
利润率	11.1%	6.7%	7.1%	12.2%	11.9%	11.6%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-642	-295	-266	-673	-679	-737	每股指标						
所得税率	20.0%	14.4%	12.2%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.864	0.570	0.574	1.233	1.238	1.339
净利润	2,565	1,753	1,906	3,816	3,847	4,176	每股净资产	8.624	8.665	8.135	8.198	8.941	9.744
少数股东损益	55	97	194	135	153	180	每股经营现金净流	4.810	3.772	3.546	-0.238	3.146	3.348
归属于母公司的净利润	2,510	1,657	1,712	3,681	3,694	3,996	每股股利	0.000	0.000	0.150	0.493	0.495	0.536
净利率	8.7%	5.5%	5.6%	10.0%	9.7%	9.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	10.02%	6.58%	7.05%	15.05%	13.85%	13.74%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	2.38%	1.69%	1.87%	3.54%	3.54%	3.74%
净利润	2,565	1,753	1,906	3,816	3,847	4,176	投入资本收益率	5.47%	5.31%	4.94%	6.26%	6.42%	6.64%
少数股东损益	55	97	194	135	153	180	增长率						
非现金支出	1,909	1,793	2,307	2,477	2,733	2,881	主营业务收入增长率	-2.02%	5.26%	1.12%	19.32%	3.91%	11.63%
非经营收益	3,116	2,253	1,749	1,848	1,869	1,711	EBIT增长率	-9.81%	-13.53%	-13.80%	43.77%	2.07%	3.74%
营运资金变动	6,382	5,158	4,619	-8,851	940	1,223	净利润增长率	-33.41%	-34.00%	3.35%	115.01%	0.36%	8.18%
经营活动现金净流	13,972	10,957	10,581	-710	9,389	9,991	总资产增长率	-0.29%	-6.99%	-6.52%	13.54%	0.37%	2.26%
资本开支	-3,608	-975	-122	-3,632	-2,246	-1,656	资产管理能力						
投资	2,291	-1,729	-495	-160	-70	-70	应收账款周转天数	44.7	35.6	26.8	34.0	35.0	35.0
其他	-462	679	436	-820	210	230	存货周转天数	117.7	96.8	76.5	96.0	96.0	96.5
投资活动现金净流	-1,779	-2,026	-181	-4,612	-2,106	-1,496	应付账款周转天数	75.1	71.3	64.8	73.0	72.0	72.0
股权募资	500	423	952	-1,947	0	0	固定资产周转天数	352.8	413.6	447.1	410.2	392.9	348.2
债权募资	5,707	-2,137	-5,174	8,149	-2,446	-2,133	偿债能力						
其他	-18,951	-7,985	-5,358	-4,232	-4,297	-4,300	净负债/股东权益	147.06%	127.71%	122.54%	161.19%	136.12%	110.86%
筹资活动现金净流	-12,744	-9,698	-9,580	1,970	-6,743	-6,433	EBIT利息保障倍数	2.1	1.7	1.7	2.5	2.4	2.6
现金净流量	-550	-767	820	-3,353	540	2,063	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	8	12	13	18
增持	1	2	3	3	18
中性	0	3	4	7	18
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.62	1.58	1.74	2.00

来源：朝阳永续

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。

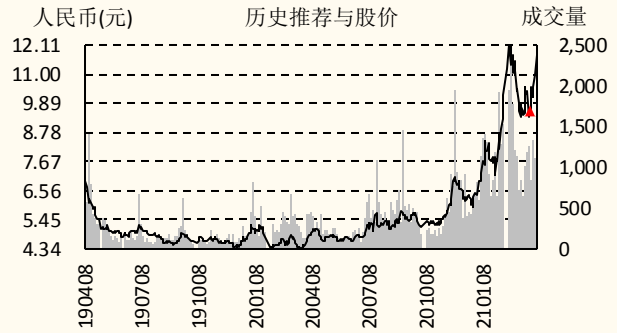
最终评分与平均投资建议对照：

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

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
2	2021-03-26	买入	9.61	N/A

来源：国金证券研究所



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