

晨鸣纸业(000488)

点评报告

行业公司研究——造纸 II 行业

证券研究报告

Q1 业绩靓丽，聚焦造纸主业

——晨鸣纸业一季报点评

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

报告导读

公司发布 2021 年一季报：21Q1 公司实现营收 102.06 亿 (+67.71%)，归母净利润 11.79 亿 (+481.42%)，扣非归母净利 11.65 亿 (+709.12%)，盈利表现沿预告上限。

投资要点

□ 受益于浆纸高配套率，公司 Q1 量利齐升

量价拆分来看，从量的角度，公司 Q1 预计实现机制纸销量 155 万吨，同比增长 50%+；从利的角度，公司充分受益于纸浆高配套率带来的盈利弹性（纸浆配套率 80%），测算期内单吨利润 800 元（去年测算 363 元）。报告期内，针叶浆/阔叶浆的单吨均价分别为 850 美元/640 美元（同比+44.13%/+33.97%），白卡纸/双胶纸/铜版纸单吨均价分别为 8441 元/6457 元/6476 元（同比+42.44%/+0.47%/+9.13%）。考虑提价集中在 3 月，Q2 预期更优。

□ 白卡维持高位，文化纸仍有提涨空间，公司二季度业绩预期更优

展望 Q2，预计白卡纸价格仍将维持高位；伴随着建党节的来临，文化纸仍有提涨空间。考虑当前时点价格，我们测算白卡纸吨净利超过 2000 元/吨，文化纸吨净利约 1000 元/吨，后续文化纸仍有提价预期，我们认为公司二季度业绩将比一季度有较大提升。

□ 造纸业务毛利率上升

21Q1 公司实现毛利率 29.08%，同比+0.84pct，环比+10.27 pct，主要系造纸业务景气度上升。公司期间费用率 13.55%（同比-9.78pct），其中，销售费用率 0.68%（同比-3.72pct），主要系会计准则变更；管理费用率 2.44%（同比-1.62pct）；财务费用率 6.85%（同比-3.86pct），主要系报告期内公司融资租赁业务压缩。

□ 公司持续压缩融资租赁业务

21 年 3 月底，公司融资租赁规模持续压缩（体现在公司长期应收款从 20 年底的 46.59 亿压缩至 35.64 亿），未来融资租赁规模将会继续压缩；伴随造纸业务好转，21Q1 公司经营性现金流量净额从 20Q1 的 6.56 亿提升至 33.87 亿，同比增长 416.62%；21Q1 公司资产负债率从 20Q1 的 72.80% 下降至 72.05%。总的来说，随着融资租赁业务的压缩和造纸景气度上行，预期公司报表质量将显著提升。

□ 盈利预测及估值

公司是国内最大上市浆纸龙头，公司湛江、黄冈、寿光三大浆厂基本实现“浆纸一体化”，浆价上涨背景下盈利弹性充分释放，同时公司全额赎回“晨鸣优 01”优先股，既表明长期发展信心，同时也减少未来优先股股息支出。我们预计 21-23 年分别实现营收 378.29/374.35/422.79 亿元，同增 23.08%/ -1.04%/ 12.94%；归母净利润 54.51/ 50.41/ 57.90 亿元，同增 218.40%/ -7.53%/ 14.87%。当前股价对应 PE 为 5.93 X/6.42X /5.59X，给予“买入”评级。

□ 风险提示

竞争加剧、纸浆提涨不及预期、纸价提涨不及预期

评级

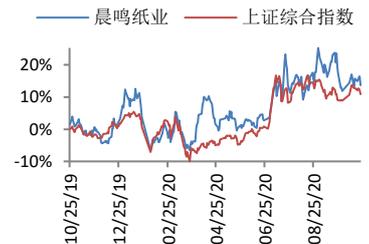
买入

上次评级 买入
 当前价格 ¥ 10.84

单季度业绩

元/股

2Q/2020 0.03
 3Q/2020 0.14
 4Q/2020 0.15
 1Q/2021 0.36



公司简介

浆纸一体化造纸龙头，成本端优势明显

相关报告

- 《【浙商轻工】晨鸣纸业：现金流充沛优先股拟全额赎回 210219》2021.2.19
- 《【浙商轻工】晨鸣纸业：浆价上涨最大受益者 210210》2021.2.10
- 《【浙商轻工】晨鸣纸业：盈利环比改善，融资租赁业务压缩，现金流表现靓丽 201026》2020.10.26
- 《【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：史凡可、马莉

联系人：傅嘉成

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	30736.52	37829.00	37434.98	42279.32
(+/-)	1.12%	23.08%	-1.04%	12.94%
净利润	1712.03	5451.10	5040.74	5790.08
(+/-)	3.35%	218.40%	-7.53%	14.87%
每股收益(元)	0.57	1.83	1.69	1.94
P/E	18.90	5.93	6.42	5.59

图 1：晨鸣纸业季度财务数据及收入结构一览

单位: 百万元	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
营业总收入	7,241.81	8,309.52	7,941.43	5,382.99	6,159.84	7,188.81	8,665.53	8,381.26	6,085.38	7,514.43	8,473.30	8,663.41	10,205.72
YOY	15.42%	11.16%	-2.92%	-28.64%	-14.94%	-13.49%	9.12%	55.70%	-1.21%	4.53%	-2.22%	3.37%	67.71%
归母净利润	782.50	1,002.13	696.53	28.67	38.22	471.57	557.96	588.81	202.79	313.54	560.23	635.47	1,179.08
YOY	11.39%	-3.92%	-27.90%	-97.29%	-95.12%	-52.94%	-19.89%	1953.67%	430.55%	-33.51%	0.41%	7.93%	481.42%
扣非归母净利润	733.12	804.78	645.79	(229.99)	(23.65)	326.80	447.51	(48.33)	143.99	(76.11)	463.34	587.88	1165.08
YOY	19.11%	-20.15%	-30.38%	-126.29%	-103.23%	-59.39%	-30.70%	-78.99%	708.79%	123.29%	-3.54%	1316.46%	-709.12%
毛利率	35.21%	33.00%	30.67%	24.21%	23.03%	30.27%	27.49%	31.56%	28.24%	22.57%	24.16%	18.81%	29.08%
期间费用率	21.19%	18.56%	20.71%	20.58%	24.15%	22.45%	18.02%	20.02%	23.33%	21.55%	18.00%	6.87%	13.55%
其中: 销售费用	270.90	334.56	324.61	260.43	287.38	303.20	373.17	333.44	267.67	385.07	358.83	(713.32)	69.65
销售费用率	3.74%	4.03%	4.09%	4.84%	4.67%	4.22%	4.31%	3.98%	4.40%	5.12%	4.23%	-8.23%	0.68%
其中: 管理费用	495.31	477.55	230.96	242.04	272.20	290.22	246.10	326.21	246.73	245.26	237.65	295.78	249.15
管理费用率	6.84%	5.75%	5.99%	8.34%	7.55%	7.36%	6.00%	7.31%	8.22%	7.19%	6.55%	8.13%	6.02%
其中: 研发费用	768.65	730.18	844.01	398.65	735.01	781.84	667.77	731.41	651.79	694.42	611.71	604.14	699.09
研发费用率	10.61%	8.79%	10.63%	7.41%	11.93%	10.88%	7.71%	8.73%	10.71%	9.24%	7.22%	6.97%	6.85%
财务费用率	10.81%	12.06%	8.77%	0.53%	0.62%	6.56%	6.44%	7.03%	3.33%	4.17%	6.61%	7.34%	11.55%
归母净利润率	10.81%	12.06%	8.77%	0.53%	0.62%	6.56%	6.44%	7.03%	3.33%	4.17%	6.61%	7.34%	11.55%
存货	6,632.67	6,429.32	6,497.16	6,771.49	5,777.03	6,100.36	4,804.14	4,774.43	5,324.64	5,701.57	5,338.69	5,135.29	4,792.17
较上年同期增减	1218.42	371.85	1089.01	748.68	-855.64	-328.96	-1693.02	-1997.06	-452.39	-398.79	534.54	360.86	-532.47
应收账款	3,869.96	3,771.97	3,653.55	3,404.49	3,660.08	3,505.81	3,568.51	2,525.08	2,585.91	2,297.70	2,459.25	1,984.93	2,131.78
较上年同期增减	76.70	4.26	-296.29	-261.38	-209.88	-266.17	-85.04	-879.40	-1074.17	-1208.11	-1109.26	-540.15	-454.14
应付账款及应付票据	4,741.44	5,358.70	5,081.70	8,369.20	8,186.75	6,832.06	5,775.87	5,866.14	5,777.19	6,992.51	7,983.64	7,041.37	7,288.35
较上年同期增减	281.96	944.97	280.84	3,076.87	3,445.31	1,473.36	694.18	-2503.06	-2,409.56	160.45	2,207.76	1,175.23	1511.16
预收账款	427.24	359.82	594.81	419.54	450.84	639.44	1078.70	968.08	1,146.46	1,230.61	1,223.59	1,051.15	1,278.95
较上年同期增减	135.07	-57.52	246.78	176.36	23.59	279.62	483.89	548.54	695.63	591.16	144.89	-83.06	132.49
经营性现金流净额	1267.68	3477.36	4328.32	5026.34	1424.69	1275.09	3799.45	5733.48	655.58	1671.45	4941.82	3990.95	3386.89
较上年同期增减	3067.61	5790.36	1828.52	3389.43	157.00	-2202.27	-528.87	707.14	-769.10	396.37	1142.36	-1742.53	2731.31
筹资性现金流净额	-134.54	-3443.09	-1410.89	-7864.64	104.04	-885.02	-3705.87	-5000.58	-2087.15	-1007.23	-5150.68	-1348.97	-3285.80
较上年同期增减	-2147.66	-6455.35	-1244.53	-7482.75	238.57	2558.07	-2294.98	2864.06	-2191.19	-122.22	-1444.81	3651.61	-1198.64
资本开支	591.97	1,017.08	1,533.80	465.85	176.75	200.18	549.59	185.66	57.11	86.70	81.97	28.42	83.75
较上年同期增减	207.35	654.73	421.30	72.36	-415.22	-816.89	-984.22	-280.19	-119.65	-113.48	-467.62	-157.23	26.64
ROE	2.77%	3.55%	2.64%	0.11%	0.15%	1.90%	2.28%	2.37%	0.81%	1.25%	2.32%	2.67%	5.00%
YOY(±)	-0.35%	-1.02%	-1.27%	-3.78%	-2.62%	-1.65%	-0.36%	2.26%	0.65%	-0.65%	0.04%	0.30%	4.19%
资产负债率	71.92%	72.95%	74.76%	75.43%	75.51%	76.25%	75.81%	73.11%	72.80%	73.49%	73.57%	71.83%	72.05%
YOY(±)	-1.51%	-1.83%	2.09%	4.10%	3.59%	3.30%	1.05%	-2.32%	-2.71%	-2.76%	-2.24%	-1.29%	-0.75%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 2：晨鸣纸业收入结构一览

(百万元)	2016H1	2016H2	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2
营业总收入	10606.36	12300.76	13749.24	16102.51	15551.33	13324.43	13348.65	17046.79	13599.81	17136.71
YOY	9.13%	16.89%	29.63%	30.91%	13.11%	-17.25%	-14.16%	27.94%	1.88%	0.53%
分产品										
白卡纸	1060.23	1755.47	2931.62	3974.46	3487.00	2953.25	3693.72	3215.18	3188.83	4711.58
YOY	21.28%	68.64%	176.51%	126.40%	18.94%	-25.69%	5.93%	8.87%	-13.67%	46.54%
占比	10.00%	14.27%	21.32%	24.68%	22.42%	22.16%	27.67%	18.86%	23.45%	27.49%
毛利率	23.20%	25.21%	32.18%	30.02%	18.50%	50.50%	16.31%	17.15%	22.64%	30.02%
双胶纸	2354.83	2611.33	2692.69	3676.21	3324.86	2830.78	3213.18	4515.70	3132.41	3747.99
YOY	7.97%	14.56%	14.35%	40.78%	23.48%	-23.00%	-3.36%	59.52%	-2.51%	-17.00%
占比	22.20%	21.23%	19.58%	22.83%	21.38%	21.25%	24.07%	26.49%	23.03%	21.87%
毛利率	22.97%	27.03%	26.56%	26.46%	30.68%	23.59%	23.38%	27.52%	23.41%	13.04%
铜版纸	2070.30	2357.86	2588.29	2901.57	2574.54	2122.64	1556.42	2223.07	1791.15	2343.37
YOY	-1.26%	3.90%	25.02%	23.06%	-0.53%	-26.85%	-39.55%	4.73%	15.08%	5.41%
占比	19.52%	19.17%	18.82%	18.02%	16.56%	15.93%	11.66%	13.04%	13.17%	13.67%
毛利率	25.19%	26.24%	28.95%	32.19%	30.65%	42.14%	20.46%	33.23%	23.31%	19.78%
静电纸	925.98	1181.51	1063.22	1308.22	1209.74	1194.63	1121.38	2148.69	1869.07	2183.33
YOY	26.74%	38.96%	14.82%	10.72%	13.78%	-8.68%	-7.30%	79.86%	66.68%	1.61%
占比	8.73%	9.61%	7.73%	8.12%	7.78%	8.97%	8.40%	12.60%	13.74%	12.74%
毛利率	30.58%	-23.96%	0.00%	66.33%	42.02%	30.09%	26.68%	31.43%	24.78%	17.99%
融资租赁	1202.01	1137.91	1128.08	1219.10	1271.71	930.35	947.17	868.29	523.14	411.98
YOY	310.03%	43.73%	-6.15%	7.13%	12.73%	-23.69%	-25.52%	-6.67%	-44.77%	-52.55%
占比	11.33%	9.25%	8.20%	7.57%	8.18%	6.98%	7.10%	5.09%	3.85%	2.40%
毛利率	87.74%	93.67%	82.01%	93.48%	88.52%	100.93%	89.11%	98.06%	89.50%	82.35%
净利润	-	-	247.91	627.89	467.62	134.13	210.10	115.92	-	-
归母净利润	939.16	1124.82	1745.51	2023.81	1784.63	725.20	509.80	1106.77	516.33	1195.70
YOY	239.80%	51.02%	85.86%	79.92%	2.24%	-64.17%	-71.43%	52.62%	1.28%	8.04%
净利润(剔除融资租赁)	-	-	1497.61	1395.92	1317.01	591.07	299.70	990.85	约500	-
销量/万吨	209	243	244	252	227	205	239	286	约250	311
吨净利/元(剔除融资租赁)	-	-	614	554	579	289	125	346	200	384

资料来源：Wind，浙商证券研究所（20H2 融资租赁规模缩小，未披露利润情况，20H2 吨净利系未剔除融资租赁数据）

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	35882	39190	41404	41970
现金	17760	18166	17477	16828
交易性金融资产	193	64	86	114
应收账款	1985	3878	3122	3530
其它应收款	2417	2751	2793	3185
预付账款	964	910	868	1074
存货	5135	5076	5240	6663
其他	7428	8344	11817	10577
非流动资产	55693	52065	49593	46239
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	3906	2666	3393	3322
固定资产	37652	37891	38264	37192
无形资产	1775	1629	1491	1378
在建工程	171	4937	6350	5480
其他	12190	11742	11718	11906
资产总计	91575	91255	90997	88209
流动负债	51046	42617	37572	29247
短期借款	32794	22544	18682	8199
应付款项	7041	8032	7358	8770
预收账款	1051	1016	1159	1297
其他	10160	11025	10372	10981
非流动负债	14729	16966	16517	16071
长期借款	8077	8077	8077	8077
其他	6652	8888	8440	7993
负债合计	65775	59582	54090	45317
少数股东权益	1523	1717	1912	2106
归属母公司股东权	24277	29955	34996	40786
负债和股东权益	91575	91255	90997	88209
现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	11260	14169	8023	11961
净利润	1906	5645	5235	5984
折旧摊销	2320	2494	2658	2787
财务费用	2562	3329	3294	3171
投资损失	(173)	(10)	(7)	(8)
营运资金变动	1662	1099	(3681)	1458
其它	2982	1611	525	(1431)
投资活动现金流	(181)	571	(694)	1116
资本支出	2084	(651)	428	617
长期投资	(1161)	1893	(875)	(48)
其他	(1105)	(671)	(247)	546
筹资活动现金流	(9594)	(13713)	(7498)	(13306)
短期借款	(4089)	(10250)	(3862)	(10484)
长期借款	(1063)	0	0	0
其他	(4442)	(3463)	(3636)	(2823)
现金净增加额	1485	1027	(169)	(230)

利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	30737	37829	37435	42279
营业成本	23646	24365	24615	28400
营业税金及附加	251	318	326	369
营业费用	298	367	412	507
管理费用	2128	2666	2577	2847
研发费用	993	1305	1285	1442
财务费用	2562	3329	3294	3171
资产减值损失	(665)	600	500	400
公允价值变动损益	6	(20)	(20)	(20)
投资净收益	173	10	7	8
其他经营收益	390	0	0	0
营业利润	1585	6174	5699	6573
营业外收支	588	427	424	425
利润总额	2172	6596	6116	6992
所得税	266	950	881	1008
净利润	1906	5645	5235	5984
少数股东损益	194	194	194	194
归属母公司净利润	1712	5451	5041	5790
EBITDA	9110	9753	12457	13359
EPS (最新摊薄)	0.57	1.83	1.69	1.94
主要财务比率				
	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	1.12%	23.08%	-1.04%	12.94%
营业利润	0.07%	289.59%	-7.70%	15.35%
归属母公司净利润	3.35%	218.40%	-7.53%	14.87%
获利能力				
毛利率	23.07%	35.59%	34.25%	32.83%
净利率	6.20%	14.92%	13.98%	14.15%
ROE	6.57%	18.97%	14.70%	14.51%
ROIC	7.90%	8.58%	11.46%	13.26%
偿债能力				
资产负债率	71.83%	65.29%	59.44%	51.37%
净负债比率	73.02%	62.60%	61.49%	50.88%
流动比率	0.70	0.92	1.10	1.44
速动比率	0.60	0.80	0.96	1.21
营运能力				
总资产周转率	0.32	0.41	0.41	0.47
应收帐款周转率	13.63	14.19	11.89	13.61
应付帐款周转率	5.63	5.57	5.27	5.76
每股指标(元)				
每股收益	0.57	1.83	1.69	1.94
每股经营现金	3.77	4.75	2.69	4.01
每股净资产	8.14	10.04	11.73	13.67
估值比率				
P/E	18.90	5.93	6.42	5.59
P/B	1.33	1.08	0.92	0.79
EV/EBITDA	5.42	5.98	4.41	3.37

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“本公司”）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>