

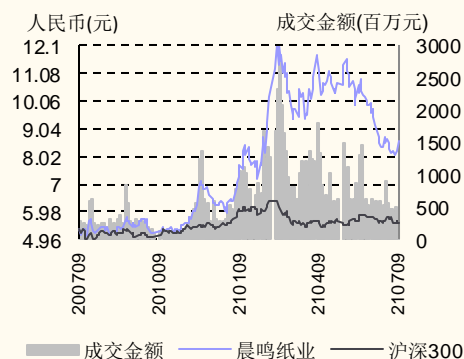
晨鸣纸业 (000488.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 8.59 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)	256.34
年内股价最高最低(元)	12.12/5.08
沪深 300 指数	5069
深证成指	14844



相关报告

- 1.《1Q 业绩超预期, 浆纸一体化优势凸显-晨鸣纸业-1Q 业绩点评》, 2021.4.6
- 2.《逐步聚焦主业, 2021 业绩弹性值得期待-晨鸣纸业点评》, 2021.3.26
- 3.《浆纸一体龙头, 高业绩弹性标的-晨鸣纸业-首次覆盖》, 2021.3.20

2Q 业绩符合预期, 静待 3Q 触底反弹

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	36,071	38,066
营业收入增长率	5.26%	1.12%	17.98%	-0.53%	5.53%
归母净利润(百万元)	1,657	1,712	3,901	4,078	4,081
归母净利润增长率	-34.00%	3.35%	127.84%	4.54%	0.09%
摊薄每股收益(元)	0.570	0.574	1.307	1.366	1.368
每股经营性现金流净额	3.77	3.55	2.93	2.81	2.88
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.58%	7.05%	14.24%	13.21%	11.89%
P/E	8.92	11.19	6.57	6.29	6.28
P/B	0.59	0.79	0.94	0.83	0.75

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 7月9日公司发布半年报业绩预告, 1H2021 公司实现归母净利润 20-21 亿元, 同比+287%-307%, 其中 2Q 实现归母净利 8.2-9.2 亿元, 同比+161.8%-193.7%。2Q 业绩符合预期。

经营分析

- 纸价受淡季影响高位回落, 2Q 业绩符合预期。2Q 归母净利环比-30.4%--21.9%, 同比+161.8%-193.7%。价格方面, 2Q 以来文化纸、白卡纸价格均出现回落, 当前双胶纸/铜版纸/白卡纸均价 5550/5690/6660 元/吨, 较 3 月底变动-1750/-1630/-3160 元/吨。主要原因在于下游需求进入淡季, 原材料价格回落周期下纸价支撑力不足。
- 静待 3Q 文化纸价格触底回升, 白卡纸旺季涨价业绩弹性值得期待。原材料角度, 3 月起木浆价格触顶回落, 当前阔叶浆价格较 3 月底下滑 700 元/吨, 鉴于 8 月巴西 280 万吨阔叶浆产能投放, 我们认为浆价有望延续走低的态势, 但幅度预计有限。文化纸方面, 当前处于经销商消化库存阶段, 伴随 9 月学汛到来, 文化纸在需求改善的刺激下, 价格有望触底回升, 吨净利有望重拾升势。白卡纸方面, 当前行业开工率承压, 社会库存进入去化阶段, 鉴于其良好的竞争格局, 预计伴随 3Q 旺季到来, 纸价有望企稳回升, 吨盈利逐步进入上行区间。
- 融资租赁业务继续压缩, 报表质量提升值得期待。2021 年 3 月底公司融资租赁资产由 2020 年底 99 亿元压减至不足 90 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建设, 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 2Q 业绩表现, 我们保持盈利预测不变, 预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.31、1.37、1.36 元, 当前股价对应 A 股 PE 分别为 6.6、6.3、6.3 倍, 对应 H 股 PE 分别为 3.2、3、3 倍, 对应 B 股 PE 分别为 3、2.9、2.9 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	36,071	38,066	货币资金	19,293	19,307	17,760	14,110	13,960	15,003
增长率		5.3%	1.1%	18.0%	-0.5%	5.5%	应收账款	6,751	5,185	4,891	6,623	6,489	6,602
主营业务成本	-19,846	-21,774	-23,646	-25,144	-25,117	-27,207	存货	6,771	4,774	5,135	6,613	6,606	7,193
%销售收入	68.7%	71.6%	76.9%	69.3%	69.6%	71.5%	其他流动资产	15,153	15,687	8,097	8,149	8,048	7,931
毛利	9,030	8,622	7,091	11,119	10,955	10,860	流动资产	47,968	44,952	35,882	35,495	35,103	36,729
%销售收入	31.3%	28.4%	23.1%	30.7%	30.4%	28.5%	%总资产	45.5%	45.9%	39.2%	36.2%	36.6%	37.5%
营业税金及附加	-250	-276	-251	-315	-325	-343	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	43,482	41,468	41,707
销售费用	-1,190	-1,297	-298	-1,632	-1,551	-1,618	%总资产	37.8%	40.7%	41.3%	44.4%	43.3%	42.6%
%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	-1,281	-1,332	非流动资产	57,351	53,006	55,693	62,523	60,726	61,111
%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%	63.8%	63.4%	62.5%
研发费用	-930	-992	-1,274	-1,451	-1,443	-1,447	资产总计	105,319	97,959	91,575	98,018	95,829	97,840
%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	38,534	32,571	29,801
息税前利润 (EBIT)	5,691	4,921	4,242	6,380	6,355	6,120	应付款项	10,147	8,460	8,998	12,253	12,121	13,000
%销售收入	19.7%	16.2%	13.8%	17.6%	17.6%	16.1%	其他流动负债	3,824	1,692	2,093	2,364	2,388	2,482
财务费用	-2,741	-2,916	-2,562	-2,458	-2,288	-2,017	流动负债	61,415	52,699	51,046	53,151	47,079	45,283
%销售收入	9.5%	9.6%	8.3%	6.8%	6.3%	5.3%	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	7,730	7,993	8,153
公允价值变动收益	-115	27	6	-10	30	30	负债	79,447	71,619	65,775	68,958	63,150	61,513
投资收益	249	174	173	280	290	290	普通股股东权益	25,049	25,170	24,277	27,401	30,867	34,337
%税前利润	7.8%	8.5%	8.0%	5.9%	5.8%	5.8%	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	4,078	4,307	4,343	未分配利润	9,107	9,306	10,000	13,198	16,664	20,133
营业利润率	10.1%	5.2%	5.2%	11.2%	11.9%	11.4%	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	98,018	95,829	97,840
税前利润	3,206	2,048	2,172	4,748	4,977	5,013	比率分析						
利润率	11.1%	6.7%	7.1%	13.1%	13.8%	13.2%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-642	-295	-266	-712	-747	-752	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	1.307	1.366	1.368
净利润	2,565	1,753	1,906	4,036	4,231	4,261	每股净资产	8.624	8.665	8.135	9.182	10.344	11.506
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	2.933	2.806	2.883
归属于母公司的净利润	2,510	1,657	1,712	3,901	4,078	4,081	每股股利	0.240	0.147	0.185	0.235	0.205	0.205
净利率	8.7%	5.5%	5.6%	10.8%	11.3%	10.7%	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%	14.24%	13.21%	11.89%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	2.38%	1.69%	1.87%	3.98%	4.26%	4.17%
净利润	2,565	1,753	1,906	4,036	4,231	4,261	投入资本收益率	5.47%	5.31%	4.94%	7.02%	7.22%	6.87%
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	2,387	2,553	2,701	主营业务收入增长率	-2.02%	5.26%	1.12%	17.98%	-0.53%	5.53%
非经营收益	3,116	2,253	1,749	1,865	1,531	1,233	EBIT增长率	-9.81%	-13.53%	-13.80%	50.38%	-0.38%	-3.70%
营运资金变动	6,382	5,158	4,619	464	60	408	净利润增长率	-33.41%	-34.00%	3.35%	127.84%	4.54%	0.09%
经营活动现金净流	13,972	10,957	10,581	8,752	8,375	8,602	总资产增长率	-0.29%	-6.99%	-6.52%	7.03%	-2.23%	2.10%
资本开支	-3,608	-975	-122	-7,532	54	-2,256	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	-8,512	194	-2,096	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	0	0	0	固定资产周转天数	352.8	413.6	447.1	385.5	387.4	364.6
债权募资	5,707	-2,137	-5,174	-394	-5,614	-2,619	偿债能力						
其他	-18,951	-7,985	-5,358	-3,480	-3,093	-2,835	净负债/股东权益	147.06%	127.71%	122.54%	116.47%	85.78%	66.67%
筹资活动现金净流	-12,744	-9,698	-9,580	-3,874	-8,706	-5,454	EBIT利息保障倍数	2.1	1.7	1.7	2.6	2.8	3.0
现金净流量	-550	-767	820	-3,634	-138	1,052	资产负债率	75.43%	73.11%	71.83%	70.35%	65.90%	62.87%

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	0	3	8	14	32
增持	0	2	2	3	7
中性	0	0	0	0	7
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.40	1.20	1.18	1.46

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。

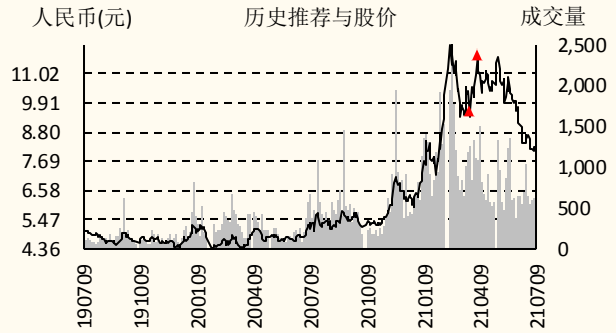
最终评分与平均投资建议对照：

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
3	2021-04-06	买入	10.95	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