

晨鸣纸业 (000488.SZ) 买入 (维持评级)

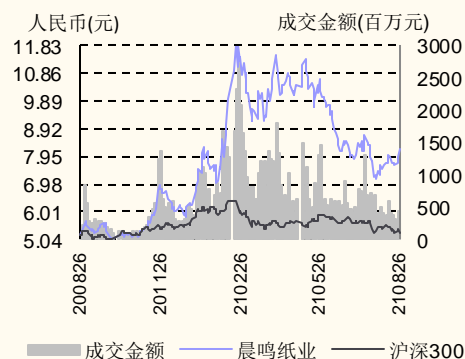
公司点评

市场价格 (人民币): 8.23 元

2Q 资产质量优化, 静待 3Q 旺季反弹

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)	245.60
年内股价最高最低(元)	11.84/5.07
沪深 300 指数	4802
深证成指	14415



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	31,476	32,540	35,481
营业收入增长率	5.26%	1.12%	2.41%	3.38%	9.04%
归母净利润(百万元)	1,657	1,712	3,242	3,005	3,139
归母净利润增长率	-34.00%	3.35%	89.36%	-7.32%	4.47%
摊薄每股收益(元)	0.570	0.574	1.086	1.007	1.052
每股经营性现金流净额	3.77	3.55	2.69	2.45	2.58
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.58%	7.05%	12.07%	10.21%	9.78%
P/E	8.92	11.19	7.58	8.17	7.82
P/B	0.59	0.79	0.91	0.83	0.77

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 8月26日公司发布半年报, 1H21 实现营收 171.7 亿元, 同比+26.3%; 归母净利润 20.2 亿元, 同比+291%; 其中 2Q 营收 69.7 亿元, 同比-7.3%; 归母净利润 8.4 亿元, 同比+169%。2Q 业绩符合市场预期。

经营分析

- 纸价受淡季影响高位回落, 聚焦造纸主业。2Q 收入环比-31.7%, 价格方面, 下游需求进入淡季&原材料价格回落周期下, 2Q 以来文化/白卡价格出现回落, 6 月底双胶纸/铜版纸/白卡纸均价较 3 月底变动-1750/-1630/-3160 元/吨。1H21 产量/销量同比+2.9%/4.5%。融资租赁业务收入同比-60.6%。
- 2Q 毛利率环比提升, 融资租赁业务压缩下报表质量持续改善。1Q/2Q 毛利率分别为 29.1%/33.6%, 原材料角度, 2Q 阔叶浆均价较 1Q 下滑 255 元/吨。1H 净利率 11.8% (同比+8pct), 主要受 21 年融资租赁业务压缩、费用端效率提升的影响, 其中销售/管理&研发/财务费用率同比下滑 0.3/0.38/2.2 pct 至 0.86%/7.3%/7.7%。2021 年 6 月底融资租赁资产规模约 84 亿元, 较年初下滑 11 亿元, 融资租赁资产占总资产比重由年初的 10.4% 下降至 9.2%。21H1 资产负债率较年初进一步下行 1.9pct 至 70%。
- 静待 3Q 文化纸/白卡纸价格触底回升, 看好中长期市场份额稳步提升。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, 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。白卡纸方面, 当前白卡纸价格调整已渐至尾声, 价格已处于底部区域, 预计伴随 9 月旺季到来, 吨盈利逐步进入上行区间。伴随黄冈二期 150 万吨纸生产线 (文化纸、白卡纸)、52 万吨机械浆项目的开工, 公司市场地位有望进一步得到稳固。

盈利预测和投资建议

- 展望下半年及明年浆系纸价格走势, 我们下调 2021-2023 年 EPS 至 1.09、1、1.05 元, 下调幅度为 16.9%、26.3%、23.1%, 当前股价对应 PE 分别为 7.6、8.2、7.8 倍, 考虑到公司作为国内造纸龙头, 林浆纸一体化有望降低自身周期属性, 建议关注淡季库存的去化, 维持“买入”评级。

风险提示

- 新增产能投放进度不达预期的风险; 教育双减政策对文化纸需求的影响; 原料价格大幅波动的风险

相关报告

- 《2Q 业绩符合预期, 静待 3Q 触底反弹-晨鸣纸业点评》, 2021.7.10
- 《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
- 《逐步聚焦主业, 2021 业绩弹性值得期待-晨鸣纸业点评》, 2021.3.26
- 《浆纸一体龙头, 高业绩弹性标的-晨鸣纸业-首次覆盖》, 2021.3.20

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	31,476	32,540	35,481	货币资金	19,293	19,307	17,760	12,055	12,729	14,142
增长率		5.3%	1.1%	2.4%	3.4%	9.0%	应收款项	6,751	5,185	4,891	5,749	5,854	6,153
主营业务成本	-19,846	-21,774	-23,646	-22,880	-24,369	-27,126	存货	6,771	4,774	5,135	6,018	6,409	7,172
%销售收入	68.7%	71.6%	76.9%	72.7%	74.9%	76.5%	其他流动资产	15,153	15,687	8,097	8,058	8,018	7,928
毛利	9,030	8,622	7,091	8,597	8,171	8,355	流动资产	47,968	44,952	35,882	31,880	33,010	35,395
%销售收入	31.3%	28.4%	23.1%	27.3%	25.1%	23.5%	%总资产	45.5%	45.9%	39.2%	33.8%	35.2%	36.7%
营业税金及附加	-250	-276	-251	-274	-293	-319	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	-315	-325	-355	%总资产	37.8%	40.7%	41.3%	46.1%	44.2%	43.2%
%销售收入	4.1%	4.3%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	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	-1,165	-1,155	-1,242	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%	66.2%	64.8%	63.3%
研发费用	-930	-992	-1,274	-1,259	-1,302	-1,348	资产总计	105,319	97,959	91,575	94,403	93,736	96,506
%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	37,037	32,747	31,151
息税前利润 (EBIT)	5,691	4,921	4,242	5,585	5,096	5,091	应付款项	10,147	8,460	8,998	11,037	11,637	12,831
%销售收入	19.7%	16.2%	13.8%	17.7%	15.7%	14.3%	其他流动负债	3,824	1,692	2,093	2,055	2,087	2,243
财务费用	-2,741	-2,916	-2,562	-2,438	-2,291	-2,096	流动负债	61,415	52,699	51,046	50,130	46,471	46,225
%销售收入	9.5%	9.6%	8.3%	7.7%	7.0%	5.9%	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	7,677	7,962	8,129
公允价值变动收益	-115	27	6	-10	30	30	负债	79,447	71,619	65,775	65,884	62,510	62,432
投资收益	249	174	173	280	290	290	普通股股东权益	25,049	25,170	24,277	26,861	29,415	32,083
%税前利润	7.8%	8.5%	8.0%	7.0%	7.8%	7.4%	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	3,303	3,045	3,235	未分配利润	9,107	9,306	10,000	12,658	15,212	17,880
营业利润率	10.1%	5.2%	5.2%	10.5%	9.4%	9.1%	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	94,403	93,736	96,506
税前利润	3,206	2,048	2,172	3,973	3,715	3,905	比率分析						
利润率	11.1%	6.7%	7.1%	12.6%	11.4%	11.0%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-642	-295	-266	-596	-557	-586	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	1.086	1.007	1.052
净利润	2,565	1,753	1,906	3,377	3,158	3,319	每股净资产	8.624	8.665	8.135	9.001	9.857	10.751
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	2.690	2.453	2.583
归属于母公司的净利润	2,510	1,657	1,712	3,242	3,005	3,139	每股股利	0.240	0.147	0.185	0.196	0.151	0.158
净利率	8.7%	5.5%	5.6%	10.3%	9.2%	8.8%	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%	12.07%	10.21%	9.78%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	2.38%	1.69%	1.87%	3.43%	3.21%	3.25%
净利润	2,565	1,753	1,906	3,377	3,158	3,319	投入资本收益率	5.47%	5.31%	4.94%	6.31%	5.89%	5.78%
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%	2.41%	3.38%	9.04%
非经营收益	3,116	2,253	1,749	1,817	1,488	1,282	EBIT增长率	-9.81%	-13.53%	-13.80%	31.64%	-8.75%	-0.11%
营运资金变动	6,382	5,158	4,619	447	122	406	净利润增长率	-33.41%	-34.00%	3.35%	89.36%	-7.32%	4.47%
经营活动现金净流	13,972	10,957	10,581	8,028	7,321	7,707	总资产增长率	-0.29%	-6.99%	-6.52%	3.09%	-0.71%	2.96%
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	444.2	429.5	391.2
债权募资	5,707	-2,137	-5,174	-1,891	-3,940	-1,446	偿债能力						
其他	-18,951	-7,985	-5,358	-3,313	-2,889	-2,743	净负债/股东权益	147.06%	127.71%	122.54%	120.63%	94.28%	77.56%
筹资活动现金净流	-12,744	-9,698	-9,580	-5,203	-6,829	-4,189	EBIT利息保障倍数	2.1	1.7	1.7	2.3	2.2	2.4
现金净流量	-550	-767	820	-5,688	686	1,422	资产负债率	75.43%	73.11%	71.83%	69.79%	66.69%	64.69%

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	1	7	11	32
增持	0	0	0	2	3
中性	0	0	0	0	3
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.15	1.24

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。

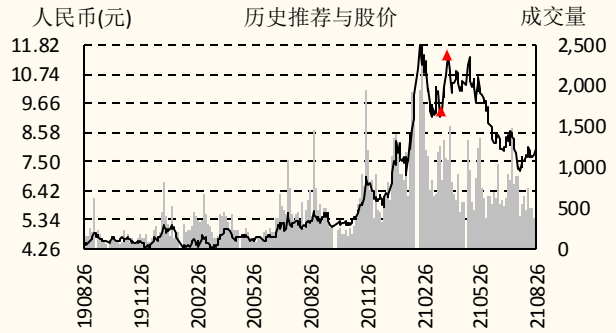
最终评分与平均投资建议对照：

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
4	2021-07-10	买入	8.59	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，不作为或被视为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