

晨鸣纸业 (000488): 浆纸一体化优势显著, 关注旺季行业回暖

2021年08月30日

推荐/维持

晨鸣纸业 公司报告

事件: 公司公布中期业绩, 2021年上半年实现收入 171.73 亿元, 同比+26.27%; 归母净利润 20.21 亿元, 同比+291.44%。其中 Q2 实现收入 69.67 亿元, 同比-7.28%; 归母净利润 8.42 亿元, 同比+168.56%。

收入与毛利率同步高增, 浆纸价格高位水平下一体化优势凸显。 上半年公司机制纸收入 148.99 亿元, 同比+28.90%, 判断主要受益于纸价同比大幅上涨 (上半年白卡纸/双胶纸/铜版纸市场价格同比+53%/+9%/+19%)。虽然浆价同步大涨, 但公司上半年整体毛利率达到 30.93%, 同比+9.4 pct. (考虑了运费调整至营业成本的影响, 下同), 反映了公司浆纸一体化优势明显, 平滑成本波动能力较强 (2021Q1 木浆自给率达到 80%, 自制浆成本相比 2020 年基本持平, 较外购木浆价格低 44%), 在行业景气期得以显著提升业绩。

Q2 销售承压, 关注旺季行业触底反弹。 Q2 公司收入同比-7.28%/环比 Q1 -31.73%, 判断主要由于机制纸销售承压: (1) 销量方面, Q1/Q2 公司分别销售机制纸 158 万/100 万吨, 产销率 110%/71%, Q2 销售承压一方面受到淡季影响, 另一方面或由于纸价高企压制下游需求; (2) 价格方面, 主要产品市场价格在 4-5 月仍处于高位、6 月开始大幅调整, 综合判断 Q2 机制纸销售均价或仍高于 Q1, 使得 Q2 公司毛利率环比提升 4.56 pct. 至 33.64%。

7-8 月仍处于淡季, 纸价低位运行并逐渐触底企稳, 预计公司 Q3 收入端仍将承压, 毛利率有所下行。9 月进入传统旺季, 下游备货需求释放有助于公司消化库存、提振销量, 并有望推动纸价回暖, 公司 Q4 或迎来收入与毛利率的环比改善。中长期依然看好限塑令和消费升级对白卡纸需求的支撑, 同时需要关注宏观经济环境与行业规划产能落地情况。

费用控制较好, 有息负债规模下降。 上半年公司期间费用率 15.81%, 同比-2.96pct., 主要由于收入端增长幅度较大, 而期间费用增长有限 (主要系研发费用增加)。公司利用充沛现金流不断压降债务规模, 相比 2020 年末, 有息负债减少 20.45 亿元, 资产负债率下降 1.89 pct. 至 69.94%, 上半年利息支出同比减少 0.60 亿元。考虑到纸价下行影响收入端, 下半年期间费用率或环比上行; 但持续看好公司减少有息负债, 降低占据期间费用近半比重的财务费用规模, 并改善资产质量。

规模与成本优势稳固, 市占率持续领先。 公司作为文化纸与白卡纸行业龙头, 产能规模领先且各主要生产基地基本实现木浆自给自足, 规模效应与成本优势明显, 具备持续扩张提升市场份额的实力。公司规划建设黄冈晨鸣二期项目, 拟建造纸产能 150 万吨/年 (文化纸、白卡纸), 机械浆产能 52 万吨/年, 项目投产后公司市占率和成本优势将进一步巩固。同时看好公司聚焦造纸主业, 进一步收缩融资租赁业务 (上半年压降约 14 亿元), 资产结构持续改善。

盈利预测与投资评级: 预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 35.63、31.34、32.81 亿元人民币, EPS 为 1.19、1.05、1.10 元, 目前股价对应 PE 分别为 6.65、7.56、7.22 倍, 维持“推荐”评级。

公司简介:

公司是中国造纸龙头企业, 目前在山东、广东、湖北、江西、吉林等地均建有生产基地。公司坚定不移地实施林、浆、纸一体化战略, 引进国际一流制浆造纸技术, 拥有数条国际尖端水平制浆造纸生产线, 产品逐步形成了以高档胶版纸、铜版纸、白卡纸等为主导的高中档并举的系列产品结构。

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

未来 3-6 个月重大事项提示:

无

发债及交叉持股介绍:

18 晨债 01、17 鲁晨鸣 MTN001 等共 5 支公司债及中期票据

交易数据

52 周股价区间 (元)	5.04-12.69
总市值 (亿元)	184.77
流通市值 (亿元)	138.91
总股本/流通 A 股 (万股)	298,421/166496
流通 B 股/H 股 (万股)	70,639/52,831
52 周日均换手率	4.21

52 周股价走势图



资料来源: wind, 东兴证券研究所

首席分析师: 刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480521010001

分析师: 常子杰

010-66554067

changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480521080005

研究助理: 沈逸伦

010-66554045

shenyi@sxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480121050014

风险提示：宏观经济不及预期；疫情波动影响供需；行业产能投放过剩；项目投产进度不及预期。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	30,395.43	30,736.52	33,909.10	34,452.71	34,878.36
增长率(%)	5.26%	1.12%	10.32%	1.60%	1.24%
归母净利润(百万元)	1,656.57	1,712.03	3,563.14	3,134.46	3,281.19
增长率(%)	-31.64%	8.72%	103.18%	-12.03%	4.68%
净资产收益率(%)	6.58%	7.05%	14.25%	11.44%	10.93%
每股收益(元)	0.57	0.57	1.19	1.05	1.10
PE	13.92	13.84	6.65	7.56	7.22
PB	0.92	0.98	0.95	0.86	0.79

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	44952	35882	33003	32771	32419	营业收入	30395	30737	33909	34453	34878
货币资金	19307	17760	15259	15504	15695	营业成本	21774	23646	24686	25695	26022
应收账款	2525	1985	2044	1982	1911	营业税金及附加	276	251	164	167	169
其他应收款	2204	2417	2667	2709	2743	营业费用	1297	298	296	301	304
预付款项	604	964	964	964	964	管理费用	1135	1025	984	1000	1012
存货	4774	5135	5275	5420	5418	财务费用	2916	2562	2750	2590	2471
其他流动资产	8109	2717	3200	3200	3200	研发费用	992	1274	1526	1447	1465
非流动资产合计	53006	55693	53592	53439	54565	资产减值损失	-1154.	-665.29	-280.00	0.00	0.00
长期股权投资	3606	3906	3960	3960	3960	公允价值变动收益	26.69	6.26	0.00	0.00	0.00
固定资产	34440	37652	35587	34480	38150	投资净收益	174.00	173.36	173.36	173.36	173.36
无形资产	1781	1775	1730	1687	1645	加: 其他收益	561.56	363.88	363.88	363.88	363.88
其他非流动资产	473	411	1611	1611	1611	营业利润	1584	1585	4321	3792	3973
资产总计	97959	91575	86594	86210	86984	营业外收入	493.39	600.47	100.00	100.00	100.00
流动负债合计	52699	51046	47672	47091	46465	营业外支出	28.58	12.92	20.00	20.00	20.00
短期借款	36883	32794	31639	31118	30881	利润总额	2048	2172	4401	3872	4053
应付账款	4351	4042	4193	4365	4491	所得税	295	266	528	465	486
预收款项	968	1051	1119	1188	1258	净利润	1753	1906	3873	3407	3567
一年内到期的非流动负债	5663	7161	5200	4700	4000	少数股东损益	97	194	310	273	285
非流动负债合计	18920	14729	12087	9607	8107	归属母公司净利润	1657	1712	3563	3134	3281
长期借款	9140	8077	6577	5577	4577	主要财务比率					
应付债券	1258	1537	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	71619	65775	59758	56698	54573	成长能力					
少数股东权益	1170	1523	1833	2106	2391	营业收入增长	5.26%	1.12%	10.32%	1.60%	1.24%
实收资本(或股本)	2905	2984	2984	2984	2984	营业利润增长	-45.51	0.07%	172.67%	-12.25%	4.78%
资本公积	5087	5322	5322	5322	5322	归属于母公司净利润增长	-34.00	3.35%	108.12%	-12.03%	4.68%
未分配利润	9306	10000	12494	14688	16985	获利能力					
归属母公司股东权益合计	25170	24277	25003	27405	30020	毛利率(%)	28.36%	23.07%	27.20%	25.42%	25.39%
负债和所有者权益	97959	91575	86594	86210	86984	净利率(%)	5.77%	6.20%	11.42%	9.89%	10.23%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	1.69%	1.87%	4.11%	3.64%	3.77%
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE(%)	6.58%	7.05%	14.25%	11.44%	10.93%
经营活动现金流	12233	11260	7466	8492	8792	偿债能力					
净利润	1753	1906	3873	3407	3567	资产负债率(%)	73%	72%	69%	66%	63%
折旧摊销	1913.67	2320.49	#####	2353.24	2573.98	流动比率	0.85	0.70	0.69	0.70	0.70
财务费用	2916	2562	2750	2590	2471	速动比率	0.76	0.60	0.58	0.58	0.58
应收账款减少	879	540	-59	62	71	营运能力					
预收账款增加	549	83	68	69	70	总资产周转率	0.30	0.32	0.38	0.40	0.40
投资活动现金流	-2026	-181	1875	-1108	-2709	应收账款周转率	10	14	17	17	18
公允价值变动收益	27	6	0	0	0	应付账款周转率	7.15	7.32	8.23	8.05	7.88
长期投资减少	0	0	2911	2500	1000	每股指标(元)					
投资收益	174	173	173	173	173	每股收益(最新摊薄)	0.57	0.57	1.19	1.05	1.10
筹资活动现金流	-9487	-9594	-11842	-7140	-5892	每股净现金流(最新摊薄)	0.25	0.50	-0.84	0.08	0.06
应付债券增加	-839	279	-1537	0	0	每股净资产(最新摊薄)	8.67	8.14	8.38	9.18	10.06
长期借款增加	1341	-1063	-1500	-1000	-1000	估值比率					
普通股增加	0	80	0	0	0	P/E	13.92	13.84	6.65	7.56	7.22
资本公积增加	-5	235	0	0	0	P/B	0.92	0.98	0.95	0.86	0.79
现金净增加额	720	1485	-2500	245	192	EV/EBITDA	8.85	8.59	4.48	5.68	5.26

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	晨鸣纸业（000488）：浆纸一体化龙头受益浆价上行，资本结构优化主业发展动能增强	2021-03-26
公司深度报告	晨鸣纸业（000488）：浆纸一体化实力彰显，回归主业造纸龙头再度起航	2020-04-03

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

常子杰

中央财经大学金融学硕士，2019年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

研究助理简介

沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士，2021年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526