

纸价企稳，纸浆一体化优势明显
增持（维持）

2019年04月16日

证券分析师 史凡可

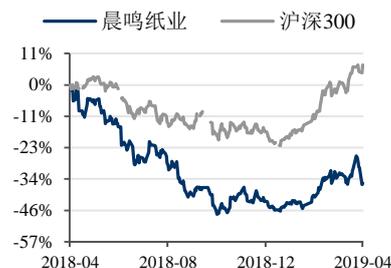
执业证号：S0600517070002

021-60199793

shifk@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	28,876	30,141	31,655	33,530
同比（%）	-3.3%	4.4%	5.0%	5.9%
归母净利润（百万元）	2,510	2,544	2,764	2,985
同比（%）	-33.4%	1.3%	8.7%	8.0%
每股收益（元/股）	0.51	0.58	0.65	0.73
P/E（倍）	12.96	11.49	10.15	9.09

股价走势



投资要点

- **公司发布 19 年一季度业绩预告：**期内公司预计实现归母净利润 3000-4500 万元，同比下滑 94.25%至 96.17%（去年同期为 7.83 亿元），主要系下游需求不振导致纸价跌幅较大所拖累。公司销量实现了逆势扩张，我们预计公司一季度销量同比增长 15%。
- **纸价低点或已确立，看好二季度需求提振环比改善：**年初以来宏观经济形式不佳影响下游需求，致使经销商信心不足、持续观望，1、2 月份纸价触底，19Q1 铜版纸/双胶纸/白卡纸单吨销售均价分别为 5603 元/6081 元/4984 元，较 18Q1 分别下滑 24.06%/15.81%/22.67%。从 3 月份开始，各品种涨价函落地情况良好，提价幅度达 100-200 元/吨。随着进入 Q2 需求旺季，我们预计后续仍有一定的提价空间，并看好一季度为公司盈利低点，二季度有望迎来大幅改善。
- **木浆自给率持续提升，巩固成本红利：**19Q1 针叶浆/阔叶浆价分别较去年同期下滑 19%/8%，我们预计浆价仍有下行空间，利好公司采购成本结余。此外，随着黄冈晨鸣 30 万吨项目（18 年 11 月投产）、寿光美伦 40 万吨化学浆项目陆续在二季度达到满产，我们预计公司的木浆自给率将进一步提高，基本能够实现自给自足，测算单吨自制浆较外购可节约成本 1000 元左右，保障公司毛利率重回上升通道。
- **产能扩张叠加结构调整，奠基销量增长：**公司于 18 年 8 月底投产的寿光美伦 51 万吨高档文化纸项目，预计将为今年业绩贡献增量。此外，为提质增效，公司进行了产品结构的调整，加大出口纸、高机械浆品种、本色纸、高档特种纸等高利润品种产量，一季度已经基本完成产品结构调整工作，预计二季度开始销量将有不俗增长。
- **融资租赁业务加快回收，利好盈利向上：**为降低财务风险、聚焦主业，公司加快融资租赁业务资金回收。2018 年期末账上长期应收款 79.27 亿元，环比 18Q3 减少 7.58 亿元，一年内到期的非流动资产 40.08 亿元，环比 18Q3 减少 18.24 亿元，对应公司经营性现金流量金额也持续环比改善。公司公告将与长城国瑞证券深度开展与其在剥离融资租赁业务、资产证券化、综合投融资等业务方面的合作，预计将加速融资租赁业务的剥离，利好公司财务费用减少、释放业绩增量。
- **盈利预测与投资评级：**预计 2019-2021 年，公司营业收入分别为 301.41 亿元、316.55 亿元和 335.30 亿元，同比增速分别为 4.4%、5.0%和 5.9%；归母净利润分别为 25.44 亿元、27.64 亿元和 29.85 亿元，同比增速分别为 1.3%、8.7%和 8.0%。当前股价对应 19-21 年 PE 分别为 11.49X、10.15X 和 9.09X，维持“增持”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动，纸价涨幅低于预期

市场数据

收盘价(元)	6.61
一年最低/最高价	5.36/10.97
市净率(倍)	0.77
流通 A 股市值(百万元)	10959.41

基础数据

每股净资产(元)	8.62
资产负债率(%)	75.43
总股本(百万股)	2904.61
流通 A 股(百万股)	1658.00

相关研究

- 1、《晨鸣纸业 (000488)：财务费用拖累业绩，看好新增产能释放》2018-08-30
- 2、《【东吴轻工】晨鸣纸业：浆纸龙头高盈利，18 年持续成长可期；晨鸣纸业：浆纸龙头高盈利，18 年持续成长可期》2018-03-30

表 1: 晨鸣纸业季度财务数据一览

单位: 百万元	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
营业总收入	6,274.27	7,474.96	8,179.97	7,543.25	7,241.81	8,309.52	7,941.43	5,382.99
YOY	26.70%	32.20%	37.12%	25.83%	15.42%	11.16%	-2.92%	-28.64%
归母净利润	702.52	1,043.00	966.00	1,057.81	782.50	1,002.13	696.53	28.67
YOY	74.70%	94.21%	57.07%	107.49%	11.39%	-3.92%	-27.90%	-97.29%
毛利率	31.92%	34.45%	33.21%	32.46%	35.21%	33.00%	30.67%	24.21%
期间费用率	18.98%	18.53%	18.57%	15.93%	21.19%	19.07%	20.88%	18.82%
其中: 销售费用率	4.85%	4.51%	4.20%	4.24%	3.74%	4.03%	4.09%	4.84%
管理+研发费用率	6.59%	6.23%	6.20%	6.48%	6.84%	6.26%	6.17%	6.57%
财务费用率	7.54%	7.79%	8.17%	5.21%	10.61%	8.79%	10.63%	7.41%
归母净利率	11.20%	13.95%	11.81%	14.02%	10.81%	12.06%	8.77%	0.53%
存货	5,414.25	6,057.47	5,408.15	6,022.81	6,632.67	6,429.32	6,497.16	6,771.49
较上年同期增减	-292.18	831.24	208.54	1160.14	1218.42	371.85	1089.01	748.68
应收票据	2,039.79	2,245.13	4,667.46	4,220.23	3,916.25	3,414.86	1,471.18	1,213.12
较上年同期增减	-1438.76	-1514.78	1748.97	2629.77	1876.46	1169.73	-3196.27	-3007.12
应收账款	3,793.25	3,767.71	3,949.84	3,665.87	3,869.96	3,771.97	3,653.55	3,404.49
较上年同期增减	68.92	-182.56	320.01	-308.20	76.70	4.26	-296.29	-261.38
应付账款及应付票据	4459.49	4413.73	4800.85	5292.33	4741.44	5358.70	5081.70	8369.20
较上年同期增减	-1040.16	-2102.37	-383.48	1052.76	281.96	944.97	280.84	3076.87
预收账款	292.17	302.31	348.03	243.18	427.24	359.82	594.81	0.00
较上年同期增减	112.36	89.92	118.29	-133.95	135.07	57.52	246.78	-243.18
经营性现金流净额	-1799.93	-2313.01	2499.80	1636.91	1267.68	3477.36	4328.32	5026.34
较上年同期增减	2136.96	-3552.39	2922.38	-3636.24	3067.61	5790.36	1828.52	3389.43
筹资性现金流净额	2013.13	3012.27	-166.36	-381.90	-134.54	-3443.09	-1410.89	-7864.64
较上年同期增减	-2301.94	2102.31	360.65	2686.55	-2147.66	-6455.35	-1244.53	-7482.75
资本开支	384.62	362.34	1,112.51	393.49	591.97	1,017.08	1,533.80	465.85
较上年同期增减	-189.77	-53.49	833.81	-815.14	207.35	654.73	421.30	72.36
ROE	3.12%	4.57%	3.91%	3.89%	2.77%	3.55%	2.64%	0.11%
YOY (±)	0.91%	1.81%	0.94%	1.58%	-0.35%	-1.02%	-1.27%	-3.78%
资产负债率	73.43%	74.78%	72.67%	71.34%	71.92%	72.95%	74.76%	75.43%
YOY (±)	-2.84%	-2.49%	-1.28%	-1.24%	-1.51%	-1.83%	2.09%	4.10%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

晨鸣纸业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	47968	46476	46259	45232	营业收入	28876	30141	31655	33530
现金	19293	13225	13921	7801	减:营业成本	19846	21199	22576	23975
应收账款	3404	2665	2688	3103	营业税金及附加	250	261	274	291
存货	6771	5342	7558	6141	营业费用	1191	1249	1312	1390
其他流动资产	18499	25244	22092	28186	管理费用	1898	1926	2054	2176
非流动资产	57351	61197	66127	71055	财务费用	2741	2403	2082	2066
长期股权投资	485	485	485	485	资产减值损失	165	240	182	196
固定资产	27914	35678	40944	46210	加:投资净收益	249	6	10	7
在建工程	11861	9169	8669	8169	其他收益	98	0	0	0
无形资产	1939	2412	2569	2728	营业利润	2906	2869	3183	3445
其他非流动资产	15152	13453	13460	13464	加:营业外净收支	300	385	347	361
资产总计	105319	107674	112387	116287	利润总额	3206	3248	3524	3800
流动负债	61415	61615	63796	65073	减:所得税费用	642	650	705	760
短期借款	40228	36169	37986	40236	少数股东损益	55	55	55	55
应付账款	4150	4295	4388	4491	归属母公司净利润	2510	2544	2764	2985
其他流动负债	17037	21150	21422	20346	EBIT	5942	5767	5712	5990
非流动负债	18032	17912	18119	18341	EBITDA	7579	7068	7018	7302
长期借款	7799	7955	8114	8276					
其他非流动负债	10233	9957	10005	10065	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	79447	79527	81914	83414	每股净收益(元)	0.51	0.58	0.65	0.73
少数股东权益	823	895	969	1046	每股净资产(元)	8.62	9.38	10.16	10.96
归属母公司股东权益	25049	27252	29503	31827	发行在外股份(百万股)	2905	2905	2905	2905
负债和股东权益	105319	107674	112387	116287	ROIC(%)	6.3%	6.2%	5.8%	5.7%
					ROE(%)	8.9%	9.4%	9.4%	9.4%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	毛利率(%)	31.3%	29.7%	28.7%	28.5%
经营活动现金流	14100	2857	8289	2535	销售净利率(%)	8.9%	8.6%	8.9%	9.1%
投资活动现金流	-1779	-5615	-6316	-6418	资产负债率(%)	75.4%	73.9%	72.9%	71.7%
筹资活动现金流	-12853	-3310	-1277	-2237	收入增长率(%)	-3.3%	4.4%	5.0%	5.9%
现金净增加额	-423	-6068	696	-6120	净利润增长率(%)	-33.4%	1.3%	8.7%	8.0%
折旧和摊销	1736	1370	1375	1381	P/E	12.96	11.49	10.15	9.09
资本开支	3609	5200	6200	6201	P/B	0.77	0.70	0.65	0.60
营运资本变动	-5616	-1691	-2398	-2305	EV/EBITDA	4.40	6.03	6.33	6.28

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

